



PAPELES
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

INVERSIÓN EXTRANJERA Y MULTINACIONALES EN ESPAÑA

funcas

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

Últimos números publicados

- nº 159 *Deporte y Economía*
- nº 160 *Medicamentos, innovación tecnológica y economía*
- nº 161 *Presente y futuro de la Seguridad Social*
- nº 162 *La gestión de la información en banca: de las finanzas del comportamiento a la inteligencia artificial*
- nº 163 *Transición hacia una economía baja en carbono en España*
- nº 164 *Crecimiento económico*
- nº 165 *Ciclos económicos*
- nº 166 *El capital humano en la economía digital*
- nº 167 *La empresa española entre la eficiencia y la desigualdad: organización, estrategias y mercados*
- nº 168 *La calidad de las instituciones y la economía española*
- nº 169 *La innovación, un desafío inaplazable*
- nº 170 *Las finanzas tras la pandemia*
- nº 171 *Infraestructuras terrestres, transporte y movilidad de personas*
- nº 172 *Evaluación de políticas públicas*
- nº 173 *La economía española durante la pandemia*
- nº 174 *El futuro de la energía*
- nº 175 *La reforma de las reglas fiscales*
- nº 176 *La economía española ante el reto demográfico*
- nº 177 *La Europa del futuro*
- nº 178 *El regreso de los tipos de interés y sus efectos*
- nº 179 *Retos económicos en alimentación: la sostenibilidad, los precios y la innovación*
- nº 180 *Desafíos y oportunidades para el futuro de la educación superior*

PAPELES

DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

181

2024

ISSN: 0210-9107



PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS (<i>Presidente</i>)	ANTÓN JOSEBA ARRIOLA BONETA
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN (<i>Vicepresidente</i>)	MANUEL AZUAGA MORENO
FERNANDO CONLLEDO LANTERO (<i>Secretario</i>)	CARLOS EGEA KRAUEL
	MIGUEL ÁNGEL ESCOTET ÁLVAREZ
	AMADO FRANCO LAHOZ
	PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA
	ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ
	VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

DIRECTOR

Santiago Carbó Valverde

CONSEJO DE REDACCIÓN

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA (<i>Director</i>)	ELISA CHULIÁ RODRIGO
	JUAN JOSÉ GANUZA
	MARÍA JOSÉ MORAL
	RAYMOND TORRES

COORDINADORA DE EDICIÓN Y DOCUMENTACIÓN

Myriam González Martínez

PORTADA

Edificios actuales de oficinas en la zona financiera.
Foto: Shutterstock/Mapman

EDITA

Funcas
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

IMPRIME

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.

Depósito legal:	M. 402-1980
ISSN:	0210-9107
Precio del número impreso:	20 €
Versión digital:	Gratuita
Periodicidad:	Trimestral
Materia:	Empresa
Disponible en formato digital:	www.funcas.es



© FUNCAS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

«Inversión extranjera y multinacionales en España»

Coordinado por Rafael Myro

SUMARIO

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

Inversión extranjera y multinacionales en España

V

COLABORACIONES

I. PERSPECTIVA GENERAL

Movimientos de capitales e inversión directa en la economía española: una perspectiva macroeconómica:	24	Oscar Bajo Rubio
---	----	------------------

II. INVERSIÓN RECIBIDA

La inversión recibida por España, perspectivas generales y previsiones	40	Andrés García
La inversión exterior directa en España ante los riesgos de fragmentación geopolítica:	60	Iván Andrino-López Irina Balteanu Esther López-Espinosa César Martín-Machuca y Olga Matos-Celemín

III. INVERSIÓN EMITIDA

La inversión de las empresas españolas en el exterior, moderación tras la Gran Expansión:	76	Rafael Myro M.ª Elisa Álvarez-López y Josefa Vega Crespo
Anatomía de la inversión española en el exterior. Tres décadas de globalización y diversificación:	94	José Juan Ruiz
Evolución reciente y perspectivas de la inversión española en África:	108	Ana de Vicente Lancho

IV. MULTINACIONALES ESPAÑOLAS

Caracterización y creación de valor de las multinacionales españolas:	120	<i>Marisa Ramírez-Alesón Nuria Alcalde-Fradejas y Manuel Espitia-Escuer</i>
<i>Reshoring</i> y regionalización de las cadenas de valor globales: evidencia en sectores manufactureros:	139	<i>José Pla-Barber, Andrea Pallás-Rocafull y Ana Botella-Andreu</i>
Desinversión exterior reputacional tras la invasión rusa a Ucrania:	153	<i>Esteban García-Canal y Raquel García-García</i>
COFIDES: finanzas para la internacionalización de las empresas españolas:	167	<i>José Luis Curbelo y Raúl Moreno</i>

INVERSIÓN EXTRANJERA Y MULTINACIONALES EN ESPAÑA

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

LA inversión exterior directa (IED) es la manifestación de la expansión internacional de las empresas multinacionales (EMN), es decir de aquellas compañías que producen en más de un país. En realidad, una definición generalmente aceptada de empresa multinacional o trasnacional es la de aquella que a través de la IED posee o controla producciones en más de un país. La elevada magnitud de la cifra de inversión exterior directa mundial hoy es pues expresiva de la dimensión alcanzada por la internacionalización de la actividad productiva. Con los datos más recientes de la UNCTAD, el flujo mundial de IED en 2023 fue de 1,5 billones de dólares, equivalente al 1,4 por 100 del PIB mundial, mientras que el stock acumulado de inversión registró el elevado valor de 44,4 billones de dólares (equivalente al 42 por 100 de esa misma magnitud macroeconómica).

A través de la IED, las compañías multinacionales buscan, bien explotar mejor sus ventajas competitivas, penetrando en nuevos mercados, o accediendo a ellos de forma más eficaz y menos costosa que a través de la exportación, bien reducir el coste de fabricación de sus productos o de partes y componentes de ellos, mediante el uso de materias primas, materiales o mano de obra más baratos, o bien adquirir experiencia y tecnología que potencien la aventura que emprenden más allá de las fronteras de su nación de origen. Las ventajas competitivas que las EMN poseen pueden residir en su tamaño y volumen de capital físico, su desarrollo tecnológico y capital humano, su capacidad organizativa o financiera u otros intangibles, como pronto apuntaría John Harry Dunning, un autor pionero en el análisis de los negocios internacionales, al que se rinde homenaje en este monográfico, y deberían traducirse en una alta productividad de sus factores productivos, una variable considerada clave por la escuela de la heterogeneidad empresarial, cuyo enfoque y modelos se resumen en el interesante ensayo *Understanding Global Trade*, escrito por uno de sus mejores representantes, Elhanan Helpman (Harvard University Press, 2011).

Desde mediado el siglo XIX, en el marco del florecimiento comercial derivado de la *Pax Britannica*, muchas empresas diversificaron sus plantas productivas, y algunas de ellas se ubicaron más allá de sus fronteras,

**UNA DEFINICIÓN
GENERALMENTE
ACEPTADA
DE EMPRESA
MULTINACIONAL O
TRANSNACIONAL ES
LA DE AQUELLA QUE
A TRAVÉS DE LA IED
POSEE O CONTROLA
PRODUCCIONES EN
MÁS DE UN PAÍS**

**EL FLUJO MUNDIAL DE
IED EN 2023 FUE DE 1,5
BILLONES DE DÓLARES,
EQUIVALENTE AL
1,4 POR 100 DEL PIB
MUNDIAL, MIENTRAS
QUE EL STOCK
ACUMULADO DE
INVERSIÓN REGISTRÓ
EL VALOR DE 44,4
BILLONES DE DÓLARES
(EQUIVALENTE AL
42 POR 100 DE ESA
MISMA MAGNITUD
MACROECONÓMICA)**

**LAS VENTAJAS
COMPETITIVAS QUE
LAS EMN POSEEN
PUEDEN RESIDIR
EN SU TAMAÑO
Y VOLUMEN DE
CAPITAL FÍSICO,
SU DESARROLLO
TECNOLÓGICO Y
CAPITAL HUMANO,
SU CAPACIDAD
ORGANIZATIVA
O FINANCIERA U
OTROS INTANGIBLES**

**TRAS LA SEGUNDA
GUERRA MUNDIAL,
SE ABRIRÍA UNA
NUEVA ERA DE
EXPANSIÓN
DE LAS EMN,
APOYADA EN EL
ESTABLECIMIENTO
DE UN ORDEN
MULTILATERAL
FAVORECEDOR
DEL COMERCIO
Y LA INVERSIÓN
INTERNACIONALES
(PAX AMERICANNA)**

manteniendo estrechos lazos con los gobiernos de sus naciones, con los que a menudo compartieron intereses colonialistas. El desarrollo de nuevos métodos de producción y comercialización impulsó el interés por contar con materiales y fuentes energéticas ubicados en el exterior, una tarea favorecida por el rápido y paulatino descenso de los costes de transporte y de las comunicaciones, que a su vez fue uno de los frutos de la temprana internacionalización de las empresas inglesas, norteamericanas y francesas constructoras de ferrocarriles, barcos y telégrafos.

El período de entreguerras, en cambio, fue un período de maduración de las EMN creadas, que buscaron integrarse más profundamente en las economías en las que se habían localizado, estrechando lazos con sus gobiernos, con el fin de defenderse contra la ola de proteccionismo y nacionalismo que recorrió el mundo. Ello no impidió que algunas grandes empresas como Ford, General Motors, Bayer o DuPont establecieran nuevas plantas en Europa, EE. UU., Canadá o Brasil. Pero la división del mundo en bloques comerciales a partir de 1930 supuso un freno para las iniciativas de expansión transnacionales.

Tras la Segunda Guerra Mundial, se abriría una nueva era de expansión de las EMN, apoyada en el establecimiento de un orden multilateral favorecedor del comercio y la inversión internacionales (*Pax Americana*). Una vez más fueron pioneras de esta nueva marcha hacia el exterior las compañías norteamericanas e inglesas, que habían adquirido el liderazgo tecnológico en muchas actividades industriales, aunque pronto siguieron su ejemplo compañías europeas, japonesas y de otras latitudes.

Allá donde se establecieron, las EMN buscaron ante todo replicar las producciones que realizaban en el país de origen, aunque también trataron de atender la creciente demanda de minerales, materiales, materias primas agrarias y de toda índole procedente de los países de origen, que experimentaban una extraordinaria etapa de crecimiento económico. No obstante algunas compañías de sectores de alta tecnología intentaron poner a organizar sus filiales exteriores como auténticas redes internacionales de producción, o reducir sus riesgos diversificando la producción en diferentes ambientes económicos y políticos.

Los costes de transporte y las barreras comerciales que protegían los mercados nacionales actuaron de impulsores de esa considerable parte de la IED que buscaba conquistar nuevos mercados para sus productos. Es un hecho que pondría de relieve a finales del decenio de 1990 S. Lael Brainard, mostrando que la ratio entre las ventas de

las filiales de una EMN y las exportaciones de su casa matriz crece con tales costes y barreras. Este mismo autor confirmaría también entonces que la prevalencia de economías de escala de empresa, basada en la posesión de activos específicos, tecnológicos y de otra índole, frente a economías de escala en las plantas de producción, constituye así mismo un factor propulsor de la inversión en el exterior, una hipótesis que había sido ya apuntada anteriormente por James Markusen en 1984, y que parece avalar el hecho de que la IED se haya concentrado en los sectores de alimentos, material de transporte, química y material electrónico, aparte de en las actividades de servicios, donde las exportaciones son poco viables.

En su intensa expansión desde 1945, las EMN, que gradualmente fueron alterando sus estructuras organizativas en favor de una mayor solidez y protagonismo de sus filiales en la esfera internacional, se dirigieron principalmente hacia los países desarrollados y hacia algunos países en desarrollo, los más cercanos geográficamente (con menos costes para el transporte y las conexiones con las casas matrices) y aquellos que contaban con un marco institucional favorecedor de los negocios y protector de la inversión privada. Estos países vieron fortalecido su crecimiento económico con la aportación del capital y la tecnología que recibieron del exterior.

Pero, además de un marco institucional y regulatorio favorable a la producción y los intercambios, otros muchos factores intervienen a la hora de dotar de atractivo a un país para la inversión exterior, pudiendo destacarse entre ellos los siguientes: dimensión geográfica y poblacional, potencial de crecimiento, cualificación de la mano de obra, recursos naturales, obligaciones fiscales y administrativas, subvenciones públicas y coste de clausura de las actividades. El conocido texto de Giorgio Barba Navaretti y Anthony J. Venable permite profundizar en el papel de todos estos factores de localización (*Multinational Firms in the World Economy*, 2006, Princeton University Press)

Durante los decenios de 1970 y 1980, con la creciente liberalización comercial de los países, nuevas y continuas disminuciones en los costes de transporte y el rápido avance en las tecnologías de la información y las comunicaciones, se hicieron cada vez más visibles las oportunidades de arbitraje que ofrecían los países en desarrollo, merced a su abundancia de mano de obra y un bajo nivel de salarios, para lograr una fragmentación a escala global de la producción, mediante el establecimiento de compañías filiales en ellos, encargadas

LOS COSTES DE TRANSPORTE Y LAS BARRERAS COMERCIALES QUE PROTEGÍAN LOS MERCADOS NACIONALES ACTUARON DE IMPULSORES DE ESA CONSIDERABLE PARTE DE LA IED QUE BUSCABA CONQUISTAR NUEVOS MERCADOS PARA SUS PRODUCTOS

**ADEMÁS DE
UN MARCO
INSTITUCIONAL
Y REGULATORIO
FAVORABLE A LA
PRODUCCIÓN Y LOS
INTERCAMBIOS,
OTROS MUCHOS
FACTORES
INTERVIENEN A LA
HORA DE DOTAR
DE ATRACTIVO A
UN PAÍS PARA LA
INVERSIÓN EXTERIOR**

**SÓLO CON LA
REVOLUCIÓN DE
INTERNET PUDO
MATERIALIZARSE
SEMEJANTE
PROCESO DE
FRAGMENTACIÓN
DE LA
PRODUCCIÓN, QUE
DESENCADENARÍA
UNA OLA
DE INTENSA
GLOBALIZACIÓN**

de determinadas fases de la elaboración de los productos. Pero sólo con la revolución de Internet, que redujo drásticamente el coste de la coordinación internacional de las actividades productivas, de la transmisión de ideas, pudo materializarse semejante proceso de fragmentación de la producción, que desencadenaría una ola de intensa globalización, frecuentemente caracterizada como de hiperglobalización, durante veinte años, desde el final del decenio de 1980 hasta la crisis financiera de que estalló en 2007.

De esta manera, entre el final de la década de 1990 y 2007, las compañías multinacionales se dirigieron hacia un mayor número de economías de bajo desarrollo, susceptibles de participar en sus redes internacionales de producción, o cadenas globales de valor (CGV), aprovechando sus ventajas comparativas en determinadas fases de la producción, fundamentalmente las más intensivas en trabajo, comenzando por el ensamblaje de los productos. Mediante esta estrategia, las EMN han logrado hoy alcanzar una posición central en el comercio internacional, cambiando la naturaleza de éste, con un peso creciente de los intercambios intrafirma y una mayor proporción de partes y componentes manufacturados que de productos acabados, y en el que las ventajas comparativas para obtener un producto han dejado de ser nacionales, para convertirse en multinacionales, y ser gestionadas por las corporaciones transnacionales. Muchos productos podrían llevar hoy la etiqueta de «Made in the world», como señala Pol Antràs al comienzo de su monumental obra *Global Production* (Princeton University Press, 2018). Una gran transformación sin la cual el progreso de muchos países en desarrollo, carentes de ventajas comparativas para obtener un producto completo, pero capaces de ser competitivos en determinadas fases de su producción, no habría tenido lugar.

Como consecuencia de la evolución descrita, varias de estas economías en desarrollo, entre las que cabe destacar las dos de mayor dimensión poblacional, China e India y otras también asiáticas de tamaño más reducido, como Corea del Sur, Indonesia y Tailandia, a las que podrían añadirse algunas otras ubicadas en otros continentes (Brasil, Polonia...), han conseguido un rápido crecimiento económico, protagonizando por lo que Richard Baldwin denomina «La gran convergencia» en un conocido libro que lleva ese título (Antoni Bosch, 2017). Se trata de un fenómeno mediante el cual los países asiáticos mencionados han conseguido alzarse hoy con más del 30 por 100 del PIB mundial, algo más de la producción manufacturera global y más del 40 por 100 del comercio internacional de ésta,

volviendo a las posiciones que tenían en la escala de la producción mundial en el momento de la Revolución Industrial, e incluso en el primer tercio del siglo XIX. Además, han alumbrado un amplio conjunto de nuevas compañías multinacionales que retan a las del mundo desarrollado, al que necesariamente han de dirigirse para alcanzar mayores niveles competitivos. En afortunada expresión de Mauro Guillén y Esteban García-Canal, las nuevas multinacionales «pueden usar fácilmente sus ventajas competitivas acumuladas en el país de origen en otros países emergentes o en vías de desarrollo, pero deben entrar en países más avanzados para exponerse a la demanda más exigente y desarrollar así sus capacidades» (*Las Nuevas Multinacionales*, Ariel, 2011).

Como bien percibieron John H. Dunning y Sharianna M. Lundan en 2008, «A principios de la década de 2000, la gran empresa multinacional está evolucionando hacia un tipo de empresa muy diferente en organización. Está asumiendo cada vez más el papel de orquestador de la producción, las instituciones y transacciones dentro de un sistema de relaciones internas y externas transfronterizas, que pueden, o no, implicar inversión de capital, pero que están destinados a servir sus intereses globales. Al mismo tiempo, las actividades de las grandes empresas multinacionales se complementan con una nueva generación de PYMES emprendedoras, algunas de las cuales utilizan sus relaciones con grandes empresas multinacionales como puerta de entrada a los mercados globales» (*Multinational Enterprises and the Global Economy*, Second Edition, Edward Elgar, 2008).

La crisis financiera desencadenada en 2007 detuvo momentáneamente este extraordinario proceso de expansión de las compañías multinacionales, y desde entonces, nuevos y numerosos obstáculos lo han mantenido a bajo ritmo, apagando los destellos de recuperación que surgieron en 2015 y 2016, al cerrarse el intenso período recesivo. Primero fue la guerra comercial entre EE. UU. y China, que minó el funcionamiento de las CGV con el establecimiento de aranceles; después, la proliferación de catástrofes medioambientales de alcance local, que advirtieron de los riesgos de seguridad de las CGV más largas y complejas; más tarde la pandemia del coronavirus, que amplificó tales advertencias, dado su carácter global; y finalmente, la guerra en Ucrania, con nuevas y mayores amenazas de seguridad y una mayor incertidumbre con respecto al futuro. Además, la guerra comercial y tecnológica de EE. UU. con China deja traslucir, entre otras muchas cosas, el malestar de Occidente con la globalización, sus efectos ne-

LAS EMN HAN LOGRADO HOY ALCANZAR UNA POSICIÓN CENTRAL EN EL COMERCIO INTERNACIONAL, CON UN PESO CRECIENTE DE LOS INTERCAMBIOS INTRAFIRMA Y MAYOR PROPORCIÓN DE PARTES Y COMPONENTES MANUFACTURADOS QUE DE PRODUCTOS ACABADOS, Y EN EL QUE LAS VENTAJAS COMPARATIVAS PARA OBTENER UN PRODUCTO HAN DEJADO DE SER NACIONALES, PARA CONVERTIRSE EN MULTINACIONALES, Y SER GESTIONADAS POR LAS CORPORACIONES TRANSNACIONALES

**VARIAS ECONOMÍAS
EN DESARROLLO,
COMO CHINA E
INDIA DE MAYOR
DIMENSIÓN
POBLACIONAL, Y
OTRAS DE TAMAÑO
MÁS REDUCIDO,
COMO COREA DEL
SUR, INDONESIA Y
TAILANDIA, HAN
CONSEGUIDO
UN RÁPIDO
CRECIMIENTO
ECONÓMICO**

**LA CRISIS FINANCIERA
DESENCADENADA
EN 2007 DETUVO
MOMENTÁNEAMENTE
EL PROCESO DE
EXPANSIÓN DE
LAS COMPAÑÍAS
MULTINACIONALES,
Y DESDE ENTONCES,
NUEVOS Y
NUMEROSOS
OBSTÁCULOS LO HAN
MANTENIDO A BAJO
RITMO**

gativos sobre el empleo y la desigualdad en la distribución de la renta, principalmente en EE. UU., pero también en otras economías desarrolladas. El rápido avance de la inteligencia artificial, en fin, incrementa las amenazas sobre el empleo y acrecienta y extiende el sentimiento de inseguridad.

El escenario internacional es hoy muy incierto y camina, no sin titubeo, hacia la fragmentación internacional en bloques, ofreciendo poca base para la expansión de las EMN, que se mantienen expectantes, tratando de redefinir sus estrategias. En clara respuesta a ello, la IED se ha reducido durante 2022 y 2023, después de repuntar en 2021, tras la drástica disminución en el año de la pandemia, y esquivando a algunos países como la Unión Soviética, China y otras economías asiáticas en desarrollo.

España no ha sido ajena a la dinámica brevemente descrita de las EMN. Por el contrario, ha desempeñado en ella un papel de primer orden, a pesar de su reducido tamaño relativo; primero como país receptor de sus flujos de IED, y después como emisor de ellos, fruto de un rápido aumento del número de compañías propias que se han convertido en transnacionales

En la segunda mitad del siglo XIX y en el primer tercio del siglo XX, se establecieron en España un gran número de empresas extranjeras, primero británicas y de los países que integran la Europa continental, fundamentalmente Francia y Alemania, y alguna norteamericana, en una extensa variedad de sectores productivos: construcción de ferrocarriles, servicios financieros, ocio, electricidad, gas y agua, minería, petróleo, maquinaria y aparatos eléctricos, química y alimentos. Entre las primeras compañías que lo hicieron se encontraban las francesas dedicadas a la construcción de ferrocarriles, que crearon conocidas filiales (MZA y Norte). Esta es una importante actividad en la que también participaron firmas británicas, y para la que se obtuvo financiación de diversos países europeos. Otras compañías extranjeras pioneras en establecerse en territorio español fueron las francesas Société Générale, Crédit Lyonnais, Gas de Madrid, Catalana de Gas y Electricidad de Barcelona, Saint-Gobain, Compañía Arrendataria de Tabacos, Schneider Electric y la Compagnie d'Aguiles, la belga Real Compañía Asturiana de Minas, las británicas Rio Tinto, Tharsis Sulphur and Copper, Orconera Iron Ore, Imperial Tobacco Company e Imperial Chemical Industries, las suizas Nestlé y Ciba-Geigy, las alemanas Compañía Metalúrgica de Mazarrón, AEG, Deutsche Bank y Siemens, la holandesa Phillips y la canadiense Barcelona Traction.

Entre las primeras norteamericanas figuran The Singer Company, Heinz y Worthington Pump, a las que siguieron un importante grupo, pero ya en el primer tercio del siglo XX: Universal Pictures, Standard Oil, Shell, ITT, General Motors, Ford, Goodyear, Standard Eléctrica y Kodak. Todas estas empresas, las muchas otras que las acompañaron y las muchas más que las siguieron desempeñaron un papel crucial en el desarrollo de la economía española, a la que aportaron capital y mayor inserción en la economía mundial.

Tras la guerra civil española, la política autárquica instaurada en 1939 y seguida fielmente por los primeros gobiernos de Franco, restringió la entrada de capital extranjero. Pero al comienzo de los años cincuenta, las medidas de contención se suavizaron, e incluso en determinados casos y sectores dieron paso a la concesión de algunos incentivos. El Plan de Estabilización y Liberalización de 1959 marcaría un cambio más radical hacia una política de favorecedora de la inversión exterior, de cuya necesidad existían pocas dudas. Como consecuencia de este giro de las autoridades económicas, la inversión exterior recibida en el territorio nacional aumentó durante los decenios de 1960 y 1970. Aun así, antes de la entrada en la CEE, España no se distinguía por una gran importancia de los flujos de IED recibida sobre el PIB; no superaba a Alemania, Francia, o Italia, todos ellos, por otra parte, lejos del Reino Unido en este aspecto. El importe de los fondos recibidos en los primeros años del decenio de 1980 fue del 0,7 por 100 del PIB, únicamente algo superior al que deja como promedio el decenio de 1960, 0,5 por 100. Solo la cercanía de la incorporación a la Unión Europea y su posterior integración en ella hicieron crecer de forma significativa ese porcentaje, que ascendía al 1,3 por 100 en el momento de la adhesión. Al final del decenio de 1980, el capital extranjero controlaba ya el 33 por 100 de las manufacturas españolas, y en 1995, el *stock* de inversión que había acumulado en España suponía nada menos que un 3 por 100 del *stock* de inversión mundial. En sólo diez años, este porcentaje había ascendido 2,1 puntos, desde el 0,9 en 1985. Con relación al PIB español, ese *stock* había pasado del 4,9 por 100 al 17,2 por 100 en esa década prodigiosa.

Los efectos de esta entrada de capital en la economía española han recibido bastante atención de los analistas desde el decenio de 1970, debiendo destacarse los primeros trabajos de Oscar Bajo. Los resultados de la mayor parte de los análisis disponibles se estudian en el libro dirigido por Rafael Myro y coordinado por María Elisa Álvarez titulado *España en la inversión directa internacional* (Instituto de Estudios Económicos, 2014). De su examen, se concluye que el capital extranjero recibido por España

LA GUERRA COMERCIAL Y TECNOLÓGICA DE EE.UU. CON CHINA DEJA TRASLUCIR EL MALESTAR DE OCCIDENTE CON LA GLOBALIZACIÓN, SUS EFECTOS NEGATIVOS SOBRE EL EMPLEO Y LA DESIGUALDAD EN LA DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA

**EL ESCENARIO
INTERNACIONAL ES
HOY MUY INCIERTO
Y CAMINA HACIA LA
FRAGMENTACIÓN
INTERNACIONAL
EN BLOQUES,
OFRECIENDO
POCA BASE PARA
LA EXPANSIÓN
DE LAS EMN, QUE
SE MANTIENEN
EXPECTANTES,
TRATANDO DE
REDEFINIR SUS
ESTRATEGIAS**

ha ejercido un impacto favorable sobre el crecimiento de la economía española, estimulando el aumento del PIB y del empleo y el de la productividad del trabajo, tanto a través de las externalidades tecnológicas sobre las empresas nacionales, como del incremento de la competencia en los mercados. Así mismo, ha impulsado la exportación y la inversión en el exterior, actividades que deben atribuírsele en porcentajes elevados, cercanos al 35 por 100 en ambos casos. La contrapartida de este efecto positivo ha sido una contribución al saldo de la cuenta corriente y de capital negativa, que se debe a los pagos exteriores por rentas y tecnología, dado que las filiales extranjeras exportan más que importan.

En 2021, el peso del capital extranjero en España representaba el 1,8 por 100 del total mundial (8 por 100 del total de la eurozona), y en términos del PIB alcanzaba el 57,9 por 100, un porcentaje mayor a los de Francia o Alemania. En los dos últimos años, 2022 y 2023, la IED recibida por España ha registrado aumentos significativos, con una media de 40.000 millones de euros por año, mientras que la inversión global ha decaído. Adicionalmente, la información sobre nuevos proyectos de inversión parece asegurar que España acrecentará sus atractivos para el capital extranjero en los próximos años.

A la pregunta de cuáles son esos atractivos de que ha gozado España para atraer a EMN también se ha dado respuesta a través de múltiples análisis. De forma resumida pueden señalarse los siguientes: la elevada dimensión del mercado y su alto crecimiento real y potencial, la buena dotación de infraestructuras y de capital humano y la estabilidad macroeconómica. La integración en la Unión Europea ha ejercido también, como ya se ha señalado, un gran impacto favorable, fundamentalmente en la inversión de los socios comunitarios de España, que han tendido a reestructurar sus producciones en el espacio común europeo. Por el contrario, los desequilibrios macroeconómicos han tendido a disuadir a los inversores extranjeros, como también los elevados niveles del impuesto sobre sociedades y las barreras administrativas para hacer negocios.

Si nos movemos ahora hacia la esfera de la inversión realizada por las empresas españolas en el exterior, debe comenzarse señalando que poseía una cuantía muy reducida hasta la entrada de España en la Unión Europea, y por tanto, que posee una historia reciente, aunque sin duda sorprendente.

En el momento de la adhesión a la CEE (Unión Europea), en 1985, la inversión de las empresas españolas en otros países a través de filiales productivas movía un volumen total de capital acumulado equivalente al 2,5 por 100 del PIB, representando al 0,5 del *stock* de IED mundial. Diez años después, en 1995, las cifras correspondientes seguían siendo muy bajas, de 5,7 por 100 y de 0,9 por 100, respectivamente. Como se había producido un gran salto en la inversión recibida del exterior, España aparecía en 1995 como un país receptor neto de inversiones por una gran cuantía, recibiendo un 3 por 100 del *stock* mundial y dando salida al exterior a sólo un 0,9 por 100 de éste. En términos de la *senda de desarrollo* que tanto Stephen H. Hymer como John H. Dunning definieron, España era un país en desarrollo. Recibía inversiones pero sus empresas apenas eran capaces de invertir fuera.

Pues bien, este panorama sufrió un vuelco radical durante la década posterior, cuando la inversión española en el exterior creció de tal manera que cuadruplicó su peso en la de la eurozona, y alcanzó un valor acumulado del 2,5 por 100 del total mundial en 2005, equivalente al 26, 5 por 100 del PIB español, estrechando el margen de diferencia con la inversión recibida, en un movimiento típico de avance en *la senda de desarrollo*, propio de país desarrollado. El mundo se hacía global y resultaba obligado participar en el proceso en marcha, so pena de sucumbir a las fuerzas de la competencia. También Alemania, Francia e Italia participaron en este proceso expansivo pero no con tanta fuerza, en buena medida porque partían de una experiencia exterior más amplia y consolidada.

En efecto, en el escenario de intensa globalización que se crea desde el final de 1980 hasta 2007, las empresas españolas más relevantes, emulando al resto de las grandes firmas europeas, resolvieron hacerse globales a fin de aprovechar sus ventajas competitivas o de acrecentarlas; una apasionante aventura en la que fueron acompañadas por las empresas de capital extranjero y en la que han conseguido elevadas rentabilidades. Este proceso fue capitaneado por las compañías de mayor dimensión, un restringido grupo de entre aquellas que ya habían liderado el ascenso de la exportación española desde mediado el decenio de 1980, despuntando por su alta productividad y bajos costes unitarios respecto a las empresas que operaban en mercados domésticos. De ahí la coincidencia entre los sectores manufactureros clave en la exportación y en la inversión directa en el exterior: alimentos, material de transporte, química y metalurgia. Todos ellos poseen grandes economías de escala de empresa con relación a las economías de escala de planta y absorben una buena parte de la IED mundial.

ESPAÑA NO HA SIDO AJENA A LA DINÁMICA DESCRITA DE LAS EMN. POR EL CONTRARIO, HA DESEMPEÑADO EN ELLA UN PAPEL DE PRIMER ORDEN, A PESAR DE SU REDUCIDO TAMAÑO RELATIVO

**EL PLAN DE
ESTABILIZACIÓN Y
LIBERALIZACIÓN DE
1959 MARCARÍA UN
CAMBIO MÁS RADICAL
HACIA UNA POLÍTICA
DE FAVORECEDORA
DE LA INVERSIÓN
EXTERIOR, DE CUYA
NECESIDAD EXISTÍAN
POCAS DUDAS**

La crisis financiera, primero y la derivada de la pandemia del coronavirus después, dos etapas recesivas, que han afectado intensamente a España, marcaron el inicio de una trayectoria evolutiva más moderada en la última década, incluso de menos empuje que en nuestros socios comunitarios, de forma que hoy el peso del *stock* de capital acumulado por las empresas españolas en el exterior supone el 1,4 por 100 del *stock* mundial y equivale al 40 por 100 del PIB en valor. Son nada más y nada menos que casi 10.000 empresas las involucradas en esta formidable y exitosa aventura que no recibe la atención que merece de analistas y políticos, quizá porque los beneficios de tales inversiones para la economía española son más difíciles de percibir, aun cuando existe evidencia de que son positivos, o porque erróneamente se cree que es sobre todo la obra de un puñado de grandes empresas.

Para analizar todas estas cuestiones, los flujos de capital del España con el mundo, la inversión recibida del exterior y la realizada en otros países por las multinacionales españolas, las características y la importancia económica de éstas, sus perspectivas de futuro y otros aspectos más específicos, como la importancia que adquiere el *reshoring* hoy o la respuesta que han ofrecido a la guerra en Ucrania, hemos reunido en este número 182 de *Papeles de Economía Española* diez artículos, cuyo contenido presentamos al lector a continuación, de forma breve.

El número se abre con una perspectiva general, una visión amplia de los flujos de capital de España con el resto del mundo, obra de **Oscar Bajo Rubio**. Este autor inicia su trabajo con una breve valoración de la integración financiera que ha acompañado a la globalización económica y ha tendido a frenarse con su ralentización, sin que sus beneficios netos resulten claros para los países en desarrollo, al margen de la existencia de condiciones favorables previas. En todo caso, estarían principalmente asociados a movimientos de largo plazo, en particular a los de inversión exterior directa. A continuación, analiza la evolución de los flujos de capital en España, mostrando que los periodos de mayor crecimiento económico han sido aquellos caracterizados por unas mayores entradas de capitales exteriores, que han complementado el ahorro interno: el período 1850-1890, las décadas de 1920 y 1960, o los años posteriores a la incorporación de España a la actual UE en 1986. Las autoridades económicas habrían favorecido este proceso, abriendo muy pronto y de forma notable la economía española al capital exterior. Finalmente, el autor estudia la inversión directa exterior recibida y emitida por España, remontándose en el caso de la primera hasta 1980, cuando recibió su primer gran impul-

so, y señalando su mayor estabilidad en el tiempo. A continuación valora sus efectos positivos sobre la economía española a partir de diversos trabajos, propios y ajenos.

Un segundo trabajo, realizado por **Andrés García**, inicia un breve bloque dedicado a la inversión directa recibida, aunque su autor lo comienza ofreciendo un panorama de la IED recibida y emitida por España desde 1990, un país que contaba con uno de los marcos regulatorios más abiertos de la OCDE hasta 2020, cuando, al igual que en otros países europeos, se suspendió el régimen de libertad de inversiones para países de fuera de la UE y de la AELC. A continuación, tras advertir de la dificultad del análisis por discrepancias entre las fuentes estadísticas disponibles sobre inversión extranjera, el autor analiza la inversión recibida por España, en la que han desempeñado un gran papel las fusiones y adquisiciones, su distribución sectorial, con predominio del sector servicios, y el origen geográfico de los inversores, en el que destacan las economías desarrolladas, con una pérdida de peso de las europeas (y aun más de la UE) en beneficio de las de EE. UU., Asia y América Latina. El trabajo se detiene a continuación en el examen del *stock* de IED recibida, que ha aumentado su peso sobre el PIB nada menos que un 18 por 100 desde 2007, y en sus importantes efectos directos sobre el empleo: más de 700.000 puestos de trabajos creados desde el final de la crisis financiera (60 por 100 de aumento de 2014 a 2022), sobre todo por las grandes corporaciones multinacionales cuya casa matriz se encuentra en los grandes países de la UE, EE.UU y Japón. El artículo se cierra con la valoración de las perspectivas de futuro para la IED recibida por España, que son muy halagüeñas si se tiene en cuenta que nuestro país ha captado el 3,8 por 100 del total de proyectos *greenfield* anunciados globalmente desde 2013. Los Fondos *Next Generation EU* son un importante factor de atractivo, y 2023 ha resultado ser un año clave, con la captación de un 5,4 por 100 del total de los proyectos anunciados internacionalmente, cifra sólo superada por EE. UU., China y Reino Unido.

El siguiente trabajo, el tercero en el orden del monográfico, completa la mirada a la IED ofrecida en el trabajo anterior. Tras resaltar el buen comportamiento comparado de la IED recibida por España desde la pandemia, sus autores, **Iván Andrino-López, Irina Balteanu, Esther López-Espinosa, César Martín-Machuca y Olga Matos-Celemín**, valoran cómo puede verse afectada su evolución futura por el actual marco internacional de elevada incertidumbre y multiplica-

AL FINAL DEL DECENIO DE 1980, EL CAPITAL EXTRANJERO CONTROLABA EL 33 POR 100 DE LAS MANUFACTURAS ESPAÑOLAS, Y EN 1995, EL STOCK DE INVERSIÓN QUE HABÍA ACUMULADO EN ESPAÑA SUPONÍA UN 3 POR 100 DEL STOCK DE INVERSIÓN MUNDIAL. EN SÓLO DIEZ AÑOS, ESTE PORCENTAJE HABÍA ASCENDIDO 2,1 PUNTOS, DESDE EL 0,9 EN 1985

EL CAPITAL
EXTRANJERO
RECIBIDO POR
ESPAÑA HA EJERCIDO
UN IMPACTO
FAVORABLE SOBRE
EL CRECIMIENTO
DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA,
ESTIMULANDO EL
AUMENTO DEL PIB Y
DEL EMPLEO Y EL DE
LA PRODUCTIVIDAD
DEL TRABAJO, A
TRAVÉS DE LAS
EXTERNALIDADES
TECNOLÓGICAS
SOBRE LAS EMPRESAS
NACIONALES Y DEL
INCREMENTO DE LA
COMPETENCIA EN
LOS MERCADOS

ción de riesgos, prestando atención sobre todo al de la fragmentación económica y al efecto de las nuevas políticas industriales, que buscan favorecer la inversión doméstica frente a la inversión internacional. Para realizar su análisis, los citados autores construyen originales indicadores de exposición geopolítica de la IED proveniente del exterior, utilizando medidas de «distancia» geopolítica entre España y los países emisores de la IED y datos bilaterales de *stocks* de IED elaborados por el Banco de España, siguiendo el principio direccional y el criterio de inversor último, tanto en términos agregados, como por actividades económicas. Los resultados que obtienen muestran que la composición geográfica de la IED en España contribuiría a mitigar el impacto negativo de un eventual escenario de fragmentación geopolítica, ya que los países cercanos geopolíticamente, como los miembros de la UE, los EE. UU. y el Reino Unido, acumulan gran parte de los *stocks* de inversión exterior que acumula nuestro país. Además, esta posición se ha visto reforzada tras la pandemia. Asimismo, la reorientación de la IED recibida por España a favor de países emisores afines ha sido mayor en los sectores de carácter estratégico. Como consecuencia, cabe prever que España se seguirá configurando en el futuro como un destino atractivo para la inversión directa. Avalan esta perspectiva, tanto el hecho de que nuestro país haya sido uno de los principales destinos internacionales de los nuevos proyectos de IED (*greenfield investment*) en los últimos diez años, como la evidencia empírica reciente, que apunta a que las economías europeas se están beneficiando parcialmente de la reorientación de la IED de EE. UU. en detrimento de China, en particular en industrias de carácter estratégico.

El trabajo que se recoge a continuación, el número cuatro, está firmado por **Rafael Myro, M.^a Elisa Álvarez y Josefa Vega**, y abre el bloque dedicado a la inversión de las empresas españolas en el exterior, que alcanza actualmente un valor equivalente al 40 por 100 del PIB y al 1,4 por 100 del *stock* de inversión mundial. Los autores comienzan describiendo su trayectoria evolutiva, que resulta extraordinaria en términos comparados con las grandes economías europeas durante el período de hiperglobalización de la economía mundial y se transforma en moderada a partir de la finalización de ese singular período, con la crisis financiera de 2008. A continuación, examinan las características y rasgos de las empresas que han protagonizado la implantación de filiales productivas en otros países, en términos de tamaño, sector de pertenencia y destino geográfico elegido, así como de rentabilidad obtenida. De este examen, se desprende una imagen de elevada competitividad de las empresas españolas

que invierten en el exterior, cuyo número total excede ya la cifra de 10.000, con predominio de medianas y pequeñas, que aprendieron e imitaron la experiencia inicial de las más grandes, entre las que se cuentan no pocas filiales de empresas multinacionales ubicadas en España. Finalmente, analizan los factores determinantes de la ola inversora inicial, que recibieron pronto mucha atención de los investigadores, y las causas de la moderación posterior, que apenas han recibido atención de los estudiosos, hecho que resulta sorprendente. La especial intensidad de las últimas crisis en España y la situación crítica de algunas áreas tradicionales de inversión, como América Latina serían las principales claves explicativas. En todo caso, la evolución registrada en 2022 y 2023 puede sustentar la expectativa de una nueva etapa de expansión.

El quinto trabajo incluido en el monográfico es obra de **José Juan Ruiz** y también se refiere a la inversión de las empresas españolas en el exterior, aunque ofrece perfiles interpretativos propios acerca de sus fines y determinantes. El autor busca contrarrestar lo que considera un relato extendido en determinados círculos oficiales, según el cual el primer proceso de internacionalización de las empresas españolas sería una mera respuesta a las oportunidades surgidas puntualmente en América Latina tras la apertura exterior y la reestructuración económica que siguieron a la Década Perdida. Las empresas habrían aprovechado esa oportunidad, apoyándose en la financiación barata que produjo la incorporación a la Comunidad Económica Europea. Sin embargo, la crisis de convertibilidad argentina habría alentado de los riesgos de la inversión en países de desarrollo y ralentizado las inversiones. Para rebatir esta interpretación, el autor muestra que el ciclo inversor español está más ligado al ciclo de la inversión internacional que al latinoamericano, y que su fase más expansiva se encuentra precisamente después de la crisis argentina. En realidad, la inversión de las empresas españolas no sólo creció con el inicio del actual siglo, sino que se diversificó a un creciente número de países. A partir de aquí, el autor analiza diferentes patrones de inversión según áreas geográficas, considerando también las importaciones y exportaciones de bienes. Así, mientras en la UE, las inversiones son complementarias del comercio, en otros países desarrollados, como EE. UU. y el Reino Unido, no es así, ni tampoco lo es en América Latina. El autor también combate la narrativa frecuente de que la inversión exterior la han hecho las grandes empresas de los sectores de energía, banca, seguros y construcción, mostrando que un elevado porcentaje de los inversores en el exterior tienen patrimonios inferiores a 100 millones de euros y se ubican en

EN 2021, EL PESO DEL CAPITAL EXTRANJERO EN ESPAÑA REPRESENTABA EL 1,8 POR 100 DEL TOTAL MUNDIAL (8 POR 100 DEL TOTAL DE LA EUROZONA), Y EN TÉRMINOS DEL PIB ALCANZABA EL 57,9 POR 100, UN PORCENTAJE MAYOR A LOS DE FRANCIA O ALEMANIA

EN EL ESCENARIO
DE INTENSA
GLOBALIZACIÓN
QUE SE CREA DESDE
EL FINAL DE 1980
Y HASTA 2007,
LAS EMPRESAS
ESPAÑOLAS MÁS
RELEVANTES
RESOLVIERON
HACERSE
GLOBALES A FIN
DE APROVECHAR
SUS VENTAJAS
COMPETITIVAS O DE
ACRECENTARLAS;
UNA APASIONANTE
AVENTURA EN
LA QUE FUERON
ACOMPAÑADAS POR
LAS EMPRESAS DE
CAPITAL EXTRANJERO
Y EN LA QUE HAN
CONSEGUIDO
ELEVADAS
RENTABILIDADES

todos los sectores de actividad. Finalmente, aborda un análisis de la creación de valor neto lograda, comparando la rentabilidad obtenida con el coste del capital, concluyendo que la inversión exterior española ha creado valor en todos los bloques económicos.

El sexto trabajo es de **Ana de Vicente Lanchó** y se refiere a la inversión de las empresas españolas en África, un gran territorio apenas explorado que se presenta como gran oportunidad. Tratando de aprovecharla, las empresas españolas han doblado el *stock* de inversión en ese continente en los últimos quince años, dirigiéndose sobre todo a la extracción de combustibles fósiles, pero también a diversos sectores de servicios y algunos industriales como la fabricación de productos no metálicos o los automóviles, eligiendo como destinos preferentes Marruecos o Argelia, que concentran el 50 por 100 del *stock*. La inversión en África tiene un enorme potencial porque representa un porcentaje muy reducido de la realizada por las empresas españolas en el mundo, algo más del 1 por 100, a pesar de lo cual España figura entre los 12 mayores inversores entre 2018 y 2023, grupo que encabeza EE. UU. Francia, Reino Unido, Alemania y China. Tras este primer análisis, la autora de este trabajo señala los factores que limitan la inversión española en este continente, destacando un entorno poco competitivo para realizar negocios, la escasez de acuerdos de promoción y protección recíproca de las inversiones exteriores y el elevado nivel de riesgo, que parece ser frecuentemente sobrevalorado por la empresa española. Tampoco parece valorarse adecuadamente la alta rentabilidad obtenida. Para finalizar, la autora señala un abundante conjunto de razones por las que cabe esperar una expansión de las inversiones españolas, entre las que destacan los procesos de *nearshoring*, como consecuencia de la fragmentación geopolítica, la ratificación y entrada en vigor de la *African Continental Free Trade Area* y la creación de la *Global Gateway* de la Unión Europea.

El último bloque de artículos de este número de *Papeles de Economía Española* se dedica a las empresas multinacionales españolas y su financiación y se inicia con un trabajo de **Marisa Ramírez-Alesón, Nuria Alcalde-Fradejas y Manuel Espitia-Escuer**, el séptimo en el orden del número monográfico, que trata de caracterizarlas y profundizar en su capacidad para crear valor. El punto de partida es la constatación que la inversión exterior está concentrada en un grupo relativamente reducido de EMN. Pues bien, los autores miden el grado de internacionalización que poseen éstas, tanto en términos de mercados de implantación, que indica su amplitud, como de actividad y filiales, que valora su profundidad. Mediante un extenso

trabajo estadístico, utilizando la base de datos Orbis, identifican 848 EMN activas con sede en España y con al menos una filial extranjera en el año 2022, que acaparan un total de 37.255 filiales, de las cuales 16.447 filiales están presentes en 163 mercados internacionales repartidos por todo el mundo. Su composición es muy heterogénea, en número de filiales (entre 1 y 800) y en mercados de implantación (de 1 a 77), de forma que sólo hay 37 EMN que acumulen más de 100 filiales en el exterior. También existen muchas diferencias por sectores, destacando claramente tres sectores, en los que la presencia de EMN con más de 6 filiales supera el 50 por 100, energía, información y comunicaciones y servicios financieros. Cuando la unidad de análisis es el mercado de destino, Portugal es el país con mayor presencia de EMN españolas (359), seguido de México (288) y Estados Unidos (286). Le siguen en importancia los países europeos y del Resto de América. A continuación, los autores buscan calcular la creación de valor de las empresas y su distribución entre accionistas y otros *stakeholders*. Su reparto es muy parecido al que se deduce de la Central de Balances del Banco de España para los grupos consolidados no financieros. Al aumentar el grado de multinacionalización, disminuye el peso de las rentas laborales en la distribución de las rentas totales obtenidas por las empresas, y aumenta el del resto de conceptos (gastos financieros, impuestos, depreciación y amortización, y beneficio neto). Por tanto, cuanto mayor es el número de filiales en el extranjero, menores son los costes laborales unitarios. Los autores cierran el trabajo con un análisis de la distribución del VAB en el período de la pandemia (2018-2022), constatando la relativa pérdida de peso de las rentas laborales.

José Pla-Barber, Andrea Pallás-Rocafull y Ana Botella-Andreu son los autores del siguiente artículo, octavo del monográfico, que estudia la regionalización de las cadenas de valor de las empresas españolas en respuesta al incierto y complejo escenario internacional que se ha creado en los últimos años. Las empresas podrían buscar una configuración de cadenas con menos eslabones, más cortas y flexibles, sacrificando eficiencia productiva a cambio de mejoras en la seguridad del suministro. Una posibilidad es relocalizarse en el país de origen o en países próximos (*backshoring* o *nearshoring*). Tras ofrecer un rico marco conceptual sobre este asunto, en el que se distinguen diferentes formas de *reshoring* según la parte del proceso productivo a la que afecta, su relación con la inversión exterior previa y el país elegido como nuevo destino, los autores se detienen sobre los posibles motivos de cada estrategia y los factores externos que influyen en su adopción, como la sostenibilidad, la difusión de las tecnologías

SON CASI 10.000 EMPRESAS LAS INVOLUCRADAS EN ESTA FORMIDABLE Y EXITOSA AVENTURA QUE NO RECIBE LA ATENCIÓN QUE MERECE DE ANALISTAS Y POLÍTICOS, QUIZÁ PORQUE LOS BENEFICIOS DE TALES INVERSIONES PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SON MÁS DIFÍCILES DE PERCIBIR O PORQUE ERRÓNEAMENTE SE CREE QUE ES SOBRE TODO LA OBRA DE UN PUÑADO DE GRANDES EMPRESAS

4.0 o las acciones e incentivos gubernamentales. También estudian las diferencias entre el comportamiento de las empresas en función de determinadas características, tamaño o actividad productiva, teniendo en cuenta que el *reshoring* es un proceso que reviste una gran complejidad. Así mismo, examinan sus efectos sobre la eficiencia y resiliencia, resaltando el del aprendizaje organizativo. Finalmente, el trabajo reseñado presenta un análisis empírico basado en 240 empresas manufactureras que han contestado a un cuestionario específico y de las que se puede extraer información adicional de las bases de datos disponibles. El resultado obtenido es que la mayor parte de las empresas no han realizado actividades de relocalización y las que lo han hecho han relocalizado la compra de productos intermedios o materias primas, y pertenecen sobre todo a los sectores tradicionales. En los avanzados predominó más la relocalización de actividades productivas. Las actividades con mayor valor añadido se relocalizaron en España, internalizándose en la empresa original, mientras que las de compras de materiales y materias primas se reorientaron hacia toda Europa. El principal motivo de la estrategia implementada ha sido el de mejorar la resiliencia de la cadena de valor y su sostenibilidad.

El penúltimo de los trabajos incluidos, elaborado por **Esteban García-Canal** y **Raquel García-García**, examina la respuesta proporcionada por las empresas multinacionales que contaban con posiciones abiertas en el mercado ruso antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, el 24 de febrero de 2022. La desinversión reputacional se justifica sobre la base del creciente escrutinio al que se ven sometidas las empresas multinacionales por parte de la sociedad y grupos de interés específicos con los que interactúan. En su respuesta al conflicto entre Rusia y Ucrania, del total de 3.837 empresas extranjeras incluidas en la base del KSE Institute, 390 habían abandonado el país, 1.225 habían suspendido las operaciones en territorio ruso y/o estaban explorando opciones de salida de dicho mercado. Los principales factores que han influido en el abandono del territorio ruso son el grado de desarrollo y progreso social del país de origen y la mayor dimensión del negocio de la empresa en Rusia, así como su mayor visibilidad. Por otra parte, el análisis *probit* de la desinversión reputacional confirma que es más infrecuente en países alineados con Rusia y más común en países con un alto nivel de desarrollo, aproximado a través del PIB per cápita del país de origen. Con referencia a las empresas españolas, Rusia es el país donde más desinversiones se han producido durante los años 2022 y 2023 en términos absolutos, y también es el país donde más desinversiones se han producido en términos relativos, si comparamos

el valor de la desinversión con el *stock* previo. El caso de *Inditex* es paradigmático del tipo de empresas que abandonaron Rusia, porque por su tamaño y visibilidad, fue una de las primeras en reaccionar ante la invasión.

El monográfico de *Papeles de Economía Española* dedicado a la IED y a las multinacionales españolas, el número 181 de la revista, se cierra con un artículo de diferente índole a los restantes escrito por **José Luis Curbelo** y **Raúl Moreno**. Narra la trayectoria innovadora, las actividades y los planes de la empresa pública COFIDES, nacida en 1988 para financiar la inversión de las empresas españolas en los países en desarrollo, principalmente en América Latina, y convertida hoy en un Fondo Sobrano Español *de facto*, incorporado en 2020 a la International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFS WF), con un volumen de activos por valor de 6.000 millones de euros. Entre sus diversos objetivos destacan, tanto la financiación de la internacionalización de las empresas españolas en cualquier parte del mundo, cuanto la atracción de capital extranjero a España, favoreciendo la toma de posiciones de las empresas extranjeras en compañías españolas que contribuyan a la transformación verde y digital, a través de un recién creado Fondo de Coinversión (FOCO) que cuenta con 2.000 millones de euros provenientes del plan *Next Generation* de la UE. Todas las inversiones de COFIDES están alineadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), aprobados por la Asamblea General de Naciones Unidas en septiembre de 2015, y aspiran a contribuir positivamente a su consecución. COFIDES contempla los ODS como un llamamiento a la adopción de medidas para poner fin a la pobreza, proteger el planeta, erradicar la discriminación y asegurar la prosperidad compartida. La transformación experimentada por COFIDES ha seguido pautas comunes a las de las instituciones de fomento financiero público (IFFP) de otros países, que también han buscado redefinir sus actuaciones para afrontar mejor el escenario económico surgido de la guerra comercial y tecnológica, la pandemia y la invasión de Ucrania por Rusia.

COLABORACIONES

I. PERSPECTIVA GENERAL

Resumen

En este artículo se analiza el papel de los movimientos de capitales en la economía española, con un especial énfasis en la inversión directa, desde un punto de vista macroeconómico. Se ofrece un panorama general sobre la evolución de los movimientos de capitales en los últimos años y su relación con la globalización, para examinar a continuación el caso específico de la economía española. Por último, se analiza el papel desempeñado por la inversión directa, tanto la recibida como la emitida, en la evolución de la economía española.

Palabras clave: movimientos de capitales, inversión directa, economía española.

Abstract

In this paper, we analyse the role of capital movements in the Spanish economy, with a special emphasis on direct investment, from a macroeconomic point of view. We offer a general overview of the evolution of capital movements in last years and its relationship with globalization, to examine next the specific case of the Spanish economy. Finally, we study the role played by direct investment, both received and issued, in the evolution of the Spanish economy.

Keywords: capital movements, direct investment, Spanish economy.

JEL classification: F21, F36, F41.

MOVIMIENTOS DE CAPITALES E INVERSIÓN DIRECTA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: UNA PERSPECTIVA MACROECONÓMICA (*)

Oscar BAJO RUBIO

Universidad de Castilla-La Mancha

A la memoria de Angel Torres, que me introdujo en el análisis de la inversión directa

I. INTRODUCCIÓN

LOS movimientos de capitales, esto es, las transacciones internacionales de activos financieros, adquieren una importancia de primer orden en la actual configuración de la economía mundial. Y dentro de los movimientos de capitales, la inversión directa, esto es, aquellas operaciones encaminadas a controlar o ejercer un grado significativo de influencia sobre la gestión de una empresa que opera en un país diferente al del inversor, constituye su componente más relevante desde el punto de vista económico. La inversión directa se lleva a cabo por las empresas multinacionales, que constituyen un agente sumamente poderoso en el funcionamiento de la economía mundial. Los movimientos internacionales de capitales desempeñaron un papel de gran relevancia en la primera globalización que habría culminado en 1914 (Baldwin y Martin, 1999), si bien las turbulencias asociadas con la Primera Guerra Mundial y la posterior Gran Depresión limitaron su importancia en los años subsiguientes.

Los movimientos de capitales se registran en la cuenta financiera de la balanza de pagos, la

cual se elabora de acuerdo con las normas establecidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su *Manual de balanza de pagos*, actualmente en su sexta edición. A su vez, dentro de la cuenta financiera se distinguen cinco categorías funcionales (véase Fondo Monetario Internacional, 2009, pp. 142 y ss.):

- Inversión directa, caracterizada porque un inversionista residente en una economía ejerce el control o un grado significativo de influencia sobre la gestión de una empresa residente en otra economía.
- Inversión de cartera, definida como las transacciones y posiciones transfronterizas que implican títulos de deuda o de participación en el capital, distintos de los incluidos en la inversión directa o los activos de reserva.
- Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra de acciones por parte de empleados, que engloba las transacciones de instrumentos financieros derivados como opciones, compraventas de activos financieros a futuros, etc.

d) Otra inversión, una categoría residual que incluye básicamente las operaciones de préstamos y créditos comerciales o financieros y los depósitos en entidades financieras.

e) Variación de reservas, que recoge los incrementos netos de moneda extranjera, oro, o derechos especiales de giro, es decir, los activos externos de que disponen las autoridades monetarias para el financiamiento de la balanza de pagos, la intervención en los mercados cambiarios y otros fines conexos.

En este artículo se analiza el papel de los movimientos de capitales en la economía española, con un especial énfasis en la inversión directa, desde un punto de vista macroeconómico. En la sección dos se ofrece un panorama general sobre la evolución de los movimientos de capitales en los últimos años y su relación con la globalización, para examinar a continuación en la sección tres el caso específico de la economía española. El papel desempeñado por la inversión directa, tanto la recibida como la emitida, en la evolución de la economía española se estudia en la sección cuatro. Por último, las principales conclusiones se recogen en la sección cinco.

II. GLOBALIZACIÓN Y MOVIMIENTOS DE CAPITALES

La denominada «globalización» constituye el principal fenómeno que caracteriza la evolución de la economía mundial en los últimos años. La globalización puede definirse como el proceso por el que los mercados se liberalizan y se hacen más internacionales, perdiendo sus

peculiaridades nacionales y locales; en este sentido, la globalización equivaldría a una creciente integración económica. Detrás de esta evolución se encontrarían dos causas fundamentales (Myro, 2003): por una parte, los desarrollos tecnológicos que se han traducido en una reducción de los costes de transporte y comunicaciones, lo que facilitaría la movilidad de bienes, servicios, capitales y personas; y, por otra parte, una apuesta política por parte de la mayoría de los Gobiernos en favor de una creciente liberalización de los movimientos de bienes, servicios y capitales (pero no tanto de personas), a nivel tanto nacional como internacional. Una visión general y detallada de los principales aspectos de la globalización se presenta en Rodrik (2011).

Inicialmente, la globalización se manifestó a través de la eliminación de las barreras a las transacciones de bienes y servicios. Ello se justificó en términos de la teoría de la ventaja comparativa, que establece que un país debería exportar los bienes que produce con una mayor eficiencia relativa, e importar los que produce con una menor eficiencia relativa; lo que se traduciría en un mayor bienestar para dicho país, en comparación con una situación de autarquía. Si bien el argumento reconoce la posibilidad de que algunas personas puedan ganar y otras perder a consecuencia del comercio, el principio general seguiría siendo válido en la medida en que los ganadores pudieran compensar a los perdedores.

En cualquier caso, y desde un punto de vista empírico, la afirmación de que una mayor apertura al comercio internacional de bienes y servicios se traduce en un mayor crecimiento eco-

nómico de los países está lejos de ser inequívoca. En particular, como señalan Rodríguez y Rodrik (2001) en un influyente trabajo, dependería de si las fuerzas de la ventaja comparativa hacen que los recursos de la economía se asignen a actividades que generan crecimiento a largo plazo (a través de externalidades de los gastos en I+D, expandiendo la variedad de los productos, o mejorando su calidad), o bien los desvían de dichas actividades. Más aún, como señala Rodrik (2018), a medida que se extiende la liberalización comercial, los efectos redistributivos son cada vez mayores y tienden a compensar las ganancias del comercio; lo cual, unido a las dificultades en la práctica para compensar a aquellas personas perjudicadas, limita considerablemente la validez del argumento.

Sin embargo, con posterioridad la globalización se ha caracterizado por el énfasis en la liberalización de los movimientos de capitales, esto es, lo que se ha dado en llamar la globalización financiera. Al igual que ocurría con la globalización comercial, la literatura teórica ha señalado, fundamentalmente, tres beneficios potenciales asociados con la globalización financiera (Wei, 2018):

- 1) Tiende a igualar el coste del capital entre países, lo cual llevaría a un aumento de la inversión en aquellos países donde aquél disminuye, y a su vez favorecería el crecimiento. En la medida en que los rendimientos del capital son mayores en los países pobres en capital, este efecto debería traducirse en flujos de capital desde los países ricos en capital a los países pobres.
- 2) Favorece la capacidad de compartir el riesgo, lo que

tendería a reducir la sensibilidad del consumo a las fluctuaciones del nivel de producción; en otras palabras, facilitaría la suavización del gasto de consumo a lo largo del tiempo en respuesta a la aparición de perturbaciones, evitando fluctuaciones excesivas del mismo.

- 3) Fomenta una mayor disciplina de las políticas macroeconómicas, evitando la aparición de malas prácticas en la elaboración de dichas políticas, especialmente en el caso de los países en desarrollo.

Tras la Segunda Guerra Mundial, el consenso subyacente al orden económico internacional asociado con los Acuerdos de Bretton Woods se basaba en favorecer la eliminación de las barreras a los intercambios comerciales, pero no así para las transacciones financieras. El recuerdo de la gran volatilidad financiera del período de entreguerras, junto con el deseo de preservar la autonomía de las políticas macroeconómicas nacionales, dejaron abierta la posibilidad de establecer controles transfronterizos a los flujos de capitales. Pero en los años 1980-1990 este consenso se revirtió, de manera que las principales organizaciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) e incluso la Unión Europea (UE), defendieron la plena liberalización de las transacciones financieras internacionales para los países miembros. Así, en un influyente trabajo, Lane y Milesi-Ferretti (2007) realizaban unas estimaciones de activos y pasivos financieros para 145 países en el período 1970-2004, y documentaban el extraordinario

aumento de la integración financiera internacional a partir de la mitad de los años ochenta. Sin embargo, en una actualización posterior, Lane y Milesi-Ferretti (2018) ampliaban su base de datos incluyendo 212 países hasta 2015, y concluían que el crecimiento de las posiciones internacionales de activos y pasivos en relación al Producto Interior Bruto (PIB) mundial se frenaba en los últimos años tras la crisis financiera global, fundamentalmente por dos motivos: los menores flujos de capitales a y desde las economías avanzadas; y el mayor peso relativo de las economías emergentes en el PIB global, ya que estas poseen unas menores ratios de activos y pasivos exteriores sobre el PIB en relación a las economías avanzadas. Otros factores que se encontrarían detrás de la disminución de los flujos de capitales a nivel internacional con posterioridad a la crisis financiera global, serían las menores perspectivas de crecimiento en los países receptores, y la mayor aversión al riesgo a nivel global (Hannan, 2017).

La evidencia empírica sobre los efectos de una mayor integración financiera, no obstante, está lejos de apoyar de manera inequívoca los beneficios subrayados por la teoría: ni en términos de un mayor crecimiento, una menor volatilidad del consumo, o una mayor disciplina de las políticas macroeconómicas (véanse Kose *et al.*, 2009 o, más recientemente, Wei, 2018). Más aún, desde un punto de vista histórico, hay una elevada correlación entre el grado de movilidad internacional de capitales y la ocurrencia de crisis bancarias, como se muestra en Reinhart y Rogoff (2009).

Entre las razones que explicarían por qué los países, y en especial los emergentes, no se habrían beneficiado de la mayor integración financiera internacional, Wei (2018) destaca: 1) las distorsiones en el mercado financiero interno, que hacen que los recursos no se asignen a las empresas más productivas; 2) las distorsiones en el mercado internacional de capitales, que se traducen en una tendencia a endeudarse en exceso en el mercado internacional, especialmente a corto plazo y en divisas; 3) las distorsiones en el mercado de trabajo interno, que merman los rendimientos del capital y aumentan la probabilidad de una fuga de capitales; y 4) la falta de calidad de la gobernanza pública interna. En el mejor de los casos, para que funcionaran los efectos positivos de la globalización financiera, sería necesario que los países disfrutaran de una serie de condiciones previas, tales como un sector financiero bien desarrollado y supervisado, una buenas instituciones, o unas políticas macroeconómicas rigurosas (Kose *et al.*, 2009); condiciones, sin embargo, que no se dan estrictamente en el mundo real, donde las imperfecciones en el funcionamiento de los mercados son la norma, y no la excepción.

Las conclusiones anteriores, no obstante, deberían matizarse en función de las distintas clases de movimientos de capitales involucrados. No cabe duda de que los movimientos de capitales pueden tener efectos beneficiosos sobre las economías receptoras, tales como contribuir a financiar los déficits de la balanza por cuenta corriente, complementar el ahorro interno, o aportar tecnologías avanzadas del exterior, especialmente necesarias en las primeras etapas de un proceso de industrializa-

ción. Pero estos efectos beneficiosos estarían asociados, sobre todo, con la inversión directa, llevada a cabo con criterios de medio-largo plazo, y no tanto con las otras categorías de los movimientos de capitales, y en especial la inversión de cartera, influidas principalmente por factores coyunturales.

De todas formas, debe tenerse en cuenta que en los últimos tiempos, dada la extensión alcanzada por la globalización financiera, se han agudizado algunos problemas ya existentes en el pasado, pero que en la actualidad podrían ponerse de manifiesto con mucha mayor celeridad. En particular, nos referimos a una serie de posibles efectos adversos desde el punto de vista de la distribución, derivados de la mayor movilidad del factor capital en relación al trabajo (Rodrik, 2018). Así, si los trabajadores no aceptan unas determinadas condiciones de trabajo, las empresas pueden amenazar de manera creíble con localizarse en otro país. Por otra parte, en la medida en que el trabajo es menos móvil que el capital, tenderá a soportar en mayor medida los efectos de las perturbaciones asimétricas que pudieran afectar a un determinado sector. De la misma manera, la mayor movilidad del capital dificulta enormemente la capacidad de los Gobiernos a la hora de recaudar los impuestos sobre el mismo, por lo que al final los impuestos terminan recayendo en mayor medida sobre el consumo o sobre el trabajo, que son mucho menos móviles; aparte de constituir una forma de tributación claramente regresiva.

De hecho, en los últimos años los problemas asociados con la distribución, y en particular la desigualdad de renta y riqueza en la economía mundial, son objeto de una atención creciente, tanto en

los medios académicos como por parte de la sociedad en general, como lo muestra el éxito alcanzado por el ya clásico libro de Piketty (2013). La evolución histórica de la desigualdad, por otra parte, no habría sido uniforme. Así, en un trabajo reciente y en una perspectiva a largo plazo de casi 200 años (1820-2020), Chancel y Piketty (2021) concluyen que la desigualdad global de los niveles de renta ha sido siempre muy elevada, de manera que la participación del 10 por 100 de los más ricos habría sido de entre un 50 y un 60 por 100 de la renta total, mientras que la del 50 por 100 de los más pobres habría sido de entre un 5 y un 10 por 100. Ahora bien, en el período 1820-1910 la desigualdad global habría aumentado, tanto entre países como dentro de los países. Sin embargo, en el período 1910-2020 la desigualdad global se habría estabilizado a un nivel muy alto, si bien entre 1910 y 1980 la desigualdad habría disminuido dentro de los países, pero aumentado entre países, mientras que entre 1980 y 2020 la desigualdad habría aumentado dentro de los países, pero disminuido entre países. Unos resultados en la misma línea se presentan en Milanovic (2024).

Por supuesto, la globalización no es el único factor que se encuentra detrás del aumento de la desigualdad en el interior de los países durante los últimos años. Los avances tecnológicos también han desempeñado un papel importante al favorecer la sustitución del trabajo por capital, favorecida por la reducción del precio relativo de los bienes de capital, así como por la automatización de tareas rutinarias (Dao *et al.*, 2019). En cualquier caso, los problemas planteados por el incremento de la desigualdad en las sociedades actuales, con el consiguiente aumento de la

inseguridad y la reacción frente a nuevos valores culturales, están en la base de la aparición de los movimientos «populistas», en su mayor parte de carácter ultra-conservador y nativista (Bajo-Rubio y Yan, 2019; Rodrik, 2021).

III. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En esta sección examinaremos, brevemente, cómo han afectado los movimientos de capitales a la evolución general de la economía española. El papel de su componente más relevante, la inversión directa, se examina con más detalle en la sección siguiente.

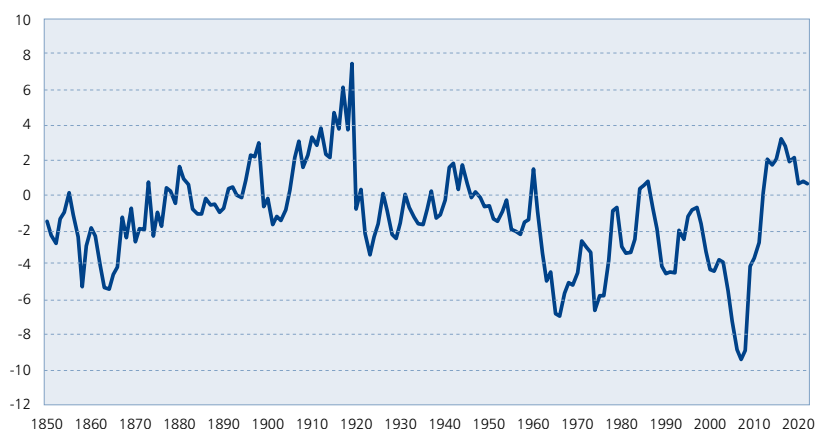
En el gráfico 1 se muestra la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente de la economía española, como proporción del PIB, desde 1850 hasta la actualidad. Como es sabido, el saldo de la balanza por cuenta corriente representa la capacidad (si es positivo) o necesidad (si es negativo) de financiación de la nación; o, lo que es lo mismo, el saldo de los movimientos de capitales (1).

Como puede verse en el gráfico, los años comprendidos entre 1850 y 1890 contemplan una continua sucesión de déficits por cuenta corriente, financiados gracias a unas considerables entradas de capital extranjero. Estas entradas de capitales exteriores fueron fundamentales a la hora de explicar el gran aumento de la inversión de finales del siglo XIX, ya que permitieron adquirir en el exterior materias primas y bienes de capital imprescindibles para el crecimiento de la economía española en aquellos años (Prados de la Escosura, 2020). El saldo de la balanza corriente cambia de signo a partir de

GRÁFICO 1

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE/PIB: ESPAÑA, 1850-2022

En porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de Prados de la Escosura (2017).

1891 y, con algunas excepciones, se mantiene en valores positivos hasta 1919; la consiguiente reducción abrupta de las entradas de capitales del exterior (en forma de parada súbita o *sudden stop*) se tradujo en un freno al crecimiento, pues la inversión tuvo que contar únicamente con el ahorro interno (Prados de la Escosura, 2010). Nótese que estos años coinciden con un incremento del proteccionismo, tanto en España como en el resto de Europa, una tendencia que, en el caso español, no comienza a revertirse hasta finales de los años 1950. El superávit de la balanza por cuenta corriente se incrementa notablemente en los años de la Primera Guerra Mundial, cuando la economía española aprovechó su situación de neutralidad en la contienda, alcanzando un valor máximo de un 7,5 por 100 del PIB en 1919.

Los déficits por cuenta corriente reaparecen en los años 1920 (confirmando la correlación inversa entre saldo de la balanza por cuenta corriente y

crecimiento económico apuntada por Prados de la Escosura), descendiendo posteriormente y tomando incluso valores positivos tras la Guerra Civil, en un contexto de casi absoluto aislamiento de la economía española. No es hasta finales de los años 1950 que los déficits reaparecen, alcanzando niveles considerables a partir de 1962. Estos años contemplan una vuelta a la situación de finales del siglo XIX, con importantes entradas de capitales, impulsadas por la liberalización de las inversiones extranjeras, que constituyeron un factor decisivo a la hora de explicar las elevadas tasas de crecimiento de los años 1960 y primeros 1970. De nuevo, tras la integración de España en lo que hoy es la UE, a finales de los años 1980 vuelven a aparecer importantes déficits por cuenta corriente, en los años en que la economía española comienza a adaptarse ante las perspectivas de una unión monetaria europea mediante la adopción de una estrategia antiinflacionista rigurosa, que es, sin embargo,

puesta en apuros por las entradas de capitales exteriores que financiaban el déficit exterior.

Tras la formación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999, a la que España se incorpora desde el primer momento, los déficits por cuenta corriente se recrudecen. Como señalaron Blanchard y Giavazzi (2002) en un influyente artículo, en la medida en que, ante las perspectivas de la entrada en el euro, los países más pobres de la UEM tendrían mayores tasas de rendimiento (al disminuir el coste del capital y desaparecer el riesgo cambiario), la inversión debería aumentar al tiempo que, debido a las mejores perspectivas de crecimiento, el ahorro debería disminuir. En consecuencia, estos países deberían experimentar mayores déficits por cuenta corriente. De hecho, esto es lo que ocurrió en el caso español, donde el déficit por cuenta corriente alcanzó un máximo de un 9,4 por 100 del PIB en 2007, en vísperas del comienzo de la crisis financiera global. Lo cual a su vez fue consecuencia de una gran reducción de la prima de riesgo y los tipos de interés, con el consiguiente incremento de la inversión, que se materializó en buena parte en el sector de la construcción.

Finalmente, los años subsiguientes a la crisis financiera global se han caracterizado por superávits por cuenta corriente a partir de 2012, si bien bastante reducidos tras la pandemia del COVID-19. En realidad, esta secuencia de acontecimientos demostró que el elevado déficit por cuenta corriente de la economía española reflejaba un patrón de crecimiento desequilibrado acompañado de una pérdida de competitividad de la economía que se manifestaba en una

apreciación del tipo de cambio real. En otras palabras, en una unión monetaria la restricción exterior seguiría existiendo, y la financiación de los desequilibrios exteriores no sería ilimitada (L'Hotellerie-Fallois y Peñalosa, 2006).

En resumen, podemos ver cómo los períodos de mayor crecimiento han sido aquellos caracterizados por unas mayores entradas de capitales exteriores que han complementado el ahorro interno, como fueron el período 1850-1890, las décadas de 1920 y 1960, o los años posteriores a la incorporación de España a la actual UE en 1986. No obstante, ello no debe hacernos olvidar que los desequilibrios acumulados en esas épocas de bonanza llevaban posteriormente a reducciones bruscas de las entradas de capitales exteriores, con los consiguientes procesos de ajuste en los años siguientes.

Por otra parte, los movimientos de capitales están plenamente liberalizados en la UE, de acuerdo con el artículo 63 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. La liberalización de los movimientos de capitales entró en vigor en julio de 1990, a raíz de la adopción del Acta Única Europea, si bien España no eliminó los controles de capital hasta febrero de 1992. Cabe preguntarse: ¿hasta qué punto esta liberalización supuso un cambio sustancial en la evolución de la economía española?

Existen diversas formas de medir el grado de movilidad internacional de los capitales (Frankel, 1992). Un procedimiento bastante habitual en la literatura consiste en comparar los tipos de interés nacionales y extranjeros, de manera que si existe movilidad perfecta de capitales

el diferencial entre el tipo de interés nacional y el tipo de interés sobre activos denominados en moneda nacional, pero situados en el exterior (el denominado diferencial *onshore-offshore*), debería ser igual a cero. Este procedimiento fue aplicado para el caso español por Viñals (1992), quien calculó, para el período comprendido entre septiembre de 1986 y febrero de 1992, los diferenciales de tipos de interés *onshore-offshore*. Los resultados obtenidos mostraban que los controles de capital entonces existentes habrían restringido los flujos de capitales en un 83 por 100 de los casos, lo que permitía al autor concluir que la movilidad internacional de capitales en España habría sido similar a la registrada en Italia y Francia.

Un enfoque alternativo es el seguido en Bajo-Rubio (1998), mediante una regresión de la tasa de inversión sobre la tasa de ahorro, definidas ambas como proporción del PIB, para el período 1964-1994. De acuerdo con Feldstein y Horioka (1980), si existe movilidad perfecta de capitales no debería haber relación entre ambas, ya que el ahorro de cada país respondería a las oportunidades para invertir en cualquier lugar del mundo mientras que la inversión de cada país sería financiada por el conjunto del capital mundial. Puesto que el coeficiente estimado para la tasa de ahorro resultaba ser decreciente en el tiempo cuando se estimaba recursivamente, al considerar los subperíodos 1964-1973, 1974-1985 y 1986-1994, el coeficiente estimado no era significativamente distinto de cero para los dos últimos subperíodos. Ello sería indicativo de que el grado de movilidad internacional de capitales habría sido sustancial a partir de 1974.

Los resultados anteriores podrían explicar que en términos generales la economía española no habría experimentado excesivas tensiones a raíz de la plena liberalización de los movimientos de capitales. Sin embargo, en la medida en que la eliminación de los controles de capital afecta fundamentalmente a la inversión de cartera (pues la inversión directa suele ser objeto de una regulación específica), ello no debería hacernos olvidar la inestabilidad potencial asociada con el enorme volumen y la rapidez con que se llevan a cabo las transacciones financieras internacionales. En efecto, no solamente una gran parte de dichas transacciones corresponde a operaciones meramente especulativas, sino que además se suelen llevar a cabo por parte de operadores con un conocimiento imperfecto de los países en los que invierten, y que por ello suelen actuar de una forma «borreguil» o «de rebaño»: en la duda, se imita lo que hacen los demás para no quedarse atrás. Lo anterior se ha puesto de manifiesto en momentos puntuales pero que acarrearán graves consecuencias a los países que las sufrieron, como la «tormenta monetaria» que afectó al Sistema Monetario Europeo en 1992-1993; las crisis financieras de América Latina, el Sudeste Asiático o Rusia en los años 1990; o, más recientemente, la llamada «crisis de la deuda soberana», consecuencia de la crisis financiera global de 2008, que aquejó a los países del Sur de Europa a comienzos de los años 2010. Todo ello, a su vez, ha avivado el debate en torno a la necesidad de algún tipo de impuesto o tasa que limite la excesiva volatilidad de los flujos de capitales, en la línea de la propuesta inicial de Tobin (1978).

IV. LA INVERSIÓN DIRECTA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SU IMPACTO MACROECONÓMICO

Dentro de la balanza por cuenta financiera, las dos partidas más importantes son la inversión directa y la inversión de cartera. En los gráficos 2 y 3 se muestran, respectivamente, las entradas y las salidas de inversión exterior en España, distinguiendo entre inversión directa e inversión de cartera, para el período 2000-2023; donde las entradas y las salidas corresponden, respectivamente, a los pasivos y a los activos de la cuenta financiera de la balanza de pagos (2). Como puede verse en ambos gráficos, la inversión de cartera, si bien en general suele registrar una cifras más elevadas, presenta al mismo tiempo unas oscilaciones mucho mayores en comparación con la inversión directa.

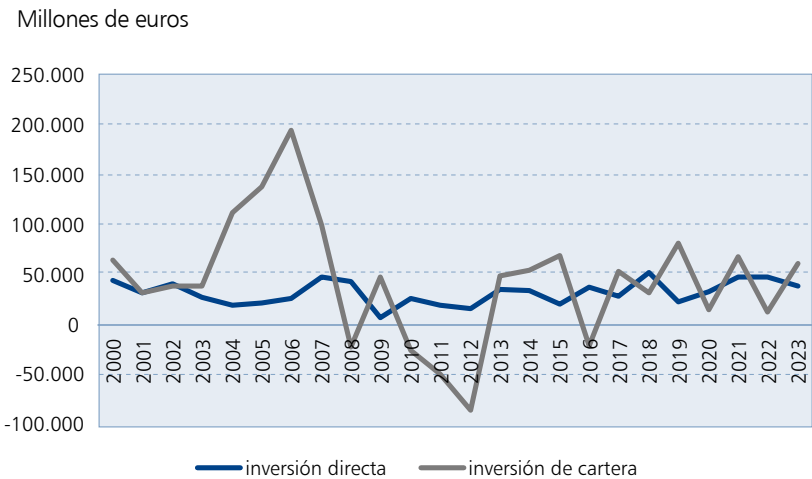
Comenzando por la inversión recibida (gráfico 2), la inversión directa muestra una relativa estabilidad a lo largo del período, si bien registra una caída en 2009 con valores relativamente bajos en los años siguientes, recuperándose a partir de 2013. No es este el caso de la inversión de cartera, que presenta unas enormes oscilaciones a lo largo del período, con valores muy elevados (y muy por encima de los de la inversión directa) en los primeros años, una enorme caída en 2008 con cifras negativas en varios años, retornándose a los valores positivos a partir de 2013 (con la excepción de 2016), y alcanzándose en los últimos años unas cifras en la línea de las de los primeros años del período, si bien con grandes altibajos.

Por lo que respecta a la inversión emitida (gráfico 3), la inversión directa presenta un perfil más irregular que la recibida:

partiendo de unas cifras superiores a las de esta, muestra una tendencia creciente hasta 2007 (que representa el máximo de la serie), para caer enormemente en 2008; se recupera algo en 2010 y 2011, para volver a caer en 2012 y recuperarse a partir de 2013, al-

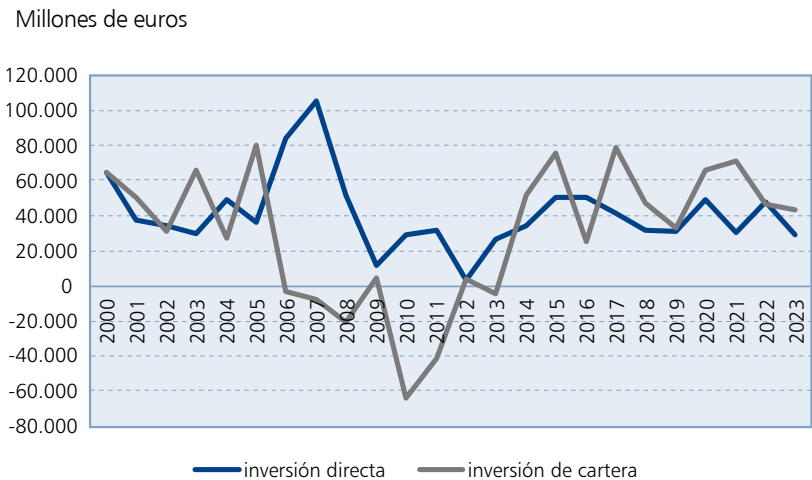
canzando en los últimos años valores similares a los del comienzo del período. A su vez, la inversión de cartera presenta una evolución sumamente irregular: alcanza un máximo en 2005, para caer a cifras negativas a partir del siguiente año, recuperándose los valores

GRÁFICO 2
INVERSIÓN EXTERIOR DE ESPAÑA, 2000-2023: ENTRADAS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España

GRÁFICO 3
INVERSIÓN EXTERIOR DE ESPAÑA, 2000-2023: SALIDAS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco de España

positivos a partir de 2014 aunque con bastantes oscilaciones, al igual que ocurría con la inversión de cartera recibida.

En principio, pues, la inversión directa suele ser menos importante cuantitativamente que la inversión de cartera. Sin embargo, sus propias características, así como el hecho de que registre una mayor estabilidad a lo largo del tiempo y de que detrás de su evolución se encuentren factores relacionados

con las condiciones fundamentales de la economía del país en que se localiza, hacen que su estudio resulte más interesante desde el punto de vista del análisis económico. Por el contrario, el estudio de la inversión de cartera, encaminada a maximizar la rentabilidad financiera, con criterios muchas veces meramente especulativos y dependientes de factores coyunturales y a menudo erráticos, escapa en buena medida al análisis económico. Naturalmente, lo anterior se apli-

caría a los períodos «normales», ya que en períodos turbulentos de inestabilidad financiera, los movimientos de capitales especulativos pueden ejercer poderosos efectos sobre la economía real, como se mencionó en la sección anterior. De hecho, en el caso español podemos citar dos momentos particularmente difíciles, como fueron la crisis del Sistema Monetario Europeo, que llevó a tres devaluaciones sucesivas de la peseta entre finales de 1992 y principios de 1993; y la crisis bancaria producto de la crisis financiera global iniciada en 2008, que se tradujo en el rescate de una serie de entidades financieras por parte de la UE en 2012. Así pues, esta sección se dedicará a examinar el papel desempeñado por la inversión directa, tanto de la inversión extranjera en España como de la inversión española en el exterior, en la evolución de la economía española.

El cuadro n.º 1 muestra los datos de inversión directa en la economía española a partir de la balanza de pagos, tanto la recibida como la enviada, esto es: la inversión extranjera directa (IED) y la inversión española en el exterior (IDE), respectivamente, para el período 2000-2022. Los datos se presentan como porcentaje del PIB y de la formación bruta de capital (FBC) de la Contabilidad Nacional. Como puede apreciarse, las cifras son muy notables, si bien sujetas a altibajos, de manera que la IED y la IDE han supuesto, en promedio en lo que va de siglo, un 3 y un 4 por 100 del PIB, y un 13 y un 17 por 100 de la FBC, respectivamente.

La distribución de la IED y la IDE por sectores y países se muestra en los cuadros n.º 2 y 3, en este caso a partir de la

CUADRO N.º 1
LA INVERSIÓN DIRECTA EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2000-2022
PORCENTAJES

AÑOS	IED/PIB	IED/FBC	IDE/PIB	IDE/FBC
2000	6,91	25,93	10,03	37,65
2001	4,65	17,57	5,40	20,40
2002	5,49	20,58	4,57	17,13
2003	3,41	12,42	3,74	13,58
2004	2,35	8,33	5,72	20,23
2005	2,37	8,06	3,89	13,24
2006	2,59	8,47	8,35	27,33
2007	4,50	14,79	9,81	32,23
2008	4,50	15,82	4,70	16,51
2009	0,65	2,81	1,10	4,72
2010	2,52	11,32	2,80	12,53
2011	1,86	9,02	3,06	14,86
2012	1,55	8,43	-0,19	-1,01
2013	3,49	20,28	2,45	14,26
2014	2,29	12,77	3,32	18,56
2015	1,91	10,07	4,70	24,76
2016	3,56	18,99	4,56	24,34
2017	2,48	12,78	3,55	18,30
2018	4,04	19,75	2,64	12,91
2019	1,84	8,83	2,48	11,90
2020	2,87	14,03	4,45	21,74
2021	2,98	13,81	1,60	7,40
2022	2,68	12,46	3,06	14,26
2000-2022	2,99	13,02	3,98	17,34

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

CUADRO N.º 2
PROYECTOS DE INVERSIÓN DIRECTA POR SECTORES, 2023

PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL	IED	IDE
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	0,42	1,33
Industrias extractivas	12,40	0,59
Industria manufacturera	16,89	3,26
Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	7,38	18,72
Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos, descontaminación	5,59	0,00
Construcción	3,01	12,03
Comercio mayor y menor; reparación vehículos motor y motocicletas	14,15	5,47
Transporte y almacenamiento	1,63	15,20
Hostelería	2,91	0,95
Información y comunicaciones	11,58	4,49
Actividades financieras y de seguros	4,36	27,70
Actividades inmobiliarias	6,69	4,69
Actividades profesionales, científicas y técnicas	2,27	3,53
Actividades administrativas y servicios auxiliares	2,26	1,86
Educación	0,89	0,07
Actividades sanitarias y de servicios sociales	6,83	0,04
Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento	0,73	0,05
Otros servicios	0,02	0,03
TOTAL	100,00	100,00

Fuente: Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones.

información proporcionada por el Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones de la Secretaría de Estado de Comercio, y para el último año disponible, 2023. En términos generales, en ambos casos predomina la inversión en actividades de servicios (cuadro n.º 2). En el caso de la IED, predominan los sectores de comercio, e información y comunicaciones; si bien son relevantes también la industria manufacturera, así como las industrias extractivas. A su vez, en el caso de la IDE destacan los sectores financiero y de transportes; fuera de los servicios, destacan energía y construcción, con un papel muy limitado para la industria manufacturera. En cuanto a la distribución

por países (cuadro n.º 3), destaca la predominancia de la UE y de Estados Unidos, con cerca de un tercio de los proyectos. Sin embargo, el tercio restante se reparte de manera diferente para la IED y para la IDE, destacando la inversión procedente del Reino Unido y otros países avanzados en el primer caso, y la dirigida a América Latina en el segundo.

En general, las cifras anteriores ponen de relieve la inserción de la economía española en el conjunto de la economía internacional, con los altibajos propios de los acontecimientos de los últimos años (como la crisis financiera global y la Gran Recesión a partir de 2008, o la pandemia del covid 19 en 2020); así como el papel destacado que

ha desempeñado en el proceso de globalización. Un completo estudio de la inversión directa en la economía española, tanto la IED como la IDE, se presenta en las diferentes contribuciones incluidas en Myro (2014). En el resto de esta sección examinaremos las principales características y efectos de carácter macroeconómico, de la IED y la IDE en la economía española.

La aportación del capital extranjero fue crucial desde los comienzos de la industrialización española. En particular, a partir de los años 1850 se producen entradas masivas de capital extranjero, especialmente en los ferrocarriles, la minería y el sector financiero, que configuran una economía altamente depen-

CUADRO N.º 3
PROYECTOS DE INVERSIÓN DIRECTA POR PAÍSES, 2023

Porcentaje sobre el total

	IED	IDE
Alemania	10,63	5,66
Francia	9,15	2,62
Países Bajos	1,88	0,93
Luxemburgo	0,68	16,11
Italia	0,87	0,92
Portugal	0,65	3,17
España	2,06	-
Resto UE	5,78	1,51
Total Unión Europea	31,70	30,92
Resto Europa	5,74	0,55
Reino Unido	13,09	3,89
Estados Unidos	28,87	31,36
Otros países avanzados	14,50	4,84
China	0,47	0,49
América Latina	5,02	27,02
Resto mundo	0,00	0,92
TOTAL	100,00	100,00

Fuente: Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones.

diente del exterior (Nadal, 1975; Tortella, 1994). Esta situación, no obstante, va a cambiar en los años siguientes. Así, en línea con lo que ocurrió en otros países europeos a raíz de la crisis que comienza en 1873 y la subsiguiente depresión, comienza a desarrollarse una tendencia a una mayor protección arancelaria, que se acentúa en los años 1890 en combinación con un creciente intervencionismo en favor de la industria nacional; y todo ello en el marco de un nacionalismo económico encaminado a reemplazar el capital extranjero por capital nacional como fuerza impulsora del crecimiento económico (Muñoz *et al.*, 1978a). Reforzada en los años posteriores, dicha tendencia alcanza su máxima expresión

en la política de «autarquía» defendida por los vencedores de la Guerra Civil española.

Sin embargo, tras la crisis del modelo autárquico a finales de los años 1950, se asiste a la implementación de una nueva orientación de la política económica, basada en la liberalización interna y la apertura exterior; en particular, a partir de 1959 se aprueban una serie de medidas legislativas que favorecen la entrada del capital extranjero (Muñoz *et al.*, 1978b). Esta estrategia, reforzada tras la restauración de la democracia a partir de 1977, se consagra con la adhesión de España a la actual UE el 1 de enero de 1986.

La contribución de la IED a la evolución de la economía espa-

ñola tras la integración en la UE fue enormemente significativa. En estos años comienzan a apuntarse tendencias que se consolidarán posteriormente, como la creciente importancia del sector servicios como destino de la IED, o la mayor importancia de los flujos procedentes de los países de la UE. Por lo que respecta a la IED en la industria manufacturera, tendió a dirigirse preferentemente a actividades de demanda media y fuerte; al tiempo que los sectores manufactureros más penetrados por el capital extranjero mostraban, en general, un mayor crecimiento tanto de la producción y el empleo, como de su comercio exterior, y con unos mayores niveles de productividad y de esfuerzo tecnológico (Bajo-Rubio y Torres, 1992). De todas formas, a pesar de su dinamismo exportador, la presencia de las empresas extranjeras en la exportación, aunque elevada en ciertos sectores clave de la exportación española (automóviles, metalurgia, medicamentos, maquinaria...) no lo es tanto en otros (química, alimentación, textil...) (Álvarez López y Fernández-Otheo, 2014). Por otra parte, los flujos de IED vendrían explicados fundamentalmente por el tamaño del mercado, aproximado por el nivel del PIB en términos reales, y no tanto por los costes laborales unitarios; en otras palabras, la IED dirigida a la economía española habría mostrado un mayor interés en un mercado interno en expansión y una mano de obra razonablemente cualificada, y no en unos costes laborales relativamente inferiores a los de los países de origen de la inversión (Bajo-Rubio y Sosvilla-Rivero, 1994).

¿Hasta qué punto la IED habría favorecido el crecimiento de la economía española tras su espectacular crecimiento en los últimos sesenta años? En Bajo-

Rubio *et al.* (2010) se analizaba el impacto de la IED sobre el crecimiento regional para el período inmediatamente posterior a la integración en la UE (1987-2000), obteniéndose una influencia positiva de los flujos acumulados de IED (como aproximación al *stock* de capital extranjero) sobre la evolución del PIB por trabajador y, eventualmente, sobre el crecimiento regional; la influencia de la acumulación de capital humano también resultaba relevante. Un interesante complemento a los resultados anteriores es el trabajo de Gutiérrez-Portilla *et al.* (2019) para el período 1996-2013, donde se tiene en cuenta el «efecto sede», es decir, el hecho de que la IED no siempre se registra en la región donde se lleva a cabo, sino en la región donde se localiza su sede. De esta manera, obtienen que la IED (medida también como la suma acumulada de los flujos) promueve el crecimiento económico pero, una vez que se tiene en cuenta el efecto sede los efectos derrame espaciales hacen que el crecimiento económico de una región resulte afectado positivamente no solo por la IED recibida en dicha región, sino también por la IED recibida en las regiones vecinas.

Finalmente, con una perspectiva temporal más amplia y para el conjunto de España, en Bajo-Rubio (2022) se examinaban los efectos a largo plazo de la IED en el período 1964-2013. Los resultados obtenidos mostraban un efecto positivo, pequeño pero estadísticamente significativo, del *stock* de capital extranjero sobre el PIB, que explicaría un 13,6 por 100 del crecimiento acumulado del PIB a lo largo de dicho período; la contribución más importante, por otra parte, habría sido la del capital humano. A continua-

ción se contrastaba la posible presencia de cambios estructurales en el período, obteniéndose dos rupturas, en 1974 y en 1984, de manera que, cuando se reestimaba el modelo para los tres subperíodos delimitados por esas fechas, la contribución del *stock* de capital extranjero sobre el crecimiento acumulado del PIB habría sido mucho mayor entre 1964 y 1973, habría caído a valores negativos entre 1974 y 1983, y habría sido de nuevo positiva entre 1984 y 2013, si bien en unas cifras muy inferiores a las del primer subperíodo.

En definitiva, los resultados de los trabajos anteriores sugieren que el capital extranjero puede desempeñar un papel positivo sobre el crecimiento de una economía, siempre y cuando las entradas de IED sean lo suficientemente estables y permanentes, actuando a través de la transferencia de tecnología y el consiguiente aumento de la productividad y el capital humano. Para ello, el país de acogida debe poseer un nivel de desarrollo apropiado que le permita absorber estas nuevas tecnologías. Sin embargo, cabría pensar que este efecto favorable debería ser más importante en las primeras etapas del proceso de crecimiento, cuando la adopción de las nuevas tecnologías aportadas por la IED sería más necesaria; y no tanto en etapas posteriores, una vez que la economía de acogida se haya desarrollado lo suficiente como para depender en menor medida de dichas tecnologías novedosas provenientes del exterior.

Para terminar esta sección, haremos una breve referencia al papel de la IDE en la economía española. Es este un fenómeno relativamente reciente, que no comienza a tener relevancia

hasta los años 1980, y que se consolida definitivamente a partir de los años 1990. De hecho, en 1997 las salidas por IDE superaron por primera vez a las entradas por IED, una situación que se ha mantenido desde entonces en la mayor parte de los años. Esta tendencia se ajusta a la teoría de la senda de desarrollo de la inversión directa propuesta por Dunning (1981), según la cual, en las primeras etapas del desarrollo de un país, este será receptor neto de inversión directa; pero, a medida que avanza en su nivel de desarrollo, crecerá la inversión directa enviada al exterior, de manera que en las últimas etapas del desarrollo del país la inversión directa enviada superará eventualmente a la recibida. Alguna evidencia para el caso español se presenta en Álvarez Cardeñosa (2003) o Durán y Úbeda (2005).

Todo ello no hace sino reflejar la inserción de la economía española en la economía mundial, si bien al haberse desarrollado en tiempos recientes la IDE ha sido objeto de mucha menos atención en la literatura académica en comparación con la IED. En general, las empresas españolas que invierten en el exterior se caracterizan por su mayor tamaño y productividad, así como por una mayor capacidad exportadora, un mayor esfuerzo tecnológico, y una mayor inversión en capital humano (Esteve y Rodríguez, 2014). Por otra parte, la IDE no se habría llevado a cabo a costa del empleo interno; así, en Bajo-Rubio y Díaz-Mora (2015) se obtenía, para el período 1995-2011, un impacto positivo, aunque cuantitativamente pequeño, de la IDE sobre el empleo interno, que sería superior para la IDE destinada a la UE y América Latina, y en actividades de servicios. Ello a su vez valida-

ría la hipótesis de que (al igual que sucedía con la IED), la IDE española tendría como principal objetivo la búsqueda de amplios mercados exteriores, de manera que las empresas realizarían diferentes tareas en España y en el exterior; y no tanto la búsqueda de mano de obra barata en el exterior.

V. CONCLUSIONES

Los movimientos de capitales tuvieron una gran relevancia en la primera globalización que culminó en 1914, si bien las turbulencias asociadas con la Primera Guerra Mundial y la posterior Gran Depresión limitaron su importancia en los años subsiguientes. Por todo ello, tras la Segunda Guerra Mundial la nueva arquitectura monetaria internacional diseñada en Bretton Woods propugnaba la liberalización de los intercambios comerciales, pero no así de las transacciones financieras. No es hasta los años 1980-1990 que empieza a propugnarse la plena liberalización de los movimientos de capitales, la cual entró en vigor en la UE a partir de 1990. Sin embargo, la liberalización de los movimientos de capitales no parece haber dado lugar a los efectos favorables destacados por la teoría, en términos de un mayor crecimiento, la suavización de las fluctuaciones, o una mayor disciplina de las políticas macroeconómicas, en particular para las economías emergentes. Advuértase, no obstante, que estos posibles efectos desfavorables serían tanto más probables en la medida en que, dentro de los movimientos de capitales, predomine la inversión de cartera sobre la inversión directa.

Por lo que respecta al caso español, ciertamente los perío-

dos de mayor crecimiento se caracterizaron por la existencia de déficits en la balanza por cuenta corriente, financiados por entradas de capitales exteriores que complementaron el ahorro interno; si bien, no obstante, los desequilibrios acumulados se traducían posteriormente en reducciones bruscas de dichas entradas de capitales, con los consiguientes procesos de ajuste en los años siguientes.

En este sentido, es importante tener en cuenta el papel particular desempeñado por la inversión directa. A diferencia de la inversión de cartera (el otro gran componente de los movimientos de capitales), caracterizada por su gran volatilidad y su extremada dependencia de factores coyunturales, la inversión directa registra una mayor estabilidad a lo largo del tiempo y depende en mayor medida de las condiciones económicas fundamentales de la economía del país en que se localiza. Por ello, cabría pensar que sus efectos sobre una economía fueran más relevantes a medio y largo plazo.

La inversión directa recibida del exterior tuvo una importancia fundamental en el desarrollo de la economía española desde mediados del siglo XIX. Posteriormente, tras el paréntesis que supuso la adopción de una estrategia caracterizada por el proteccionismo arancelario y el nacionalismo económico a finales del siglo XIX, recobró un papel relevante en la nueva etapa que se abre a partir de 1959, reforzada tras la restauración de la democracia en 1977, y definitivamente afirmada a raíz de la adhesión de España a la actual UE en 1986. Dicha inversión, por otra parte, se explicaría fundamentalmente por el tamaño del mercado español y no tanto por los relativamente menores costes laborales de la economía

española; y habría contribuido significativamente al crecimiento económico desde comienzos de los años 1960, si bien dicha contribución habría sido mucho mayor en los años 1960 y primeros 1970, es decir, cuando la economía española era más dependiente de las nuevas tecnologías procedentes del exterior. A su vez, la inversión directa enviada al exterior es un fenómeno que no comienza a tener relevancia hasta los años 1980, que se consolida definitivamente a partir de los años 1990, y que se habría llevado a cabo por las empresas más productivas y sin consecuencias negativas sobre el empleo interno. Este patrón, es decir, el crecimiento de la inversión directa enviada a medida que aumenta el nivel de desarrollo de un país, y que tendería a superar eventualmente a la inversión directa recibida, se ajustaría a la teoría de la senda de desarrollo de la inversión directa propuesta por Dunning (1981).

En cualquier caso, es necesario insistir en que, si bien el capital extranjero puede desempeñar un papel destacado a la hora de favorecer el crecimiento de una economía, dichos flujos deberían ser lo suficientemente estables y permanentes, favoreciendo la transferencia de tecnologías más avanzadas y no disponibles en el país de acogida. Y para ello, este debe poseer un nivel de desarrollo apropiado (en términos de instituciones, infraestructuras, capital humano, etc.) que le permita absorber estas nuevas tecnologías. Asimismo, tampoco debe olvidarse que, en unos tiempos caracterizados por una extraordinaria movilidad del capital, muy superior a la del trabajo, una empresa multinacional puede amenazar de manera creíble con trasladarse a otro país si no se aceptan sus condiciones. Finalmente, otro problema de suma importancia

lo constituye el hecho de que las multinacionales tienden a pagar la mayor parte de sus impuestos en aquellas jurisdicciones que les ofrecen un tratamiento fiscal más favorable, y no en los países donde llevan a cabo su actividad; con los consiguientes problemas para los Gobiernos, que terminan gravando principalmente el consumo y el trabajo, contribuyendo a reducir la progresividad del sistema fiscal.

De cara al futuro inmediato, cabe esperar que la economía española continúe siendo un foco de atracción y de emisión de inversiones directas, dada su elevada inserción en los mecanismos de la economía internacional y (a la hora de escribir estas líneas: primavera de 2024) su comportamiento razonablemente satisfactorio a nivel macroeconómico, con tasas de crecimiento notablemente superiores a las del promedio de la eurozona. Sin embargo, no deben olvidarse otros factores que aquejan actualmente a la sociedad española, tales como el aumento de las desigualdades, la pérdida de confianza en la instituciones o la polarización política, que tenderían a afectar negativamente a las perspectivas de crecimiento económico futuro y, en consecuencia, a la evolución de la inversión directa.

NOTAS

(*) Este artículo se ha beneficiado de los comentarios de RAFAEL MYRO, así como de la financiación recibida de la Universidad de Castilla-La Mancha a través del proyecto 2022-GRIN-34135, cofinanciado por la Unión Europea a través del Fondo Europeo de Desarrollo Regional.

(1) Estrictamente, la capacidad o necesidad de financiación de la nación es igual a la suma de los saldos de la balanzas por cuenta corriente y por cuenta de capital; sin embargo, este último concepto no fue introducido sino a partir de la 5.ª edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI, publicada en 1993.

(2) Los datos originales son de periodicidad mensual, por lo que las cifras de cada año representan la suma de las entradas o salidas registradas en los doce meses del año. Para facilitar su comparabilidad, ambas figuras se presentan a la misma escala.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ CARDEÑOSA, M. (2003). España en la senda de desarrollo de la inversión directa. *Revista Asturiana de Economía*, 26, pp. 87-102.

ÁLVAREZ LÓPEZ, M. E. y FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2014). El capital extranjero y la exportación española. En R. MYRO (dir.), *España en la inversión directa internacional*, (pp.203-242). Madrid: Instituto de Estudios Económicos.

BAJO-RUBIO, O. (1998). The saving-investment correlation revisited: The case of Spain, 1964-1994. *Applied Economics Letters*, 5, pp. 769-772.

BAJO-RUBIO, O. (2022). The role of foreign direct investment in growth: Spain, 1964-2013. *Applied Economic Analysis*, 30, pp. 263-276.

BAJO-RUBIO, O. y DÍAZ-MORA, C. (2015). On the employment effects of outward FDI: The case of Spain, 1995-2011. *Applied Economics*, 47, pp.2127-2141.

BAJO-RUBIO, O. y SOSVILLA-RIVERO, S. (1994). An econometric analysis of foreign direct investment in Spain, 1964-89. *Southern Economic Journal*, 61, pp. 104-120.

BAJO-RUBIO, O. y TORRES, A. (1992). El comercio exterior y la inversión extranjera directa tras la integración de España en la CE (1986-90). En J. VIÑALS (ed.), *La economía española ante el Mercado Único europeo. Las claves del proceso de integración*, (pp. 167-228). Madrid: Alianza Editorial.

BAJO-RUBIO, O. y YAN, H.-D. (2019). Globalization and populism. En F.-L. T. Yu. y D. S. KWAN (eds.). *Contemporary Issues in International Political Economy*, (pp. 229-252). Singapore: Palgrave Macmillan.

BAJO-RUBIO, O., DÍAZ-MORA, C. y DÍAZ-ROLDÁN, C. (2010). Foreign direct investment and regional growth: An analysis of the Spanish case. *Regional Studies*, 44, pp. 373-382.

BALDWIN, R. y MARTIN, P. (1999). Two waves of globalisation: Superficial similarities, fundamental differences. En H. SIEBERT (ed.), *Globalisation and Labour*, (pp. 3-59). Tübingen: J.C.B. Mohr for Kiel Institute of World Economics.

BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2002). Current account deficits in the euro area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle?, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2, pp. 147-186.

CHANCEL, L. y PIKETTY, T. (2021). Global income inequality, 1820-2020: The persistence and mutation of extreme inequality. *Journal of the European Economic Association*, 19, pp. 3025-3062.

DAO, M. C., DAS, M. y KOCZAN, Z. (2019). Why is labour receiving a smaller share of global income? *Economic Policy*, 34, pp.723-759.

DUNNING, J. H. (1981). Explaining the international direct investment position of countries: Towards a dynamic or developmental approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, pp. 30-64.

DURÁN, J. J. y ÚBEDA, F. (2005). The investment development path of newly developed countries. *International Journal of the Economics of Business*, 12, pp. 123-137.

ESTEVE, S. y RODRÍGUEZ, D. (2014). Efectos de la inversión exterior sobre la exportación, el capital humano y el esfuerzo tecnológico. En R. MYRO (dir.), *España en la inversión directa internacional*, (pp. 331-354). Madrid: Instituto de Estudios Económicos.

FELDSTEIN, M. y HORIOKA, C. (1980). Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, 90, pp. 314-329.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*. Sexta edición (MBP6). <https://www.imf.org/es/Publications/Manuals-Guides/Issues/2016/12/31/Balance-of-Payments-Manual-Sixth-Edition-22588>

FRANKEL, J. A. (1992). Measuring international capital mobility: A review. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 82, pp. 197-202.

GUTIÉRREZ-PORTILLA, P., MAZA, A. y VILLAVÉRDE, J. (2019). A spatial approach to the FDI-growth nexus in Spain: Dealing with the headquarters effect. <i>International Business Review</i>, 28, 101597. HANNAN, S. A. (2017). The drivers of capital flows in emerging markets post global financial crisis. <i>Journal of International Commerce, Economics and Policy</i>, 8, pp. 1-28. KOSE, M. A., PRASAD, E., ROGOFF, K. y WEI, S.-J. (2009). Financial globalization: A reappraisal. <i>IMF Staff Papers</i>, 56, pp. 8-62. LANE, P. R. y MILES-FERRETTI, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. <i>Journal of International Economics</i>, 73, pp. 223-250. LANE, P. R. y MILES-FERRETTI, G. M. (2018). The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the global financial crisis. <i>IMF Economic Review</i>, 66, pp. 189-222. L'HOTELLERIE-FALLOIS, P. y PEÑALOSA, J. (2006). El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM. <i>Cuadernos de Información Económica</i>, 192, pp. 17-29. MILANOVIC, B. (2024). The three eras of global inequality, 1820-2020 with the focus on the past thirty years. <i>World Development</i>, 177, 106516. MUÑOZ, J., ROLDÁN, S. y SERRANO, A. (1978a). La involución nacionalista y la vertebración del capitalismo español. <i>Cuadernos Económicos de ICE</i>, 5, pp. 13-221. MUÑOZ, J., ROLDÁN, S. y SERRANO, A. (1978b). <i>La internacionalización del capital en España, 1959-1977</i>. Madrid: Cuadernos para el Diálogo.	MYRO, R. (2003). Globalización, crecimiento económico y desigualdad, <i>Circunstancia: Revista de Ciencias Sociales del Instituto Universitario de Investigación Ortega y Gasset</i>, n.º 1. https://ortegaygasset.edu/wp-content/uploads/2019/05/Circunstancia_Numero_1_Abril_2003.pdf MYRO, R. (dir.) (2014). <i>España en la inversión directa internacional</i>. Madrid: Instituto de Estudios Económicos. NADAL, J. (1975). <i>El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913</i>. Barcelona: Ariel. PIKETTY, T. (2013). <i>Le capital au XXI^e siècle</i>. Paris: Éditions du Seuil [existe traducción castellana: <i>El capital en el siglo XXI</i>. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2014]. PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2010). Spain's international position, 1850-1913. <i>Revista de Historia Económica/ Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, 28, pp. 173-215. PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2017). <i>Spanish Economic Growth, 1850-2015</i>. London: Palgrave Macmillan. https://www.palgrave.com/la/book/9783319580418 (actualizado 12-12-2023). PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2020). Foreign capital in 19th century Spain's investment boom. <i>European Review of Economic History</i>, 24, pp. 314-331. REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009). <i>This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly</i>. Princeton: Princeton University Press [existe traducción castellana: <i>Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera</i>. Madrid: Fondo de Cultura Económica, 2011]. RODRÍGUEZ, F. y RODRIK, D. (2001). Trade policy and economic growth: A	skeptic's guide to the cross-national evidence. En B. S. BERNANKE y K. ROGOFF (eds.). <i>NBER Macroeconomics Annual 2000</i>, pp. 261-325. RODRIK, D. (2011). <i>The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy</i>. New York and London: W. W. Norton, [existe traducción castellana: <i>La paradoja de la globalización. La democracia y el futuro de la economía mundial</i>. Barcelona: Antoni Bosch editor, 2011]. RODRIK, D. (2018). Populism and the economics of globalization. <i>Journal of International Business Policy</i>, 1, pp. 1-22. RODRIK, D. (2021). Why does globalization fuel populism? Economics, culture, and the rise of right-wing populism. <i>Annual Review of Economics</i>, 13, pp. 133-170. TOBIN, J. (1978). A proposal for international monetary reform. <i>Eastern Economic Journal</i>, 4, pp. 153-159. TORTELLA, G. (1994). <i>El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX</i>. Madrid: Alianza Editorial. VIÑALS, J. (1992). Del control de cambios a la libre circulación de capitales. En J. VIÑALS (ed.), <i>La economía española ante el Mercado Único europeo. Las claves del proceso de integración</i>, (pp. 429-461). Madrid: Alianza Editorial. WEI, S.-J. (2018). Managing financial globalization: Insights from the recent literature. <i>Working Paper</i>, 24330. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research.
---	--	--

COLABORACIONES

II. INVERSIÓN RECIBIDA

Resumen

La inversión extranjera directa (IED) ha sido un factor clave en la modernización y crecimiento de la economía española, contribuyendo significativamente a su internacionalización, competitividad y creación de empleo de calidad. Este artículo ofrece un análisis de la evolución histórica de la IED en España, su situación actual y perspectivas futuras, examinando flujos, stocks, distribución sectorial y geográfica, así como el impacto de las empresas de capital extranjero en la economía nacional. Al proporcionar una visión integral y actualizada de la IED en España, este artículo busca informar a responsables políticos, inversores y académicos, contribuyendo a la toma de decisiones estratégicas y al debate sobre el papel de la inversión extranjera en el desarrollo económico del país.

Palabras clave: inversión extranjera directa (IED), España, globalización, competitividad económica, multinacionales.

Abstract

Foreign Direct Investment (FDI) has been a cornerstone in Spain's economic modernization and growth, significantly boosting its internationalization, competitiveness, and creation of high-quality jobs. This article explores the historical evolution of FDI in Spain, its current landscape, and future outlook, examining flows, stocks, sectoral and geographical distribution, as well as the impact of foreign-owned companies on the national economy. By offering a holistic and up-to-date perspective on FDI in Spain, this article aims to inform policymakers, investors, and academics, contributing to strategic decision-making and enriching the dialogue on the role of foreign investment in the country's economic development.

Keywords: foreign direct investment (FDI), Spain, globalization, economic competitiveness, multinational corporations.

JEL classification: F21, P33, P45.

LA INVERSIÓN RECIBIDA POR ESPAÑA, PERSPECTIVAS GENERALES Y PREVISIONES

Andrés GARCÍA

Sifdi

I. INTRODUCCIÓN

1. La IED en un mundo cambiante: perspectivas y desafíos globales

La internacionalización empresarial, lejos de ser un fenómeno reciente, ha sido una constante en la economía mundial. Este proceso, impulsado por la búsqueda de nuevos mercados, recursos y oportunidades, solo ha sido interrumpido por conflictos de escala regional o global y por los períodos de depresión y proteccionismo que suelen acompañarlos. Sin embargo, desde las primeras oleadas de globalización hasta principios del siglo XX, y hasta la actual de las últimas décadas, se han producido cambios fundamentales en la naturaleza, geografía y determinantes de la inversión.

El crecimiento de la inversión extranjera directa (IED) en las últimas décadas le ha otorgado un papel prominente en la economía global. En las dos últimas décadas, los patrones de la IED han evolucionado en respuesta a las transformaciones que están redefiniendo la globalización económica. Entre las tendencias más significativas se encuentra la emergencia de nuevas geografías como emisoras y receptoras de inversión, junto con la creciente importancia del talento como factor de atracción. Paralelamente, se ha observado la aparición y ascenso de nuevos tipos de inversores, incluyendo un

mayor protagonismo de inversores públicos o estatales. Este cambio en el panorama inversor ha ido acompañado de un aumento en las consideraciones de seguridad nacional y geopolítica en las decisiones de inversión.

La reconfiguración de las cadenas globales de valor (CGV) y los procesos de reestructuración corporativa de las multinacionales han sido también factores determinantes en la evolución de la IED. Asimismo, el peso creciente de las fusiones y adquisiciones y de la optimización fiscal global en las estrategias empresariales ha llevado a una mayor atención a la fiscalidad internacional. Finalmente, el impacto profundo del cambio tecnológico y la economía digital ha transformado significativamente los flujos y la naturaleza de la IED. Todos estos factores, en su conjunto, han sido cruciales en la evolución y transformación de la IED, moldeando su dirección, volumen y características en el contexto de una economía global cada vez más interconectada y compleja.

Las empresas multinacionales continúan realizando inversiones de IED motivadas por diversos factores económicos. Sus estrategias de internacionalización, aunque altamente dependientes de condicionantes sectoriales, del tipo de actividad y de características individuales a nivel empresa, han evolucionado significativamente con el tiempo. No obstante, muchas de las teorías más ex-

tendidas (Dunning, 1988) siguen siendo válidas. Los determinantes de la inversión continúan girando en torno a factores como el acceso a nuevos mercados y activos (incluyendo recursos naturales), la búsqueda de mayor eficiencia y reducción de costes, así como razones estratégicas. Es frecuente que estos modelos coexistan, con empresas siguiendo estrategias mixtas (Myro *et al.*, 2014).

A pesar de los cambios, ciertos paradigmas permanecen invariables. Las inversiones internacionales mantienen un marcado carácter procíclico, y los intercambios comerciales y de inversión siguen teniendo una fuerte dimensión regional. Sin embargo, en años recientes, algunos analistas y organismos internacionales, como la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), (2024a), advierten sobre la divergencia entre las tendencias de la IED y las CGV frente al producto interior bruto (PIB) y el comercio. Los datos revelan una tendencia hacia la concentración en flujos intrarregionales, especialmente en Europa y Asia, donde la proximidad o afinidad (geográfica, cultural, idiomática) continúa jugando un papel crucial.

Estos mismos análisis destacan las divergencias en el comportamiento de las inversiones en servicios (en aumento) frente a manufacturas (en descenso), así como una mayor incertidumbre e imprevisibilidad en el panorama de la IED. Esta última tendencia se atribuye, en parte, a las motivaciones geopolíticas, que están emergiendo como factores determinantes en las decisiones de inversión. Además, se señala el impacto aún limitado de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) como generadores de nuevas oportunidades

de inversión en el desarrollo industrial, sugiriendo un potencial inexplorado en esta área para futuras estrategias de IED.

II. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA IED EN ESPAÑA

1. Trayectoria histórica de la IED en España: evolución y transformación

La IED ha jugado un papel crucial en la economía española, convirtiéndose en un factor determinante en su proceso de modernización y crecimiento durante las últimas décadas. España ha experimentado una transformación notable, pasando de ser un país cerrado con escasa presencia de capital extranjero a posicionarse como un destino atractivo y prioritario para inversores internacionales. A pesar de las fluctuaciones inherentes a los ciclos económicos, la tendencia general ha sido de crecimiento y diversificación. Al igual que otras economías de tamaño considerable, España ha logrado atraer a lo largo de este período un número significativo de empresas multinacionales, que han encontrado en el país un entorno favorable caracterizado por una economía cada vez más diversificada, con índices de crecimiento sostenido, un sector exterior dinámico y costes competitivos.

La evolución de la IED en España puede trazarse desde los años sesenta, cuando el Plan de Estabilización marcó un punto de inflexión. Este período vio cómo la baja presencia de inversión extranjera, resultado de políticas autárquicas y proteccionistas previas, comenzó a dar paso a una apertura gradual. Se observó un crecimiento modesto pero significativo de la inversión

extranjera, principalmente en sectores como la industria y el turismo. La transición democrática y, especialmente, la adhesión de España a la Comunidad Económica Europea en 1986, aceleraron esta tendencia, iniciando una trayectoria ascendente en la capacidad del país para atraer inversión exterior, que fue acompañada por una creciente internacionalización de las empresas españolas (gráfico 1).

La integración europea actuó como catalizador de cambios profundos en el panorama económico y empresarial español. La liberalización de la economía, las privatizaciones de empresas públicas, la desregulación de los mercados asociada a este proceso, la modernización del sistema bancario y financiero, y la mayor exposición a la competencia exterior contribuyeron a transformar radicalmente el tejido empresarial local. Durante este período, España se presentó como un terreno fértil para las empresas extranjeras, ofreciendo un mercado doméstico en expansión, costes comparativamente bajos y la posibilidad de acceder a mercados emergentes, particularmente en América Latina, utilizando España como plataforma. Con todo, los volúmenes de flujos que se alcanzan en este período son todavía modestos.

La adopción del euro a finales del siglo XX marcó el inicio de una nueva etapa de expansión para la IED en España. La eliminación de los riesgos de cambio y el aumento de la credibilidad de la economía española coincidieron con un período de rápida globalización (Real Instituto Elcano, 2018). Durante estos primeros años del nuevo siglo, las empresas de tenencia de valores extranjeros (ETVEs)(1)

adquirieron cierta relevancia en el panorama inversor español. Estas sociedades instrumentales, establecidas con el principal objeto de gestionar participaciones en empresas extranjeras, añadieron una nueva dimensión a los flujos de IED en el país.

Sin embargo, este período también trajo nuevos desafíos. España comenzó a enfrentar una creciente competencia interna en el continente por la atracción de inversiones. La incorporación de diez nuevos países a la Unión Europea en 2004 generó un contexto competitivo novedoso, con estos nuevos miembros ofreciendo ventajas en términos de costes y ubicación, además de mercados domésticos en expansión y poco saturados, próximos a Europa

Central. A pesar de estos retos, España logró mantener su atractivo como destino de inversión extranjera, experimentando además una notable diversificación sectorial en las inversiones recibidas.

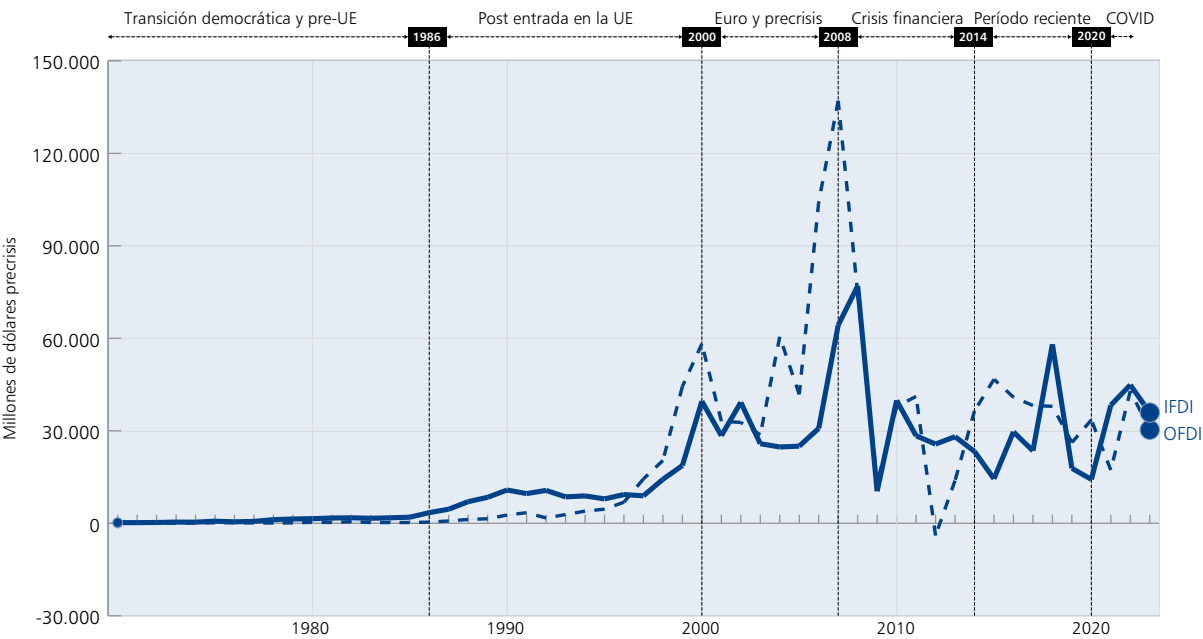
La crisis financiera global y el subsiguiente período de recuperación (2008-2014) provocaron fuertes correcciones en las cifras de IED recibida en España. Esto fue especialmente notorio tras los años 2007 y 2008, que habían sido excepcionalmente fuertes en términos de entrada de flujos debido a grandes operaciones puntuales, como la adquisición de Endesa por parte de Enel y la compra de Tabacalera por Imperial Tobacco. No obstante, es destacable que, incluso durante este

ciclo, España permaneció en el radar de los inversores internacionales. De hecho, la reducción de la inversión española en el exterior, particularmente vía adquisiciones, fue más pronunciada que la caída de las operaciones de adquisición transfronteriza con destino España.

Superada la crisis financiera, España ha experimentado un crecimiento sostenido de la IED, aunque con las fluctuaciones inherentes a las grandes operaciones corporativas. Un ejemplo destacado de estas fluctuaciones fue la adquisición de Abertis por la alemana Hochtief en 2018, que introdujo un pico significativo en las series de flujos de inversión. Esta tendencia positiva se enmarca en un contexto más amplio de recuperación econó-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE IED NETOS EMITIDOS (OFDI) Y RECIBIDOS (IFDI) POR ESPAÑA

Millones de dólares a precios corrientes



Fuente: UNCTAD (2024).

mica: entre 2014 y 2019, una vez estabilizadas las primas de riesgo, la economía española retomó una senda de expansión, acompañada de un incremento constante en los flujos de inversiones desde los mínimos registrados en 2009-2010.

Esta trayectoria ascendente se vio interrumpida por el colapso de la economía mundial en 2020-2021, consecuencia directa de la pandemia de COVID-19, aunque operaciones como la de la francesa Vinci en Cobra a finales de 2021 enmascaran el efecto en la evolución de los flujos.

2. España en el panorama global de la IED

España mantiene una posición destacada tanto entre los

principales receptores de inversión extranjera como entre los inversores más activos en el exterior. Según los datos recientes de la UNCTAD (2024b), España ocupa el undécimo puesto a nivel mundial como receptora de flujos netos de IED desde 1990, ascendiendo al décimo si se excluyen los paraísos fiscales. Con una media anual superior a 26.000 millones de dólares, España ha captado el 1,9 por 100 de los flujos globales desde ese año, posicionándose como el cuarto país europeo en flujos acumulados, solo por detrás del Reino Unido (3 por 100), Alemania (2,6 por 100) y Francia (2,1 por 100).

En 2023, España mantuvo esta undécima posición global (décima excluyendo paraísos fis-

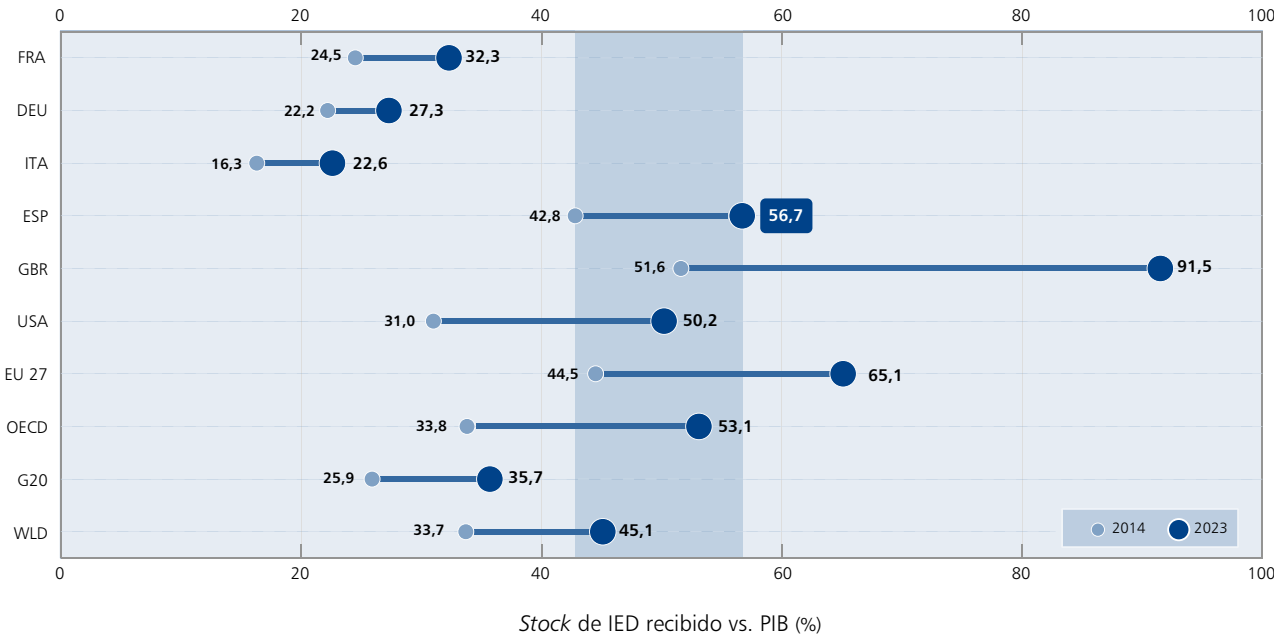
cales), recibiendo 35.914 millones de dólares, equivalentes al 2,7 por 100 del total mundial. Ascendió al tercer puesto europeo, superando al Reino Unido, cuyas cifras se vieron afectadas por transacciones financieras específicas.

Como inversor en el exterior, España muestra una fortaleza similar, con flujos netos anuales superiores a 33.000 millones de dólares desde 1990. Ocupa el décimo lugar a nivel global y el quinto europeo, siendo responsable del 3,2 por 100 de los flujos globales emitidos en este período.

En términos de *stock*, España se posicionó en 2023 como la decimoquinta economía receptora de IED a nivel mundial (decimocuarta excluyendo paraísos

GRÁFICO 2
STOCK DE IED RECIBIDA FRENTE AL PIB, 2014-2023

Porcentajes



Fuente: Elaboración propia, con datos de la OCDE (2024).

fiscales) y octava europea, con 897.268 millones de dólares. Esta cifra equivale al 56,7 por 100 de su PIB y representa el 2 por 100 del *stock* total mundial. Como inversor en el exterior, España ocupa el puesto 18 global y 10 en Europa, con un *stock* emitido de 630.189 millones de dólares, el 1,4 por 100 del total mundial.

Los datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), (2024) destacan que en la última década la participación del *stock* de IED en la economía española ha aumentado en más de 10 puntos porcentuales (gráfico 2). El *stock* de IED recibido en España en 2023 frente al PIB supera la media mundial (45 por 100), la de la OCDE (53 por 100) y la de otros grandes países europeos como Francia (33,4 por 100), Alemania (25,3 por 100) o Italia (21,9 por 100).

3. Marco regulatorio de la IED en España

En la última década, España se ha distinguido como uno de los países con menores barreras a la IED. Según datos de la OCDE (2020), España se posicionaba en 2020 como el noveno país a nivel mundial con mayor apertura a la inversión exterior, destacando por sus bajas restricciones al capital extranjero y a la contratación de talento foráneo en puestos clave. Esta apertura situaba a España como la economía de gran tamaño más accesible a la inversión, superando a países como Alemania, Reino Unido, Irlanda, Francia, Italia o Japón, y muy por encima de la media de los países de la OCDE.

La política de apertura de España hacia la inversión ex-

tranjera se refleja en una legislación que garantiza la igualdad de trato entre inversores nacionales y extranjeros. El país es signatario de numerosos Acuerdos de Promoción y Protección Recíproca de Inversiones (ICEX-Invest in Spain, 2024) y, como miembro de la Unión Europea, se beneficia de los acuerdos comerciales y de inversión de la Unión Europea (UE).

Sin embargo, es importante señalar que, en línea con otros países desarrollados, especialmente europeos y de la OCDE, España implementó en marzo de 2020 una suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras realizadas por residentes de fuera de la UE y de la Asociación Europea de Libre Cambio (AELC). Esta medida, enmarcada en el Reglamento de la UE para el control de las inversiones directas, requiere una autorización previa para inversiones en sectores críticos y actividades que puedan afectar la seguridad, el orden público o involucren a inversores de naturaleza pública.

Aunque los datos de la Subdirección General (S.G) de Inversiones Exteriores (2024) sugieren que este endurecimiento no ha tenido un impacto significativo en las operaciones que han solicitado autorización (más de 860 solicitudes desde 2020, con solo una denegación y 24 autorizaciones con medidas de mitigación), será necesario un análisis más profundo, que ayude a evaluar el posible efecto disuasorio sobre operaciones que no llegaron a plantearse, así como el impacto de la capa de complejidad adicional introducida y el retraso en la ejecución de las operaciones como consecuencia que el proceso de autorización pueda haber tenido en estas.

4. Desafíos en la medición de la IED

La medición precisa de la IED se enfrenta a un desafío fundamental: la ausencia de una fuente única y definitiva de información. Esta situación se deriva de la existencia de múltiples organismos e instituciones, tanto nacionales como internacionales, que recopilan y publican datos sobre la inversión utilizando diferentes definiciones de IED, umbrales de participación considerados, metodologías de recopilación y valoración de activos, períodos de referencia, etc. A pesar de los esfuerzos reconocidos por organizaciones como la OCDE y el Fondo Monetario Internacional (FMI) para establecer estándares internacionales, como el *manual de la balanza de pagos y posición de inversión internacional* (MBP6 [IMF, 2009]), persisten discrepancias importantes entre países en la recopilación y presentación de los datos de IED. Esta diversidad de fuentes, como se verá en el siguiente apartado, ofrece una riqueza de perspectivas, pero también genera discrepancias en las cifras reportadas, lo que complica la tarea de investigadores, analistas y responsables políticos a la hora de obtener una visión clara y consistente del panorama de la IED en el país.

Este desafío se ve acompañado, además, de otros retos que complican la obtención de datos fiables y comparables. Por un lado, la complejidad de las estructuras corporativas multinacionales dificulta, en algunos casos, la identificación del origen real de las inversiones, especialmente cuando se utilizan entidades intermediarias, *hubs* de tránsito o paraísos fiscales; el tratamiento de las entidades de propósito especial (*SPEs*) y

las inversiones circulares (*round-tripping*) varía significativamente entre jurisdicciones. Además, la distinción entre IED y otras formas de inversión, como la inversión en cartera, no es siempre clara, particularmente en el caso de las fusiones y adquisiciones transfronterizas. Otro reto relevante es la captura de las reinversiones de beneficios, que pueden ser subestimadas o registradas con retraso. La volatilidad de los tipos de cambio también puede introducir distorsiones en la valoración de las inversiones en las series temporales. Por último, la creciente importancia de los activos intangibles y de la economía digital plantea nuevos desafíos para cuantificar y atribuir correctamente el valor de las inversiones.

Un desafío adicional y crítico en la medición de la IED es la disparidad en los momentos de registro de las inversiones entre diferentes fuentes. Algunas instituciones y bases de datos, especialmente aquellas que se centran en proyectos de inversión *greenfield* o adquisiciones, tienden a reportar las inversiones en el momento de su anuncio público. Aunque esto puede proporcionar una imagen más actualizada de las intenciones de inversión, no necesariamente refleja la realidad de los flujos de capital. Por otro lado, fuentes oficiales como los bancos centrales, las organizaciones estadísticas nacionales o, en el caso de España, el Registro de Inversiones Exteriores, suelen registrar las operaciones solo cuando se hacen efectivas, lo que puede ocurrir meses (o, incluso, años) después del anuncio inicial, especialmente en un contexto como el actual de necesidad de autorización previa de ciertas operaciones. Esta discrepancia no solo dificulta la comparación entre fuentes, sino que también

puede llevar a interpretaciones erróneas de las tendencias de inversión a corto plazo.

Del mismo modo, por su naturaleza, en algunos casos los datos disponibles son provisionales y están sujetos a revisión posterior, bien por el reporte tardío por parte de las empresas a las fuentes oficiales (algunas fuentes lo describen como *reporting lag*), por la incorporación de información más detallada o corregida, o por ajustes metodológicos. De nuevo, estas revisiones pueden alterar sustancialmente la interpretación de las tendencias a corto plazo, especialmente en períodos en los que se registran grandes transacciones, lo que exige una especial cautela al analizar los datos más recientes.

III. LA INVERSIÓN RECIBIDA POR ESPAÑA

1. Panorama global de la IED en 2023

El panorama global de la IED se encuentra en un punto de inflexión, caracterizado por una creciente incertidumbre y complejidad. La inestabilidad de las condiciones económicas y financieras, exacerbada por conflictos bélicos como la guerra en Ucrania y las tensiones geopolíticas entre potencias mundiales, ha generado un entorno poco propicio para la inversión internacional. Esta volatilidad se manifiesta en fluctuaciones de tipos de cambio, disrupciones en las cadenas de suministro globales y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Paralelamente, el ámbito regulatorio está experimentando cambios significativos. Por un lado, muchos países están implementando medidas de control más estrictas sobre inversiones extranjeras en

sectores considerados estratégicos, citando razones de seguridad nacional, que han intentado compensar en algunos casos con medidas de facilitación. Por otro lado, existe una creciente presión para alinear las inversiones con objetivos de sostenibilidad y responsabilidad social, lo que está redefiniendo el marco de acción de la inversión sostenible. Estos factores combinados están llevando a una reevaluación de las estrategias de inversión global, con un enfoque creciente en la resiliencia, la diversificación geográfica y la adaptabilidad a un entorno regulatorio en constante evolución.

En este contexto, los flujos globales de inversión extranjera directa en 2023 experimentaron una ligera contracción del 1,8 por 100 respecto al año anterior, situándose en 1,33 billones de dólares (gráfico 3), según los últimos datos publicados por la UNCTAD (2024b). Sin embargo, esta cifra enmascara una realidad más compleja. Al descontar los efectos de los flujos financieros canalizados a través de ciertas economías europeas que funcionan como centros (*hubs*) de tránsito, el descenso real en 2023 fue significativamente más pronunciado, alcanzando un 10 por 100. Este dato refuerza la tendencia descendente a medio plazo que se viene observando desde los máximos históricos registrados en 2015.

La IED en 2023 presentó un comportamiento dispar entre los diferentes tipos de inversión. La financiación internacional de proyectos, un componente crucial para el desarrollo de infraestructuras, experimentó una contracción significativa del 26 por 100. Las fusiones y adquisiciones transfronterizas sufrieron una caída aún más pronunciada,

con una disminución del 46 por 100 en valor. Estos datos reflejan una cautela persistente entre los inversores ante un entorno económico global incierto.

Sin embargo, los anuncios de proyectos *greenfield* (proyectos de nueva inversión) aportaron un punto de optimismo en este escenario. Estos proyectos registraron un incremento del 2 por 100 en número y del 5,4 por 100 en valor. Esta tendencia positiva fue particularmente notable en el sector manufacturero, sugiriendo una renovada confianza en la expansión de capacidades productivas a nivel internacional.

En lo que respecta a la distribución geográfica de los flujos de IED, las cifras en los países desarrollados han estado fuertemente influenciadas por transacciones financieras, en parte motivadas

por movimientos anticipatorios a la potencial implementación de un impuesto mínimo global para grandes multinacionales, y por una marcada caída en el valor de las operaciones de fusiones y adquisiciones. Europa experimentó un giro notable, pasando de registrar flujos negativos de 106.000 millones en 2022, a una cifra positiva de 16.000 millones en 2023, una volatilidad atribuida a las grandes oscilaciones en países que actúan como centros financieros de tránsito. Norteamérica mostró una relativa estabilidad, con un descenso moderado del 5 por 100, mientras que el resto de los países desarrollados experimentó una caída más pronunciada, del 44 por 100. Las economías en desarrollo, tras años de mantener un comportamiento robusto, vieron un descenso del 7 por 100 en la recepción de IED en 2023.

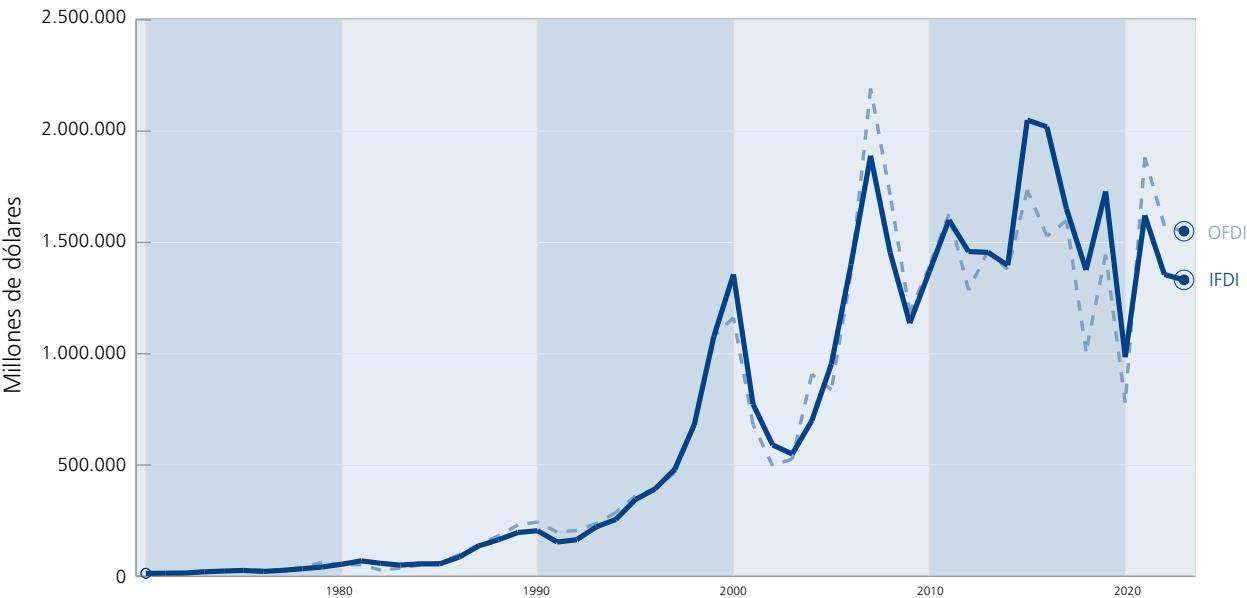
En términos sectoriales, las industrias intensivas en cadenas globales de valor (CGV) mostraron un repunte significativo, marcando una recuperación notable tras el duro golpe sufrido durante la pandemia. Por el contrario, los proyectos internacionales en infraestructuras y en la economía digital experimentaron un descenso, también observado en las inversiones en semiconductores y energías renovables, que habían mostrado un fuerte crecimiento en 2022.

2. Evolución y características de la IED en España

El análisis de los datos proporcionados por el Registro de Inversiones (2024) del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, revela un panorama dinámico de la IED en España desde 1993, primer año del que se dispone de

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE IED NETOS EMITIDOS (OFDI) Y RECIBIDOS (IFDI) A NIVEL MUNDIAL

Millones de dólares a precios corrientes



Fuente: UNCTAD (2024b).

información (gráfico 4). En este período, España ha captado flujos de inversión productiva bruta del exterior por un valor acumulado de 583.805 millones de euros, 18.617 millones anuales. En la última década, coincidente con el período tras la crisis financiera y posterior período de recuperación (2014-2023), España ha recibido una media anual cercana a los 30.000 millones anuales.

Las inversiones en España en las ETVE han tenido un papel cambiante. Estas estructuras tuvieron un protagonismo significativo entre 1999 y 2010, y han representado, históricamente, el 24 por 100 del total de la inversión bruta recibida en España. Sin embargo, su relevancia ha disminuido gradualmente con el paso del tiempo. En el último lustro, su participación se ha reducido al 13,5 por 100 de los flujos recibidos. Salvo

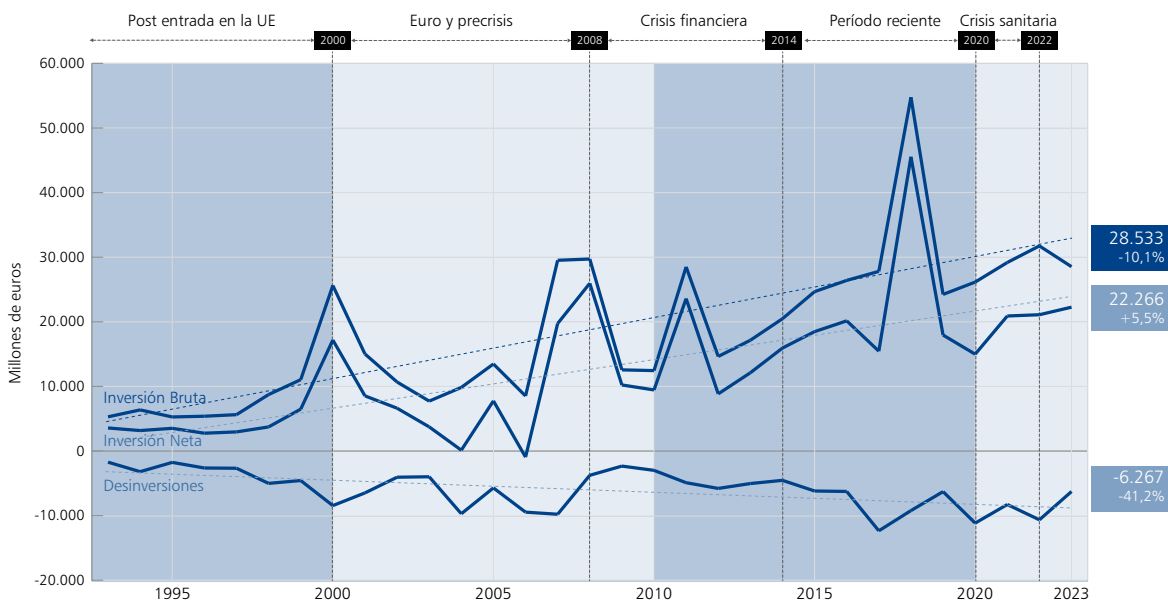
que se indique lo contrario, en el análisis que sigue se tienen en cuenta únicamente las inversiones productivas, sin incluir las ETVE.

En cuanto a la naturaleza de las inversiones, las adquisiciones han desempeñado un papel crucial en la atracción de capital extranjero a España. El análisis de la última década muestra que estas operaciones han constituido el 41 por 100 de los flujos recibidos. Les siguen en importancia las otras ampliaciones, que representan el 39 por 100 del total. Estas ampliaciones, en algunos casos, actúan como operaciones preliminares a futuras adquisiciones (2). Por último, las nuevas inversiones, que abarcan tanto proyectos *greenfield* (creación de nuevas instalaciones) como *brownfield* (expansión o renovación de instalaciones existentes) han supuesto el 20 por 100 de los flujos en este período (3).

A nivel regional, a la espera del impacto que puedan tener sobre el reparto de los flujos futuros los recientes cambios en el régimen de declaración de inversiones exteriores, que supondrán la inclusión de operaciones que hasta ahora no se reflejaban en las cifras del Registro (e.g. financiación intragrupo, operaciones sobre empresas cotizadas), cambios en los umbrales de las operaciones reportadas (e.g. se ha rebajado el umbral en la adquisición de inmuebles) y un mayor rigor en la identificación de la ubicación de las inversiones, la Comunidad de Madrid ha sido el destino del 60,4 por 100 de los flujos productivos de inversión extranjera que han recalado en España desde 1993, 352.727 millones de euros. Siguen, a mucha distancia, Cataluña (15,5 por 100), País Vasco (4,9 por 100), Comunidad Valenciana (3,5 por 100) y Andalucía (2,2 por 100).

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LA IED PRODUCTIVA BRUTA Y NETA EN ESPAÑA

Millones de euros, No-ETVE



Fuente: Registro de Inversiones, junio de 2024.

La distribución sectorial de la IED en España se caracteriza por una marcada concentración, influenciada, significativamente, por grandes operaciones puntuales. El sector servicios ha sido el principal receptor de estos flujos, acaparando el 57,5 por 100 del total. Dentro de este sector, destacan por su peso las inversiones en telecomunicaciones, comercio, actividades inmobiliarias y el sector financiero.

Sigue en importancia el sector industrial, que ha captado el 34,1 por 100 de las inversiones, con una presencia destacada en el suministro de energía y en diversas ramas manufactureras, incluyendo la industria química, alimentaria, cementera y automotriz.

La construcción ha logrado atraer el 7,7 por 100 de los flujos de inversión, mientras que las inversiones en el sector primario se han mantenido en niveles bajos (0,7 por 100).

El análisis del origen de estas inversiones, considerando el país último en la cadena de titularidad empresarial, revela un patrón de concentración en las economías desarrolladas. Desde 1993, los países de la OCDE han sido la fuente predominante, aportando el 90 por 100 de los flujos de IED productiva bruta.

Dentro de este grupo, los países europeos han mantenido su posición como principal fuente de inversión, aunque su cuota ha experimentado una ligera disminución en la última década. No obstante, aún representan el 68 por 100 del total histórico (57 por 100 en los últimos diez años). Reino Unido lidera esta lista, con un 15,5 por 100 de las inversiones, seguido por Francia (12 por 100), Alemania (8,3 por

100), Países Bajos (7,2 por 100), Italia (6,2 por 100), España (inversiones circulares, 5,8 por 100) y Luxemburgo (3,1 por 100).

Las inversiones norteamericanas han ganado relevancia en los últimos años. Si bien representan el 16,3 por 100 del total acumulado desde 1993, su peso ha aumentado considerablemente, alcanzando el 24,6 por 100 en el último lustro. Estados Unidos destaca particularmente, con un 15,1 por 100 del total histórico, pero superando el 20 por 100 en la última década. Canadá también ha emergido como un inversor importante, situándose entre los 20 principales países de origen, con un 1,2 por 100 del total.

La región de Asia y Oceanía ha mostrado un crecimiento notable en su participación como fuente de IED en España. Su cuota ha pasado del 1,8 por 100 entre 1994 y 2003 al 13,5 por 100 en la última década. Japón lidera este grupo con un 1,9 por 100 del total, seguido por Australia (1,6 por 100, pero 2,8 por 100 en la última década) y China (1,1 por 100). Es importante señalar que estas cifras podrían subestimar la inversión real de China en España, ya que algunas adquisiciones significativas de empresas ya extranjeras (como las inversiones chinas en EDP en 2011) no se reflejan en los flujos, aunque sí en los datos de *stock*.

América Latina y Caribe también han incrementado su presencia como inversores en España, aunque a un ritmo menos acelerado. Representan el 5,2 por 100 de los flujos acumulados desde 1993, con México a la cabeza, aportando el 2,5 por 100 del total y posicionándose como el principal inversor de la región en el país.

Por último, las inversiones procedentes de África mantienen una presencia marginal, representando apenas el 0,5 por 100 del total de la IED recibida por España.

2.1. Breve nota sobre los datos más recientes

Tras un 2022 excepcional, en el que se registró la segunda mayor cifra de toda la serie histórica, a pesar de que la mayor operación registrada en el año apenas superaba los 3.000 millones de euros (la oferta pública de adquisición (OPA) de Siemens Energy sobre Gamesa en el País Vasco), en 2023 se anotaron 28.533 millones de euros de inversión productiva bruta en España, un 10,1 por 100 menos que el año precedente. Esta cifra marca el fin de una tendencia al alza iniciada en 2020, aunque los niveles de 2023 se mantuvieron por encima de la media anual del último lustro.

Un aspecto particularmente positivo de 2023 fue la significativa reducción de las desinversiones, que cayeron un 41,2 por 100. Esta contracción permitió que, en términos netos, la IED experimentara un crecimiento del 5,5 por 100 interanual, alcanzando los 22.266 millones de euros.

Un año más, las operaciones de adquisición (43 por 100 de los flujos en el año) y las otras ampliaciones realizadas por empresas residentes de capital extranjero (37,2 por 100), que en algunos casos son operaciones previas a una adquisición posterior, aparecen como grandes protagonistas en 2023, con un peso superior al de las nuevas inversiones (*greenfield o brownfield*, 19,8 por 100 del total en el año).

3. Radiografía del stock de IED en España

El *stock* de IED es un indicador fundamental que refleja la confianza a largo plazo de los inversores internacionales en la economía y las empresas españolas. Así, la posición inversora cuantifica el valor acumulado de los activos que los inversores extranjeros mantienen en empresas radicadas en España, incluyendo tanto las inversiones directas como la financiación entre empresas relacionadas.

Según los datos más recientes del Registro de Inversiones, la posición inversora extranjera en España alcanzó los 593.647 millones de euros a cierre de 2022 (4), lo que supone un incremento del 3,2 por 100 respecto al año anterior. Si nos centramos exclusivamente en las inversiones productivas, excluyendo las ETVE, el *stock* se sitúa en 551.616 millones de euros, un 3,7 por 100 más que el año precedente (gráfico 5).

En el último año disponible, un 90 por 100 del *stock* corresponde al patrimonio neto de las empresas de capital extranjero, frente a un 10 por 100 de financiación exterior de las empresas de sus respectivos grupos, una partida que llegó a representar el 20,2 por 100 en 2014.

A cierre de 2022, el número de empresas declarante al Registro de Inversiones ascendía a 18.366 empresas, un 40 por 100 de ellas cabecera de grupo, el resto empresas participadas por las anteriores.

El año 2022 marca un hito significativo en la serie histórica de este indicador. Tras nueve años consecutivos de crecimiento, se ha alcanzado un máximo histórico que supera en un 118 por 100 las cifras registradas en

2007, primer año para el que el Registro ofrece datos de esta variable.

La relevancia de este *stock* de IED productiva se hace más evidente al contextualizarlo en términos relativos. En 2022, representó el 41 por 100 del PIB español, 11.732 euros per cápita. Es destacable que el peso del *stock* de IED sobre el PIB ha experimentado una evolución muy positiva, incrementándose en más de 17 puntos porcentuales desde 2007 según los datos del Registro, mostrando su creciente importancia relativa en la economía española.

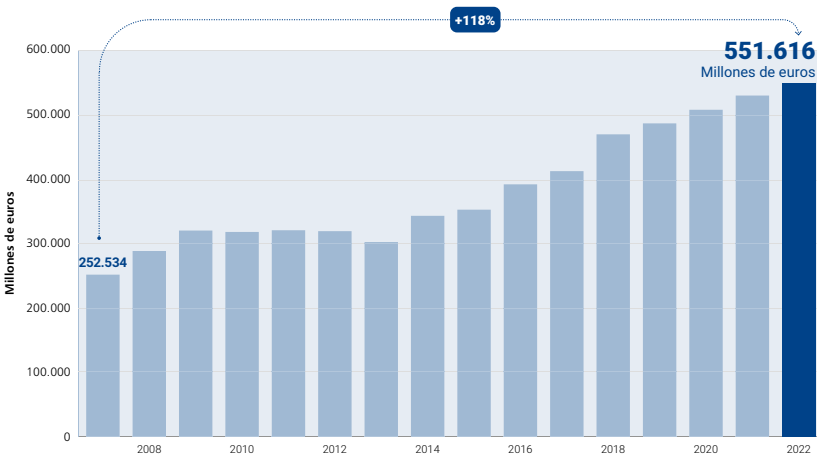
La distribución geográfica del *stock* de IED en España, al igual que la de los flujos, muestra una marcada concentración regional. Según los datos más recientes, la Comunidad de Madrid se erige como el principal polo de atracción, acumulando el 69 por 100 de *stock* de IED nacional, tras haber subido 6 puntos porcentuales su peso desde 2007. A una

distancia considerable se sitúa Cataluña, que alberga el 13,7 por 100 del total (4 puntos porcentuales menos que en 2007), seguida por el Principado de Asturias y el País Vasco, con un 3,2 por 100 y 3,1 por 100, respectivamente, ambas con un cierto retroceso desde 2007. El resto de regiones han mantenido su peso sobre el total relativamente estable, con variaciones inferiores en su mayoría a medio punto porcentual desde 2007.

En cuanto al origen de la inversión, Estados Unidos se ha consolidado desde 2013 como el principal inversor en España en términos de *stock* de IED. Con 106.950 millones de euros en 2022, representa el 19,4 por 100 del *stock* total, lo que evidencia la fuerte presencia de capital estadounidense en la economía española. Le siguen varios países europeos: Francia con un 11,7 por 100, Reino Unido con un 10,5 por 100, Alemania con un 9,7 por 100, e Italia con un 9,5 por 100. Es notable el caso de Italia,

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL STOCK-POSICIÓN INVERSORA EN ESPAÑA

Millones de euros, No-ETVE



Fuentes: Registro de Inversiones, junio de 2024, e Informes posición 2012-2021.

que lideró esta clasificación entre 2009 y 2013, gracias a las fuertes inversiones de Enel en Endesa. México también destaca como un inversor significativo fuera del eje Europa-Estados Unidos, con un 5,1 por 100 del *stock* total, en parte gracias a fuertes inversiones en el sector del cemento. Australia (puesto 11, 2,5 por 100 del total), Japón (puesto 12, 2,3 por 100) y China (puesto 13, 2,1 por 100) presentan incrementos muy significativos en su *stock* en España desde 2007.

El macrosector servicios se mantiene en 2022 como el principal receptor, con un 49,3 por 100 del total, un porcentaje muy similar al que presentaba el primer año para el que el Registro ofrece datos (48,6 por 100 en 2007). La industria supone un 44,9 por 100, prácticamente 2 puntos porcentuales menos que en 2007, mientras que la construcción (5,3 por 100 en 2022) y el sector primario (0,5 por 100) se mantienen a mucha distancia.

Si se analizan subsectores, se observa una fuerte correlación con aquellos sectores que han sido receptores de grandes operaciones puntuales en el pasado, en sectores muy intensivos en capital. Dieciséis sectores superan los 10.000 millones de euros de inversión acumulada. Entre ellos sobresale el sector de suministro de energía, que lidera la clasificación con 84.382 millones de euros (15,3 por 100 del total, liderando a partir de las grandes inversiones de 2008 y 2009). Le siguen las actividades inmobiliarias con 55.205 millones (10 por 100, tras haber sido el segundo sector que más ha incrementado el *stock* en términos absolutos desde 2007), el comercio al por mayor e intermediarios (38.928 millones, 7,1 por 100), la fabricación de otros productos mi-

nerales no metálicos (25.351 millones, 4,6 por 100, a pesar de encontrarse un 27 por 100 por debajo de su pico en 2016) y las telecomunicaciones (24.974 millones, 4,5 por 100). Servicios financieros (4,1 por 100, cuarto sector que más ha crecido en términos absolutos desde 2007), la industria química (3,5 por 100), los seguros y fondos de pensiones (3,3 por 100), la construcción de edificios (2,7 por 100) y el comercio al por menor (2,6 por 100, único sector de los diez primeros que presenta una evolución negativa desde 2007) completan el listado de los diez principales sectores en cuanto a *stock* acumulado.

3.1. Inmovilizado material

El inmovilizado material, por su parte, aporta una perspectiva complementaria en cuanto a dónde se realiza de forma efectiva la inversión. Este indicador valora el conjunto de bienes físicos de carácter más duradero que las empresas dedican al desarrollo de sus actividades, proporcionando así una visión más tangible de dónde y cómo se materializa efectivamente la inversión.

El inmovilizado material ligado a la inversión extranjera en España alcanzó los 160.986 millones de euros a cierre de 2022, tras un incremento frente al año anterior del 4,7 por 100. En términos relativos, esta cifra equivale al 12,0 por 100 del PIB en el año, 3.424 euros per cápita, subrayando la considerable contribución de la inversión extranjera a la infraestructura productiva del país.

La evolución de este indicador ha sido notablemente positiva en la última década. Desde 2009, primer año para el que se dispo-

ne de esta variable, su valor ha experimentado un crecimiento acumulado del 96 por 100. Es destacable que este aumento supera en 24 puntos porcentuales el crecimiento del *stock* de inversión total en el mismo período, lo que sugiere una tendencia hacia inversiones más intensivas en capital físico.

Esta variable, que suele tener mayor representación en regiones con más peso en el sector industrial frente a regiones más orientadas a servicios, supone el 29,2 por 100 del *stock* de inversión total en España. La Comunidad de Madrid (23,4 por 100), Cataluña (20,3 por 100), Andalucía (15,4 por 100) y la Comunidad Valenciana (6,3 por 100) son las regiones que alojan un mayor volumen de dicho inmovilizado.

4. Impacto y distribución del empleo generado por la IED

El impacto de la IED en el mercado laboral español es significativo y creciente. Según los datos del Registro de Inversiones más recientes, correspondientes a 2022, las empresas de capital extranjero mantienen 1,88 millones de empleos directos en España, lo que representa un aumento del 4,8 por 100 respecto al año anterior. Esta cifra adquiere mayor relevancia cuando se contextualiza en el panorama laboral nacional: constituye el 9,1 por 100 de la población ocupada y el 7,9 por 100 de la población activa al cierre de ese año.

La evolución del empleo vinculado a la IED refleja la resiliencia y el dinamismo de estas empresas en el mercado español (gráfico 6). Tras el grave impacto de la crisis financiera de 2008, se ha observado una recuperación

sostenida. Desde 2014, se han encadenado ocho años consecutivos de crecimiento en el volumen de empleo asociado a la inversión extranjera. Este período de expansión ha resultado en la creación de más de 700.000 nuevos puestos de trabajo en empresas de capital foráneo, tomando como referencia los mínimos registrados en el bienio 2013-2014.

Este crecimiento es, en términos relativos, notablemente superior al incremento de los ocupados totales en España en el mismo período: 60 por 100 del crecimiento ligado a IED, frente a un 17 por 100 de crecimiento de la población ocupada. Indudablemente, el dinamismo de las multinacionales extranjeras en España ha contribuido a la recuperación del empleo en España en esta última década.

Un aspecto destacable de este panorama es la concentración del empleo en un número relativamente reducido de empresas. Las grandes corporaciones, que representan el 33 por 100 del total de empresas de capital extranjero que reportan al Registro, son responsables del 94 por 100 de los empleos vinculados al stock de inversión; esta proporción se ha mantenido estable durante los últimos seis años. Estas cifras requieren consideraciones sobre la necesidad de apoyar al crecimiento de empresas de menor tamaño y de la relevancia estratégica de monitorizar adecuadamente y atender a un conjunto relativamente reducido de empresas de gran tamaño.

La distribución del empleo vuelve a poner de manifiesto los desafíos en términos de equilibrio territorial en la atracción y retención de inversión extranjera generadora de empleo.

La Comunidad de Madrid se erige como el principal polo de empleo, albergando 559.836 puestos de trabajo ligados a IED, el 29,8 por 100 del total nacional. Siguen Cataluña (371.292 empleos, 19,8 por 100), Andalucía (260.169 empleos, 13,8 por 100), Comunidad Valenciana (122.996 empleos, 6,5 por 100) y el País Vasco (75.651 empleos, 4 por 100). Todas las regiones sin excepción presentan en 2022 datos de empleo ligado a IED superiores a los que tenían antes de la crisis financiera de 2008, aunque el ritmo de recuperación ha sido desigual.

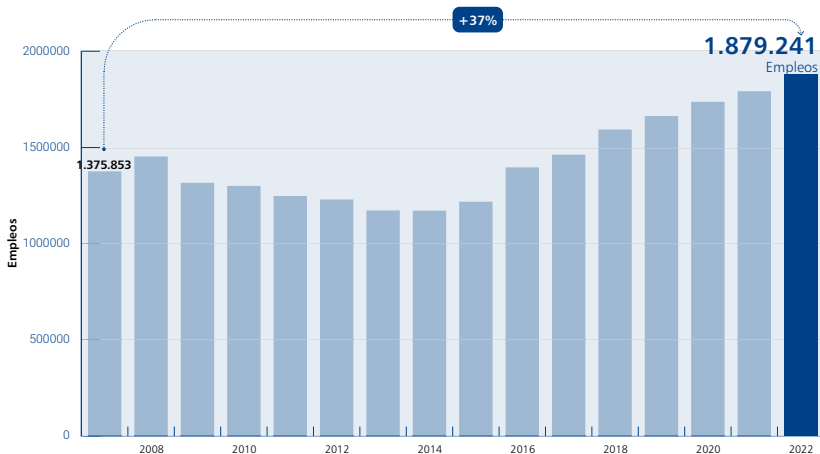
4.1. Origen geográfico

Aunque se identifica prácticamente una veintena de países con más de 10.000 empleos en España en 2022, la concentración del empleo en los diez principales países inversores ha sido tradicionalmente alta, y las variaciones en la composición y orden de los principales inversores con respecto a esta variable han sido reducidos.

Así, los diez principales países inversores en cuanto a empleo en España en 2022, mayoritariamente europeos con la notable excepción de Estados Unidos y Japón, son responsables del 85 por 100 del empleo total en empresas de capital extranjero en el país.

Francia mantiene su posición de liderazgo en 2022, siendo responsable de 401.398 empleos, lo que representa el 21,4 por 100 del total. Estados Unidos se consolida en el segundo puesto con 272.183 empleos (14,5 por 100 del total), seguida por Alemania (248.398 empleos, 13,2 por 100), filiales de empresas españolas en el extranjero (211.566 empleos, 11,3 por 100, tras más que duplicar su cifra en el año en una anotación ciertamente anómala del Registro) y Reino Unido (157.912 empleos, 8,4 por 100). Las cifras de empleo de Reino Unido, que registraron una fuerte caída el año posterior a la votación del *brexit* (-14 por 100), son ya un

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DEL STOCK DE EMPLEO DERIVADO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN ESPAÑA



Fuente: Registro de Inversiones, junio de 2024.

16 por 100 superiores a las que se registraban en 2016, y no parecen haber sido impactadas por su retirada efectiva de la UE en 2020. La lista de los diez principales inversores se completa con Países Bajos (73.662 empleos), Italia (67.785), Suiza (63.278, tras un fuerte ajuste del empleo en actividades relacionadas con el empleo), Suecia (53.815) y Japón (48.490). Además de los anteriores, es significativo el crecimiento en España entre 2007 y 2022 del empleo en términos absolutos en empresas irlandesas, canadienses, de Rumanía y de Sudáfrica. En sentido contrario, es muy significativo el descenso del empleo en empresas de Rusia, que en el último año pierden más de 23.000 empleos. La fuerte progresión del empleo en empresas de capital chino se vio truncada en 2021, tras un descenso significativo ligado al cambio de titularidad de Urbaser, ahora en manos estadounidense. 4.2. Sectores La distribución sectorial del empleo generado por la IED en España revela patrones significativos que difieren, en cierta medida, de la estructura general del mercado laboral español. El sector servicios emerge como el principal generador de empleo vinculado a la inversión extranjero, concentrando el 70,9 por 100 del total. Le sigue el sector industrial con un 25,3 por 100, la construcción con un 3,3 por 100, y el sector primario con un 0,4 por 100. Es particularmente relevante el peso del sector industrial en las empresas de capital extranjero, que supera en 11,7 puntos	porcentuales su participación en la distribución general de ocupados en la economía española. La IED es fundamental en el mantenimiento y desarrollo del tejido industrial del país, contribuyendo a su modernización y competitividad. Desglosando por actividades específicas, comercio al por menor lidera con 253.500 empleos, reflejando la fuerte presencia de cadenas internacionales en el mercado español. Siguen comercio al por mayor e intermediarios (143.340 empleos), programación, consultoría y otras actividades relacionadas (121.062), fabricación de vehículos (103.519), investigación y desarrollo (99.231[5]) o servicios de comidas y bebidas (62.446, reflejando la importancia del turismo y la hostelería). Otra docena de sectores supera los 30.000 empleos en España en el último año. 5. España como destino de inversión <i>greenfield</i> Los proyectos <i>greenfield</i> anunciados constituyen una señal inequívoca del atractivo del país para las empresas multinacionales que buscan oportunidades de inversión, y constituyen un indicador adelantado de tendencias futuras de inversión. España se ha consolidado como un destino preferente para proyectos de inversión <i>greenfield</i> transfronteriza, según los datos recopilados por Orbis Crossborder Investment (Moody's, 2024) desde 2013 (gráfico 7). Desde ese año, se han anunciado 9.444 proyectos de inversión <i>greenfield</i> en España, lo que se traduce en una inversión total de 250.397 millones de dólares y la creación de 605.553 empleos locales. Estas cifras equi-	valen a una media anual de 22.763 millones de dólares en inversión y 55.050 nuevos empleos, con un promedio de 27 millones de dólares y 64 empleos por proyecto. Esta trayectoria posiciona a España como el quinto país a nivel mundial y el tercero en Europa en recepción de proyectos <i>greenfield</i> transfronterizos, captando el 3,8 por 100 del total de proyectos anunciados globalmente desde 2013. Sin embargo, es importante señalar que los proyectos en España tienden a ser de menor escala que la media global, tanto en volumen de inversión (29 millones frente a 174 millones) como en generación de empleo (68 frente a 103 empleos por proyecto). Esta característica sitúa a España en el décimo puesto mundial en términos de volumen de inversión y en el octavo en creación de empleo. El año 2023 ha sido particularmente destacado para España en este ámbito. El país se ha posicionado como el cuarto destino mundial y segundo europeo en número de proyectos recibidos, con 1.365 anuncios, que representan el 5,4 por 100 del total global. Esta cifra solo es superada por Estados Unidos, Reino Unido y China. A pesar de la tendencia a proyectos de menor tamaño, España logra situarse en la novena posición mundial en volumen de inversión y en la séptima en generación de empleo para este año. Los proyectos anunciados en 2023 supondrán una inversión récord de 34.489 millones de dólares y la creación de 93.923 empleos locales, marcando máximos históricos en ambas categorías. Un factor importante a tener en cuenta a la hora de valorar la evolución de las cifras de proyectos <i>greenfield</i>, tanto de esta fuente como de otras como fDi Mar-
---	--	---

kets del Financial Times (que es la fuente que en última instancia utiliza la UNCTAD para sus informes), es que gracias al trabajo de algunas agencias de promoción de inversiones (API) en España y de otros agentes locales se ha conseguido dar más visibilidad a proyectos que en el pasado probablemente pasasen desapercibidos para estas fuentes y, por tanto, no estuviesen reflejadas en sus cifras. Siendo innegable la mejora del atractivo de España para este tipo de inversiones en la última década, es difícil pensar que el más que notable incremento en el volumen de proyectos (de una media de 250 al año entre 2003 y 2006, a prácticamente 800 al año en el último lustro, según fDi Markets, y por encima de los 1.100 en el caso de Orbis Crossborder Investment) no tenga un componente de mejora de la monitorización por parte de estas fuentes, que quizá no se haya dado todavía en otros países de habla no inglesa.

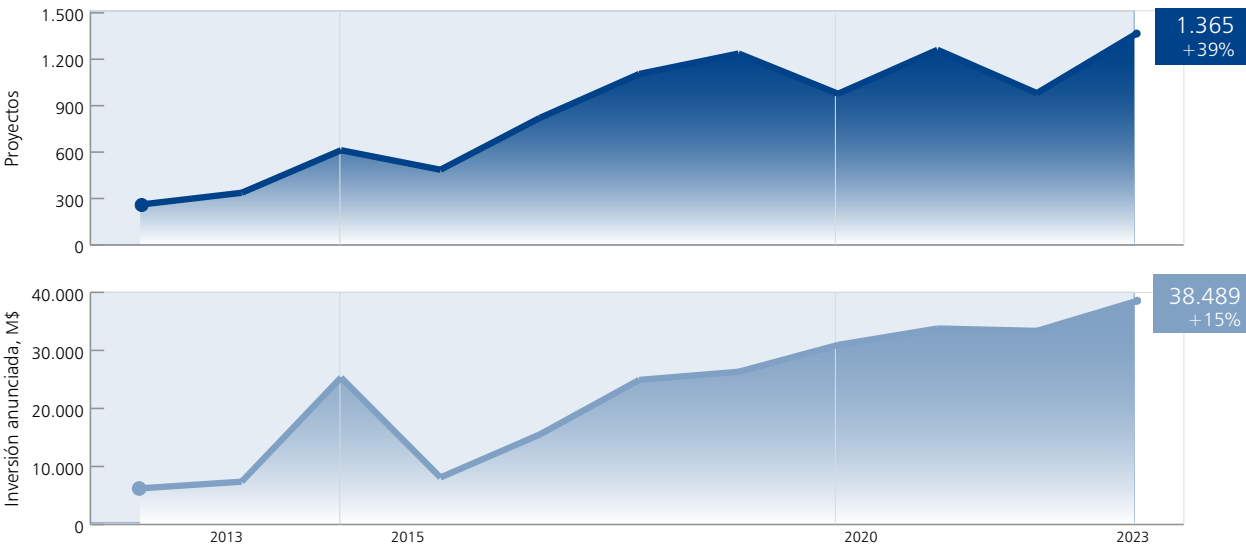
Cataluña emerge como el principal polo de atracción de este tipo de proyectos, captando el 28,7 por 100 del total de proyectos anunciados en España. Su liderazgo es más pronunciado en términos de volumen de inversión (31,8 por 100 del total) y en la generación de empleo (29,8 por 100). Le sigue la Comunidad de Madrid, acaparando el 21,9 por 100 de los proyectos y un porcentaje similar (20,2 por 100) del empleo, si bien su participación en el volumen de inversión es menor (13,7 por 100). Andalucía (12,3 por 100 de los proyectos, 9,1 por 100 de la inversión y 10,4 por 100 del empleo), la Comunidad Valenciana (7,6 por 100, 9,6 por 100 y 8,5 por 100, respectivamente) y el País Vasco (3,5 por 100, 2,3 por 100 y 2,8 por 100) completan los principales destinos de los proyectos *greenfield* en España.

En cuanto al origen de estas inversiones, se observa una amplia diversificación geográfica, con 3.477 empresas procedentes de casi un centenar de países responsables de los proyectos anunciados. Estados Unidos lidera como principal inversor, siendo responsable del 18 por 100 de los proyectos. Le siguen de cerca Alemania (16,2 por 100) y Francia (13,2 por 100). Reino Unido (8,3 por 100) y Países Bajos (6,1 por 100) completan el top cinco de países inversores, remarcando la fuerte presencia de inversores europeos.

La distribución funcional de los proyectos de inversión *greenfield* en España muestra cómo los proyectos de comercio minorista dominan en número, representando el 40,6 por 100 del total, aunque su impacto en términos de inversión (5,9 por 100) y empleo generado (12,9 por 100) es significativa-

GRÁFICO 7
PROYECTOS *GREENFIELD* TRANSFRONTERIZOS ANUNCIADOS EN ESPAÑA

Millones de dólares, empleos y proyectos



Fuente: Elaboración propia con datos de Orbis Crossborder Investment, junio de 2024.

mente menor. Les siguen en frecuencia las oficinas comerciales (14,1 por 100), logística y distribución (7,6 por 100), fabricación (6,9 por 100) y servicios empresariales (5,6 por 100). Destaca el notable impacto de los proyectos energéticos en volumen de inversión, acaparando el 13,6 por 100 del total, mientras que los proyectos de sedes centrales sobresalen en generación de empleo, contribuyendo con el 10 por 100 del total. 6. Filiales de empresas extranjeras en España Una mirada alternativa a la inversión y actividad de las empresas de capital extranjero en España nos la ofrecen datos como los publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en su Estadística de filiales extranjeras (FILINT, 2023), en su última actualización englobada en la Estadística de empresas según su pertenencia a grupos (gráfico 8). La presencia de empresas de capital extranjero muestra una tendencia creciente y significativa, y el número de filiales extranjeras en España se ha más que duplicado en los últimos diez años. Según sus últimos datos, publicados en septiembre de 2023 y correspondientes al año 2021, se identifican 14.761 filiales de empresas extranjeras operando en el país, tras un notable incremento del 25,9 por 100 respecto al año anterior. Es importante señalar aquí que el universo de empresas analizado por el INE excluye las empresas del sector financiero, construcción y agroalimentario, y que desde 2020 contabiliza unidades estadística «Empresa» (6) (esto es, lo que para el INE es una empresa, pueden ser varias unidades legales o NIF).	La distribución sectorial de estas filiales refleja la diversificación de la inversión extranjera en la economía española. El sector servicios concentra casi la mitad de estas empresas, con un 48 por 100 del total, frente a un 32 por 100 de empresas en comercio. Por su parte, el sector industrial alberga el 21 por 100 de las filiales. En cuanto al origen geográfico de estas empresas, se observa una predominancia de inversores europeos (78,5 por 100 de las empresas) y norteamericanos (14,3 por 100). Alemania lidera el <i>ranking</i> con 2.102 filiales, seguida de cerca por Francia con 1.633. Estados Unidos se posiciona en tercer lugar con 1.526 filiales, mientras que Reino Unido y Luxemburgo completan los cinco principales países de origen, con 1.509 y 1.276 filiales, respectivamente. El impacto económico de las filiales de empresas extranjeras en España es notablemente desproporcionado en relación con su número. A pesar de representar solo el 0,5 por 100 del total de empresas en los sectores analizados por el INE, estas filiales juegan un papel crucial en la economía nacional, gracias en buena parte al mayor tamaño medio de las empresas (representan el 30 por 100 del total de grandes empresas analizado por el INE, prácticamente el 40 por 100 en el segmento industrial). En términos de facturación, estas empresas generaron 591.963 millones de euros en 2021, lo que supone un incremento significativo del 17,7 por 100 respecto al año anterior. Esta cifra representa el 27,5 por 100 de la facturación total del país en los sectores analizados, resaltando la eficiencia y el alto valor añadido de estas operaciones.	La contribución de estas filiales al comercio exterior es aún más pronunciada. En 2021, fueron responsables de exportaciones por valor de 158.634 millones de euros, lo que equivale al 40 por 100 del total nacional. En el sector industrial, su peso se eleva hasta el 49 por 100. Estas empresas juegan, por tanto, un papel crucial en la internacionalización de la economía española y en su integración en las cadenas de valor globales. En cuanto a la inversión, las filiales extranjeras muestran un compromiso sustancial con el desarrollo de activos productivos en España y su contribución a la modernización del tejido productivo. Su inversión bruta en activos materiales alcanzó los 26.327 millones de euros, representando el 32,9 por 100 del total nacional. Tras haber duplicado su cifra desde 2012, su peso sobre el total en 2021 es 9,1 puntos porcentuales mayor que dicho año. El impacto en el empleo es igualmente significativo. Las filiales extranjeras emplean a más de dos millones de personas, lo que supone el 15,2 por 100 del total de ocupados en los sectores analizados. Además de la cantidad, destaca la calidad del empleo generado: los salarios en estas empresas son, en promedio, un 35 por 100 superiores a la media nacional. Como resultado, sus gastos de personal, que ascienden a 86.998 millones de euros, representan casi un cuarto (24,8 por 100) del total nacional. Así, la actividad de las empresas multinacionales extranjeras en España impulsa el crecimiento económico, fortalece el tejido industrial local y potencia el de-
--	--	---

sarrollo de talento en el país, fomentando la transferencia de conocimiento, promoviendo la colaboración empresarial y estimulando la competencia (Multinacionales con España, 2023).

En la última década, además, el comportamiento de estas filiales extranjeras en España ha sido mejor que el del conjunto de empresas que operan en el país en términos de productividad, valor añadido, creación de empleo o salarios.

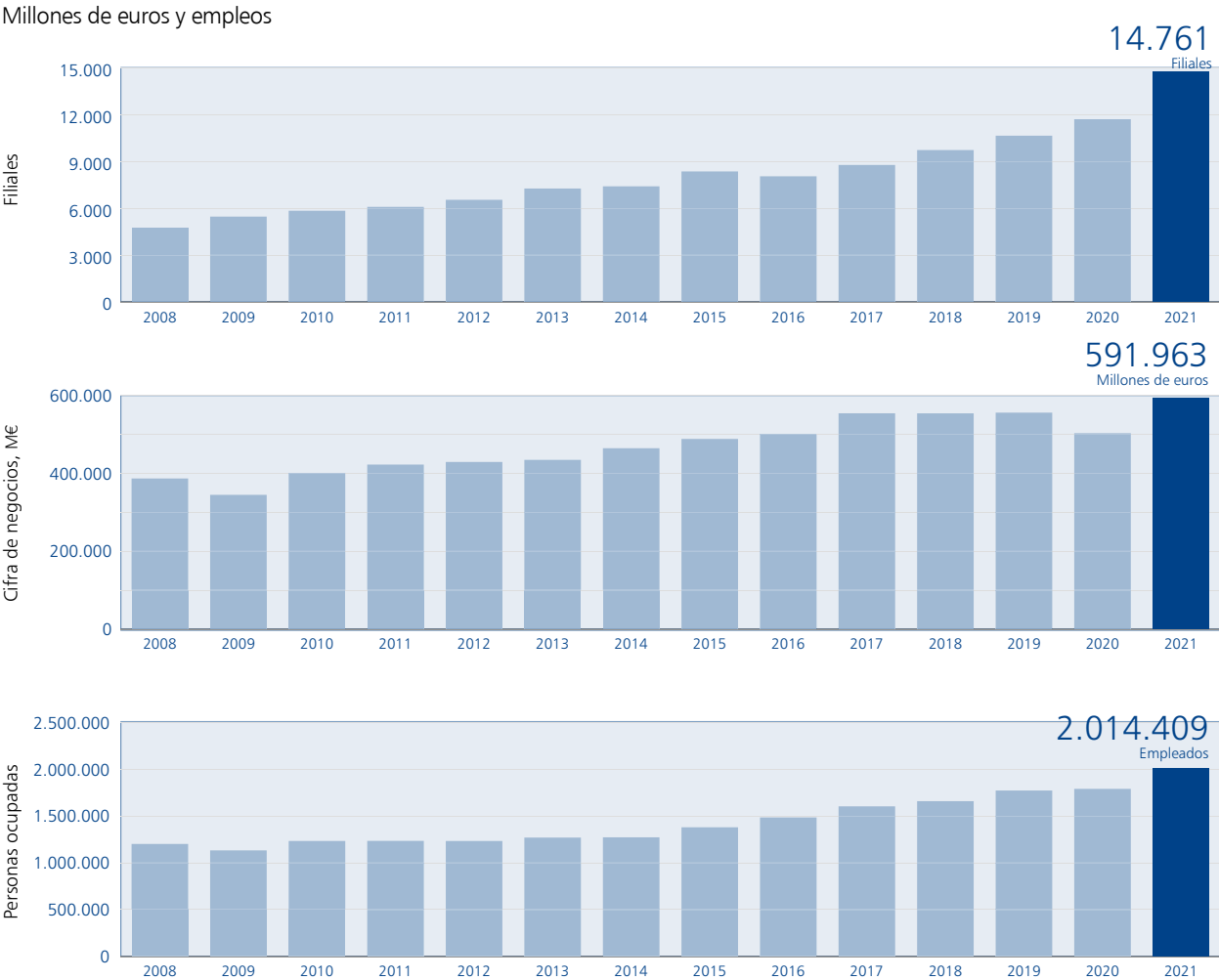
IV. PERSPECTIVAS FUTURAS DE LA IED

La UNCTAD (2024b) anticipa un escenario global complejo para la inversión internacional en 2024, marcado por una confluencia de factores que están reconfigurando el panorama de la IED. El debilitamiento de las perspectivas de crecimiento global genera un clima de incertidumbre entre los inversores, influyendo significativamente en sus decisiones de expansión

internacional. Simultáneamente, las crecientes tendencias hacia la fragmentación económica y el regionalismo comercial están redibujando los flujos de inversión, con profundas implicaciones para las estrategias corporativas globales.

La persistencia de tensiones geopolíticas y disputas comerciales continúa erosionando la confianza de los inversores y desestabilizando los mercados globales. Este panorama se ve aún

GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE FILIALES DE EMPRESAS EXTRANJERAS, FILIALES



Fuente: Elaboración propia, con datos de INE-FILINT, septiembre de 2023.

más complicado por el auge de políticas industriales nacionales más activas, especialmente en economías avanzadas, que están redirigiendo y reconfigurando la naturaleza de los flujos de IED. En respuesta a estos desafíos, las empresas multinacionales están reajustando sus cadenas de valor globales, buscando mayor resiliencia y flexibilidad, lo que está alterando los patrones tradicionales de inversión. Será importante aquí tener en cuenta el impacto sobre la competencia que los programas de incentivos protectionistas de los Gobiernos (e.g. IRA en Estados Unidos, Chips Act o Green Tech Act de la Unión Europea, Japón, India, etc.) tengan sobre la regionalización de la producción internacional de diferentes tipos de sectores.

Estos factores, en su conjunto, están promoviendo una estrategia de cautela entre numerosas multinacionales, que optan por enfoques más conservadores en sus decisiones de inversión internacional.

Sin embargo, a pesar de este panorama desafiante, existen elementos que sugieren un potencial crecimiento moderado de la IED en 2024. Los flujos globales de IED han demostrado una notable capacidad de resiliencia frente a las adversidades recientes, que denota la capacidad de adaptación de los inversores internacionales y la continua búsqueda de oportunidades en un entorno global cada vez más complejo y fragmentado. Además, los elevados niveles de beneficio registrados por las empresas multinacionales proporcionan una base sólida para futuras inversiones. La posible estabilización o relajación de las políticas monetarias podría mejorar las condiciones de financiación, facilitando el acceso

a capital para proyectos de inversión internacional. Asimismo, el incremento en los anuncios de nuevos proyectos de inversión (*greenfield*) durante 2023 indica un renovado interés en la expansión internacional.

La interacción entre estas fuerzas contrapuestas definirá el rumbo de la inversión internacional en el año venidero, en un contexto que sigue siendo desafiante.

1. Perspectivas de la IED en España

España se encuentra en una posición excepcionalmente favorable para mantener y potenciar su trayectoria positiva en la atracción de IED.

Un factor clave que sustenta esta perspectiva optimista es la asignación sin precedentes de fondos de la Unión Europea al país en el período actual y hasta 2026. Como principal beneficiario del plan de recuperación *Next Generation EU*, España está destinada a recibir el mayor monto de fondos entre todos los estados miembros. Esta inyección masiva de capital, con una asignación inicial de 160.000 millones de euros entre subvenciones y préstamos, y una adenda al Plan de otros 94.300 millones, no solo representa un estímulo directo para la economía española, sino que también actúa como un potente catalizador para la inversión extranjera.

La magnitud de estos fondos y su enfoque estratégico en áreas como la transición ecológica, la transformación digital, la cohesión social y territorial, y la igualdad de género, posicionan a España como un destino de inversión particularmente atractivo. Estos recursos están diseñados

para impulsar reformas estructurales y proyectos transformadores que mejorarán significativamente la competitividad y la resiliencia de la economía española.

Para los inversores extranjeros, esta situación puede presentar una doble oportunidad. Por un lado, beneficiarse de los proyectos y programas financiados por los fondos europeos, ya sea como contratistas, proveedores o socios en iniciativas público-privadas. Por otro, aprovechar el efecto multiplicador que estos fondos tendrán en la economía española, generando nuevas oportunidades de negocio en sectores estratégicos y de alto crecimiento.

A modo de ejemplo, en el sector de la automoción, inmerso en un fuerte proceso de transformación por la electrificación que lleva aparejado importantes inversiones, tanto para adaptar las factorías existentes como para fabricar componentes (baterías), se han anunciado ya inversiones en España por encima de los 14.000 millones de euros para los próximos años, en ocho regiones distintas, de empresas como Volkswagen, Stellantis, InoBat, Envision, Mercedes Benz o Seat.

Por otro lado, la reactivación de las grandes ofertas públicas de adquisición (OPA) lanzadas por empresas extranjeras sobre compañías españolas cotizadas pueden tener un impacto positivo en las cifras de IED de los próximos años, por entradas masivas de capital extranjero, pero pueden generar cierta volatilidad en las estadísticas que dificulte la interpretación de las tendencias a largo plazo, y sin duda pueden generar mucha tensión geopolítica. Como ya ha sucedido en España y otros países europeos, especialmen-

te cuando los compradores tienen vínculos con países extracomunitarios, la activación de los mecanismos de control de inversiones en estos casos y la falta de una estrategia nacional (y europea) definida al respecto de los grandes campeones nacionales pueden afectar significativamente tanto a los plazos como a los resultados finales de estas operaciones. Este escenario crea un delicado equilibrio entre la atracción de inversión y la protección de intereses nacionales, donde la primacía de estos últimos podría generar un efecto disuasorio para futuras operaciones.

La reactivación de las salidas a bolsa (IPO) de empresas españolas está generando un renovado interés en el mercado de capitales nacional. Casos recientes como el de Puig y el previsible de Europastry ejemplifican esta tendencia, que se perfila como un catalizador significativo para la atracción de inversión extranjera. Estas operaciones no solo ofrecen oportunidades atractivas para inversores de cartera en busca de nuevas oportunidades, sino que también contribuyen a diversificar la base inversora y a atraer una participación más amplia de inversores internacionales. A largo plazo, esta exposición internacional puede traducirse en un aumento de la inversión productiva extranjera en estas empresas y en el mercado español en general.

Paralelamente, el panorama de las fusiones y adquisiciones (M&A) en España está experimentando una actividad notable, con fuerte protagonismo de fondos foráneos. En los últimos años, se han anunciado operaciones de gran envergadura protagonizadas por fondos de *private equity* (PE) internacionales, con transacciones

que frecuentemente exceden los miles de millones de euros. Este dinamismo se extiende también a la potencial venta de filiales o divisiones completas de empresas españolas, como evidencian los casos de Minsait, Urbaser, Nabiax o FCC Medio Ambiente, entre muchos otros. Estos movimientos auguran un escenario muy activo en el ámbito de las adquisiciones transfronterizas que, como se ha mencionado en este análisis, ya suponen el 41 por 100 de los flujos de IED recibidos en España en la última década.

Desde la perspectiva *greenfield*, en un contexto global donde las cadenas de suministro se están reconfigurando y las empresas buscan destinos que ofrezcan tanto seguridad como eficiencia, será clave también la capacidad que tenga el país de mantener una propuesta de valor relevante y creíble, y de posicionarse como una opción preferente para la inversión extranjera directa en Europa. La mencionada complejidad del contexto, la previsible evolución de la matriz de factores que afectan a las decisiones de ubicación, y los altos niveles de saturación de los canales tradicionales de promoción territorial apuntan hacia la necesidad de dotarse de un plan de atracción de inversión internacional a España con un horizonte temporal amplio, que permita alinear la gobernanza institucional necesaria entre las administraciones públicas, en todos sus niveles, y el resto de agentes clave del ecosistema.

V. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

El presente artículo ha ofrecido un análisis de la inversión recibida por España, desde una perspectiva histórica y comparada, atendiendo a las múltiples fuentes de información dispo-

nible. De este recorrido, cabe destacar lo siguiente:

1. La IED ha jugado un papel crucial en la economía española, convirtiéndose en un factor determinante en su proceso de modernización y crecimiento.
2. España ha experimentado una transformación notable en las últimas décadas, pasando de ser un país cerrado a convertirse en un destino atractivo y prioritario para inversores internacionales.
3. España ocupa la undécima posición a nivel mundial como receptora de flujos netos de IED desde 1990, captando el 1,9 por 100 de los flujos globales desde ese año.
4. La participación del *stock* de IED en la economía española ha aumentado en 10 puntos porcentuales en la última década. El *stock* de IED recibido en España frente al PIB en 2023 supera la media mundial, la de la OCDE y la ratio de otros grandes países europeos como Francia, Alemania o Italia.
5. En la última década, España se ha distinguido como uno de los países con menores barreras a la IED, aunque habrá que observar el impacto de las nuevas medidas de control de inversiones.
6. Las empresas de capital extranjero mantienen 1,88 millones de empleos directos en España, lo que representa el 9,1 por 100 de la población ocupada. Son 707.000 empleos más que en 2014.
7. España se ha consolidado como el quinto país a nivel mundial y el tercero en Euro-

pa en recepción de proyectos <i>greenfield</i> transfronterizos desde 2013. 8. Las filiales de empresas extranjeras, aunque representan solo el 0,5 por 100 del total de empresas en los sectores analizados por el INE, generan el 27,5 por 100 de la facturación total y son responsables del 40 por 100 de las exportaciones. 9. El sector servicios concentra el 57,5 por 100 de los flujos de IED recibidos en España, seguido por el sector industrial con un 34,1 por 100. 10. Los principales países inversores en España son Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Alemania, Países Bajos e Italia, con variaciones en el orden según la variable observada. 11. Las perspectivas futuras de la IED en España son favorables, impulsadas por factores como los fondos de recuperación de la UE y la reactivación de grandes operaciones corporativas, aunque existen desafíos como la creciente competencia global y las tensiones geopolíticas. NOTAS (1) Las entidades de tenencia de valores extranjeros son sociedades instrumentales establecidas en España cuyo principal objeto es la tenencia de participaciones de sociedades situadas en el exterior (<i>holding</i>). (2) Como el Registro únicamente anota el tramo internacional de las transacciones, en el caso de que una empresa extranjera invierta en una sociedad instrumental en España, para que ésta adquiriera posteriormente una tercera empresa en España, esto se anotaría como otra ampliación, y no como adquisición.	(3) A partir de 2024, el Registro ofrecerá el desglose de las nuevas inversiones por separado, siendo posible distinguir entre inversiones <i>greenfield</i> y <i>brownfield</i>. Para años anteriores, ambos se ofrecen de forma conjunta. (4) Los datos de <i>stock</i> se obtienen de las memorias anuales presentadas por las empresas. Éstas disponen de nueve meses para presentarlas tras cerrar su contabilidad anual (muchas lo hacen en junio), que, unido al tiempo necesario para el tratamiento y normalización de datos, hace que pasen 18 meses desde la finalización del ejercicio hasta la publicación, y de ahí que los últimos datos disponibles sean de 2022. (5) La entrada en 2022 de este sector entre los principales en cuanto a empleo, gracias a un incremento de más de 90.000 empleos de inversiones circulares en Andalucía, parece una anomalía ligada a algún tipo de error en la anotación en el Registro. Conviene esperar a futuras revisiones de los datos para ver si se trata de una cifra real o un error en la anotación. (6) Según su propia definición: «combinación más pequeña de unidades jurídicas que produce bienes o servicios y que disfruta de una cierta autonomía de decisión principalmente a la hora de emplear los recursos de los que dispone» BIBLIOGRAFÍA DUNNING, J. H. (1988). The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. <i>Journal of International Business Studies</i>, Volume 19. March 1988. EUROSTAT – FATS (2023): Estadística de filiales extranjeras. http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Foreign_affiliates_statistics_-_FATS FDI INTELLIGENCE (2024). <i>The fdi report 2023</i>. Global <i>greenfield</i> investment trends. FDI MARKETS (2024). <i>Estadísticas de proyectos greenfield</i>. https://www.fdimarkets.com/ ICEX-INVEST IN SPAIN (2024). <i>Investment trends and records in Spain</i>. Junio de 2024.	ICEX-INVEST IN SPAIN (2024). <i>Spain, your partner in Europe</i>. Junio de 2024. IMF. (2009). Manual de la Balanza de Pagos, sexta edición. INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA – FILINT. (2023). <i>Estadística de filiales de empresas extranjeras en España</i>, año 2021 MOODY’S (2024). <i>Orbis Crossborder Investment, estadísticas de inversiones greenfield y adquisiciones</i>. https://orbis.bvdinfo.com/ MULTINACIONALES CON ESPAÑA (2023). <i>Una década ininterrumpida de inversión extranjera en España</i>. MYRO, R. (DIR.). (2014). <i>España en la Inversión Directa Internacional</i>. Instituto de Estudios Económicos. OCDE (2020). <i>OECD Foreign Direct Investment Regulatory Restrictiveness Index</i>. OCDE (2024). <i>FDI in Figures</i>, Abril de 2024. REAL INSTITUTO ELCANO (2018). <i>Informe Elcano de Presencia Global 2018</i>. REGISTRO DE INVERSIONES (2024). <i>DATAInVex, Estadísticas a medida sobre datos de inversiones exteriores</i>. http://datainvex.comercio.es/ REGISTRO DE INVERSIONES (2024). <i>GlobalInVex, Análisis de inversiones exteriores</i>. https://globalinvex.comercio.gob.es/ REGISTRO DE INVERSIONES (2023). <i>Posición en Inversión Directa</i> (2021). https://comercio.gob.es/es-es/inversiones_exteriores/publicaciones/Paginas/historico-posicion-inversion-directa.aspx REGISTRO DE INVERSIONES (2024). <i>Flujos de Inversión Directa</i>. https://comercio.gob.es/es-es/inversiones_exteriores/publicaciones/Paginas/Historico-flujos-inversion-directa.aspx S.G. DE INVERSIONES EXTERIORES (2021). <i>Informe anual del control de Inversiones Extranjeras en España, 2020</i> S.G. DE INVERSIONES EXTERIORES (2024). <i>Informe anual del control de</i>
--	--	--

<i>Inversiones Extranjeras en España, 2023</i> SABI – BUREAU VAN DIJK (2024). <i>Estadísticas de empresas españolas</i>. https://sabi.informa.es/ SIFDI (2023). <i>La Inversión Extranjera Directa en España, 2022</i>. UNCTAD (2018). <i>World Investment Report 2018. Investment and new industrial policies</i>. Junio 2018.	UNCTAD (2020). <i>World Investment Report 2020 – International production beyond the pandemic</i>. UNCTAD (2021). <i>World Investment Report 2021 – Investing in Sustainable Recovery</i>. UNCTAD (2022). <i>World Investment Report 2022 – International Tax Reforms and Sustainable Investment</i>.	UNCTAD (2023). <i>World Investment Report 2023 – Investing in Sustainable Energy for all</i> UNCTAD (2024a). <i>Global economic fracturing and shifting investment patterns</i>. UNCTAD (2024b). <i>World Investment Report 2023 – Investment facilitation and digital government</i>.
--	--	---

Resumen

En España, la inversión directa del exterior (IED) ha constituido, históricamente, una palanca de crecimiento relevante. Tras la pandemia, las entradas de IED en España han sido más dinámicas que los flujos globales y los dirigidos a la Unión Europea. Sin embargo, la emergencia de riesgos geopolíticos plantea incertidumbres. Los resultados de este trabajo apuntan que la composición geográfica de la IED del exterior en España mitigaría el impacto negativo de un eventual escenario de fragmentación geopolítica. Además, desde 2018 se observa una reorientación de la IED del exterior a favor de países emisores más afines geopolíticamente, más acusada en aquellos sectores considerados de carácter estratégico.

Palabras clave: inversión exterior directa, globalización, desglobalización, tensiones geopolíticas, fragmentación, índices de exposición geopolítica.

Abstract

Foreign direct investment (FDI) has historically been an important lever for growth in Spain. After the pandemic, foreign direct investment to Spain has recorded more favorable dynamics than global flows and European Union inflows. Nevertheless, the rise in geopolitical tensions introduces considerable uncertainty going forward. This paper shows that the geographical composition of the inward FDI mitigates the negative impact of a potential fragmentation scenario. Moreover, since 2018 a reorientation of the inward FDI in favor of geopolitically close source countries is taking place, and this reorientation is stronger in strategic sectors.

Keywords: foreign direct investment, globalization, deglobalization, geopolitical tensions, fragmentation, geopolitical exposure indexes.

JEL classification: F02, F21, F23, F51, F60, F62.

LA INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA EN ESPAÑA ANTE LOS RIESGOS DE FRAGMENTACIÓN GEOPOLÍTICA

Iván ANDRINO-LÓPEZ

Irina BALTEANU

Esther LÓPEZ-ESPINOSA

César MARTÍN-MACHUCA

Olga MATOS-CELEMÍN

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

EN las décadas que precedieron a la crisis financiera global de 2008, España experimentó, junto con las principales economías avanzadas y emergentes, un significativo proceso de internacionalización, en un contexto de globalización comercial y financiera. Este proceso se plasmó, entre otros aspectos, en el ascenso de las transacciones de inversión exterior directa (IED), que, de acuerdo con la literatura, constituye un factor de avance económico (Alfaro y Chen, 2018; Banco Mundial, 2020). Sin embargo, desde el estallido de la crisis financiera global se ha asistido a una ralentización de las transacciones mundiales de IED, que han avanzado a menor ritmo que el producto y los intercambios comerciales. Además, en los últimos años las tensiones geopolíticas están repercutiendo con mayor intensidad sobre el ámbito económico, afectando a los patrones comerciales y de inversión internacionales, con consecuencias que todavía resultan inciertas de calibrar en toda su extensión.

En este contexto, un creciente número de empresas está planteando medidas para aumentar la resiliencia de sus procesos

productivos, con estrategias que incluyen la diversificación de proveedores o el traslado de algunas operaciones hacia países más cercanos geográfica y políticamente. Por su parte, las autoridades de numerosos países están empezando a adoptar políticas para reducir las dependencias externas de sus economías. Algunas de las actuaciones promovidas por la *Inflation Reduction Act* de los EE. UU., las estrategias de «circulación interna, circulación externa» y *Belt and Road Initiative* de China, o la agenda de la Autonomía Estratégica Abierta de la Unión Europea (UE), buscan fomentar la producción local de productos considerados «estratégicos», impulsar la reconfiguración de las cadenas de valor, o introducir mecanismos de monitoreo y control (*screening*) de la IED. Todas estas medidas pueden tener implicaciones para la configuración del comercio y de los patrones globales de la IED a medio y largo plazo.

La economía española es potencialmente sensible a estos fenómenos, debido a su significativa apertura financiera al exterior. Históricamente, España ha tendido a ser un país receptor neto de IED, a diferencia de las principales economías de la UE, lo que se refleja en la posición deudora

netamente que nuestro país mantiene en este tipo de inversión (16,5 por 100 del producto interior bruto [PIB]) (1). El stock de la IED del exterior a España se sitúa actualmente en torno al 60 por 100 del PIB, aproximadamente el doble que en los otros tres países grandes de la UE. Asimismo, las filiales de multinacionales extranjeras en España empleaban en 2021 aproximadamente al 15 por 100 del personal ocupado y su cifra de negocio ascendía al 28 por 100 del total (INE, 2023).

En este contexto, este artículo ofrece unos primeros rasgos estilizados de las características de la IED del exterior en España, con el objetivo de diagnosticar en qué medida su composición geográfica y sectorial podría constituir una fuente de vulnerabilidad en caso de una eventual materialización de las tensiones geopolíticas. Por ejemplo, un peso más

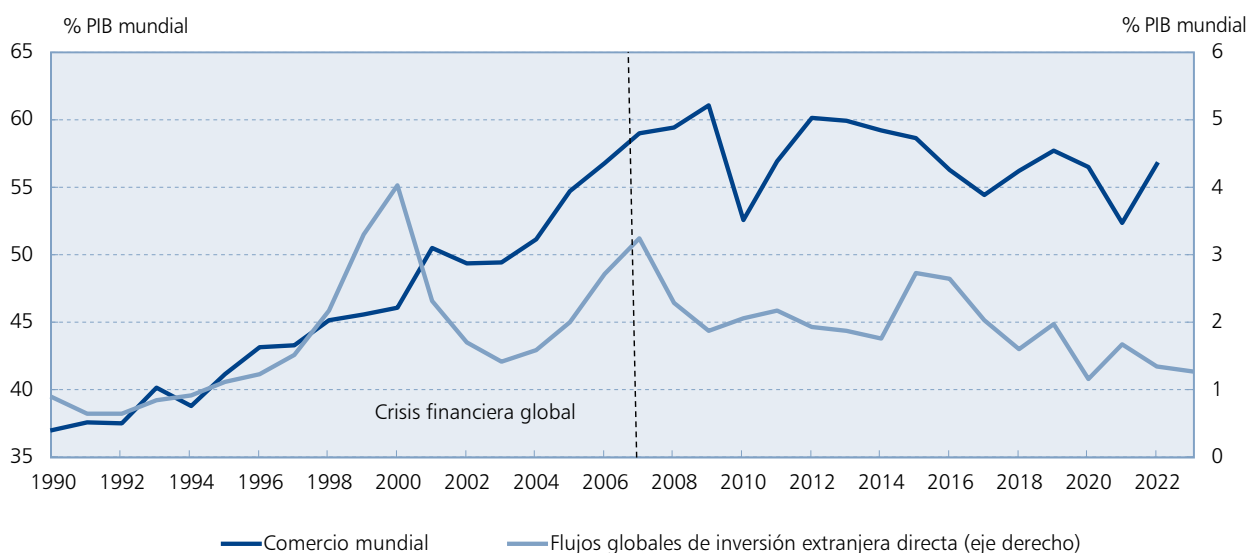
elevado de proyectos de inversión procedentes de países más alejados geopolíticamente podría implicar un mayor riesgo en caso de interrupciones en los flujos comerciales y de inversión globales. Asimismo, los patrones de inversión en algunos sectores, considerados «estratégicos» por motivos de seguridad nacional o de resiliencia económica, se podrían ver particularmente afectados tanto por las tensiones geopolíticas como por las políticas adoptadas por los Gobiernos en respuesta a estas tensiones. Para llevar a cabo este análisis, se construyen medidas de exposición geopolítica de la IED del exterior, utilizando indicadores de «distancia» geopolítica entre nuestro país y los países emisores de la IED a partir de datos bilaterales de stocks de IED elaborados por el Banco de España según el principio direccional y del criterio de inversor último, tanto en

términos agregados como por actividades económicas.

Los resultados obtenidos muestran que la composición geográfica de la IED en España mitigaría el impacto negativo de un eventual escenario de fragmentación geopolítica, ya que los países cercanos geopolíticamente, como los miembros de la UE, los EE. UU. y el Reino Unido, acumulan gran parte de los stocks de la IED recibida. Además, esta posición se ha visto reforzada tras la pandemia. Asimismo, la reorientación de la IED del exterior hacia España a favor de países emisores afines ha sido mayor en los sectores de carácter estratégico.

De cara al futuro, España continuaría configurándose, en principio, como un destino atractivo para la inversión directa. Desde 2013, nuestro país se ha situado en términos generales como uno de los principales destinos inter-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL Y LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA



Notas: Los flujos mundiales de comercio se miden como la suma de las importaciones y exportaciones mundiales.

Fuentes: UNCTAD y Banco Mundial.

nacionales de nuevos proyectos de IED (*greenfield investment*) (2). Además, la evidencia empírica reciente apunta a que las economías europeas, entre las que está incluida España, se están beneficiando parcialmente de la reorientación de la IED de los EE. UU. en detrimento de China, en particular en industrias de carácter estratégico (Tan, 2024).

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. La sección segunda repasa la evidencia empírica sobre las implicaciones para la IED de las tensiones geopolíticas. En la tercera sección, se describen los aspectos metodológicos más relevantes de las estadísticas de IED españolas que deben tenerse en consideración para llevar a cabo un análisis adecuado de la cuestión. En la sección cuarta se presentan los rasgos

principales de la evolución reciente de la IED del exterior en España y se analiza la vulnerabilidad de las posiciones de IED recibida a un potencial escenario de fragmentación geopolítica. En la sección quinta se extraen las principales conclusiones de este análisis.

II. LA FRAGMENTACIÓN GEOPOLÍTICA Y LA INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA: UN ESCENARIO GLOBAL INCIERTO

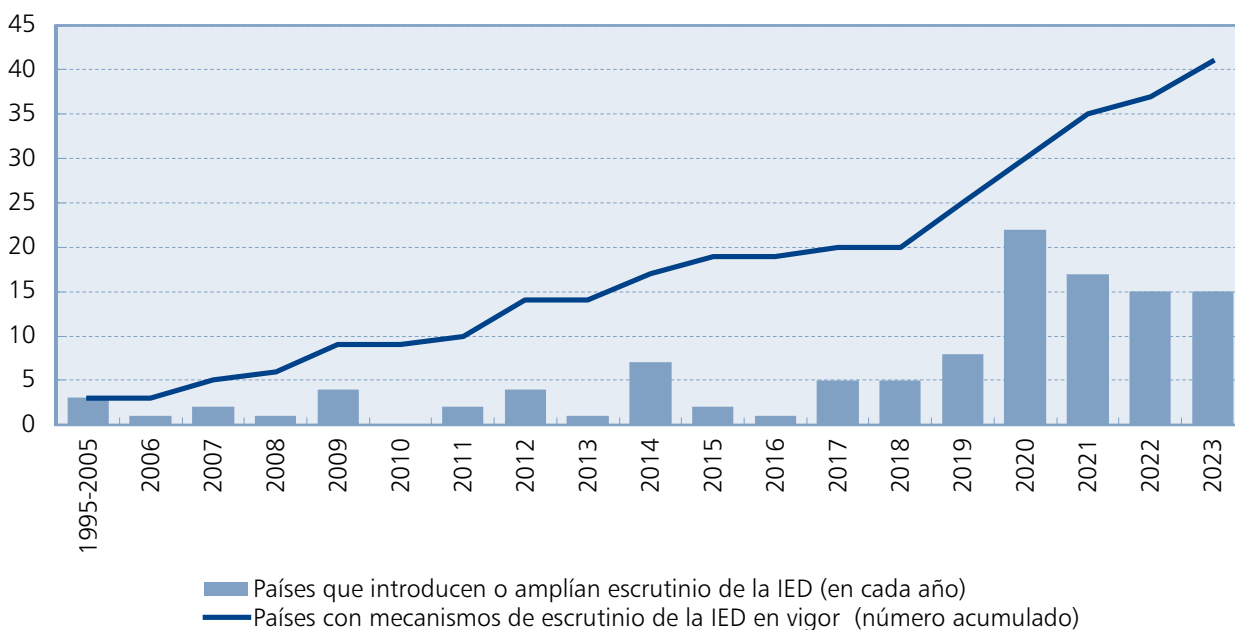
El crecimiento de las transacciones internacionales de IED se ha ralentizado desde la crisis global financiera de 2008, registrando menos dinamismo que la actividad y el comercio internacionales. De acuerdo con la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo) (2024b), los flujos mundiales de IED han pa-

sado de suponer alrededor del 2,5 por 100 del PIB en la década de 2000 a una media de alrededor del 1,5 por 100 del PIB tras la pandemia. Esta ralentización se enmarca en unas tendencias más amplias de estancamiento del comercio y de la globalización, en un contexto de reconfiguración de las relaciones internacionales (gráfico 1). Esta reconfiguración es el resultado de la interacción de diversos elementos, como los cambios en las tendencias políticas –menos proclives a la globalización–, las tensiones comerciales –particularmente entre China y los EE. UU. a partir de 2017–, el *brexít*, la pandemia y las tensiones geopolíticas, agravadas dramáticamente por la guerra de Ucrania.

Por su parte, las medidas de política industrial, las restricciones

GRÁFICO 2
PAÍSES CON MEDIDAS DE ESCRUTINIO DE LA IED

Número de países



Fuente: UNCTAD (2024b).

comerciales y las iniciativas de monitoreo y control (*screening*) de la IED adoptadas recientemente se perfilan como condicionantes de medio y largo plazo de la configuración de los flujos internacionales de inversión. Las medidas de escrutinio de la IED se enfocan en el control del acceso extranjero a la propiedad de activos considerados críticos para la seguridad nacional. La adopción de estas medidas se intensificó tras la pandemia, alcanzando 41 economías (incluidas 22 en la Unión Europea) (3), representando alrededor de la mitad de los flujos de IED globales y aproximadamente el 75 por 100 del *stock* global (gráfico 2). Hasta ahora, el número de proyectos de IED no autorizados por los países UE se

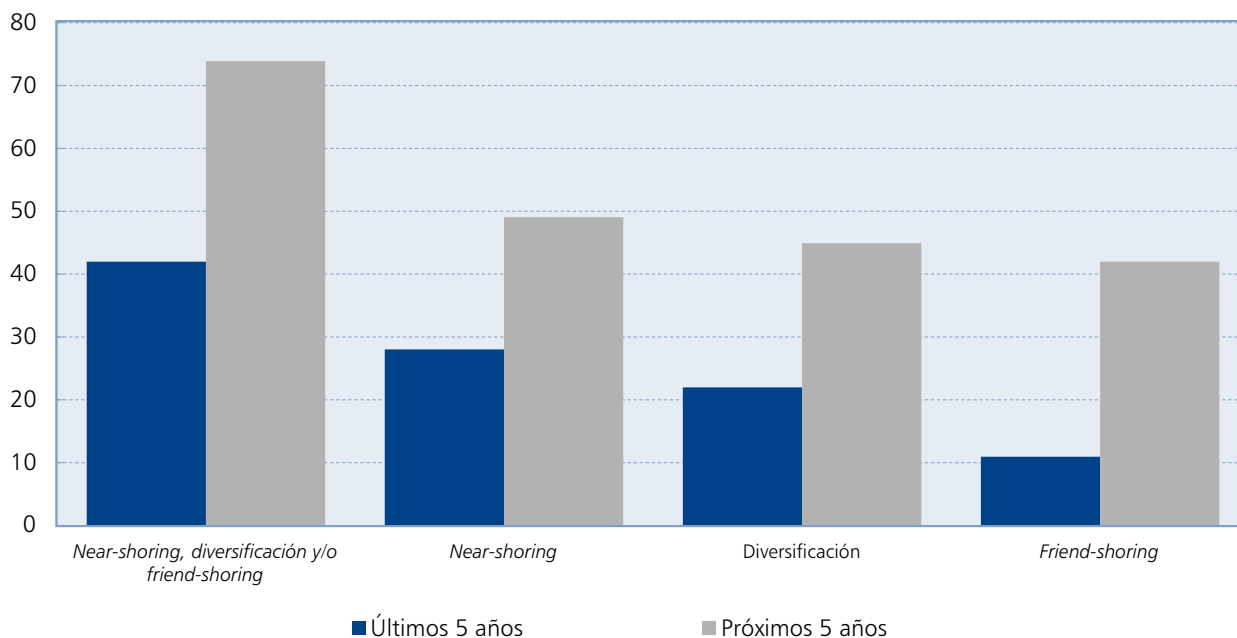
ha mantenido reducido, (inferior al 1 por 100), lo que sugeriría que los mecanismos de control han sido efectivos en proteger los sectores «estratégicos» sin obstaculizar la inversión en términos agregados (Bencivelli *et al.*, 2023; Comisión Europea, 2023). Sin embargo, en última instancia, resulta complejo calibrar la efectividad de los mecanismos de control de la IED, dado que podrían tener un importante componente disuasivo *ex ante*.

En este contexto marcado por el aumento de las tensiones geopolíticas y la proliferación de medidas de políticas en respuesta a ellas, las investigaciones empíricas apuntan a signos incipientes de regionalización de la IED, derivada de una alineación

creciente de los flujos de inversión bilaterales en función de la afinidad geopolítica (FMI, 2023). Aiyar *et al.* (2024) estiman una caída de la IED bilateral de en torno al 15 por 100 entre países más alejados geopolíticamente en comparación con las economías afines (4). Este impacto negativo se mantiene incluso cuando se tienen en cuenta los determinantes tradicionales de los modelos de gravedad (5). Adicionalmente, Tan (2024) señala que estos efectos serían más acusados en las industrias consideradas estratégicas y en los flujos entre China y los EE. UU. (Tan, 2024). Sin embargo, Baba *et al.* (2023) encuentran que la IED de la UE hacia el exterior parece estar cada vez más condicionada

GRÁFICO 3
ESTRATEGIAS ADOPTADAS/PREVISTAS POR LAS MULTINACIONALES EN LA UE

Porcentaje empresas



Notas: Evidencia basada en el Corporate Telephone Survey (2023) del Banco Central Europeo. Respuestas a la pregunta: «¿Cómo ha cambiado la localización de la producción/operaciones de su empresa en los últimos cinco años y qué cambios prevé en los próximos cinco años?».

Fuente: Attinasi *et al.* (2023a).

por la alineación geopolítica de los países receptores. Asimismo, Fletcher *et al.* (2024) encuentran que las empresas alemanas han reconfigurado sus patrones de IED en detrimento de los países alejados geopolíticamente desde 2017.

Además, las recientes encuestas a empresas multinacionales, al arrojar luz sobre las consideraciones que entran en sus decisiones de relocalización, pueden ofrecer evidencia temprana sobre los futuros patrones de los flujos de inversión extranjera directa. Los resultados de una encuesta del Banco Central Europeo a un número de grandes empresas multinacionales con operaciones en la UE (Attinasi *et al.*, 2023a) muestran que más del 75 por 100 prevé adoptar alguna estrategia de relocalización en los próximos cinco años, frente al 40 por 100 que lo hizo en los cinco años anteriores (gráfico 3). Sobre sale el incremento de la proporción de empresas que se plantea mover parte de su producción a países

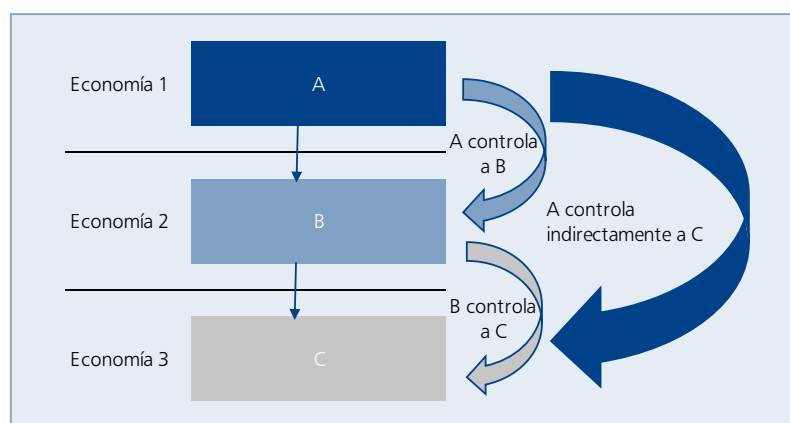
más alineados «geopolíticamente» en los próximos cinco años, que se ha multiplicado por cuatro con respecto a los últimos cinco años. Por su parte, la fracción de empresas que se plantea estrategias de diversificación o *nearshoring* solo se ha duplicado en este mismo período. Esto apunta a la creciente importancia de los factores geopolíticos en las decisiones de localización de las empresas multinacionales. Asimismo, el riesgo geopolítico es el determinante de las decisiones de (re)localizar la producción en la UE mencionado con más frecuencia, mientras que los factores de demanda y de costes son el motivo de cambios en la ubicación fuera de la UE.

Las mismas tendencias se desprenden de la reciente encuesta recogida en el *Kearney FDI Confidence Index* (Kearney, 2024), que muestra que el 85 por 100 de las empresas encuestadas cree que un aumento de las tensiones geopolíticas afectaría a sus decisiones de inversión. Asimismo,

mo, las empresas que se están planteando medidas de relocalización mencionan las tensiones geopolíticas y la guerra comercial entre los EE. UU. y China como la segunda motivación más importante, detrás de las interrupciones en las cadenas de suministro.

Sin embargo, la cuantificación de las tendencias de fragmentación de los flujos de IED está todavía rodeada de una elevada incertidumbre, debido a que la reorientación de los patrones de inversión puede tardar en materializarse, dados los desafíos y costes que implica para las empresas reajustar sus estrategias. La evidencia indica que las empresas multinacionales toman decisiones concretas en términos de cierre de fábricas y relocalización solo cuando se enfrentan a *shocks* percibidos como persistentes (Di Stefano *et al.*, 2022). Además, la elevada concentración geográfica de algunos *inputs* o productos críticos dificulta la efectividad de las medidas restrictivas al comercio o la inversión (FMI, 2023). A ello se añade que un gran número de países, especialmente emergentes, no está claramente alineado con ningún bloque, lo que permite que se configuren como proveedores, mercados o focos de inversión alternativos, con la finalidad de diversificar las cadenas de suministros o para sortear barreras bilaterales al comercio o a la inversión (Gopinath *et al.*, 2024). Por ejemplo, China está redirigiendo flujos comerciales o realizando proyectos de inversión en algunos de estos países neutrales, que están siendo utilizados por la economía asiática como canales alternativos para seguir exportando indirectamente a los EE. UU. (Dahlman y Lovely, 2023; López y Vázquez, 2023). Sin embargo, estas estrategias pueden implicar costes de

FIGURA 1
REPRESENTACIÓN ÚLTIMA ECONOMÍA INVERSORA



Notas: Las flechas indican inversión en los fondos propios de una empresa sobre otra. Una empresa ejerce el control sobre otra cuando posee, de forma directa o indirecta, más del 50 por 100 de los fondos propios de su filial.

Fuente: Banco de España.

eficiencia económica (Attinasi *et al.*, 2023b), al extender la longitud y complejidad de las cadenas de valor y reducir las ganancias asociadas a la integración comercial y financiera global (Qiu *et al.*, 2023). Como resultado, en última instancia, las interrelaciones realmente efectivas entre los países alejados geopolíticamente podrían resultar más persistentes y significativas de lo que se desprende aparentemente de los datos directos bilaterales de comercio y de inversión (Alfaro y Chor, 2023).

Por último, la regionalización de la IED no es la única tendencia de cambio estructural a escala global de la inversión directa (UNCTAD, 2024a). Los avances tecnológicos impulsan la internacionalización de los servicios no turísticos. En el resto de las ramas, destaca la reactivación de la IED en manufacturas, así como

el dinamismo reciente de los proyectos asociados a la energía, a los minerales críticos y la movilidad eléctrica, que se han convertido en actividades con una elevada capacidad para atraer proyectos de inversión.

En este contexto global complejo e incierto, resulta importante entender en qué medida los desarrollos de naturaleza geopolítica podrían afectar a la IED del exterior en España, así como a su grado de vulnerabilidad ante eventuales riesgos de fragmentación. Para ello, se requiere, en primer lugar, conocer las principales características de las fuentes de datos disponibles, y, en particular, si permiten realizar análisis en los que se puedan identificar de forma adecuada los países últimos origen de la inversión y las actividades económicas en las que invierten. A tal efecto, en la siguiente sección se describen deta-

lladamente las estadísticas de IED elaboradas en España.

III. LAS ESTADÍSTICAS DE LA IED EN ESPAÑA: PRINCIPALES ASPECTOS

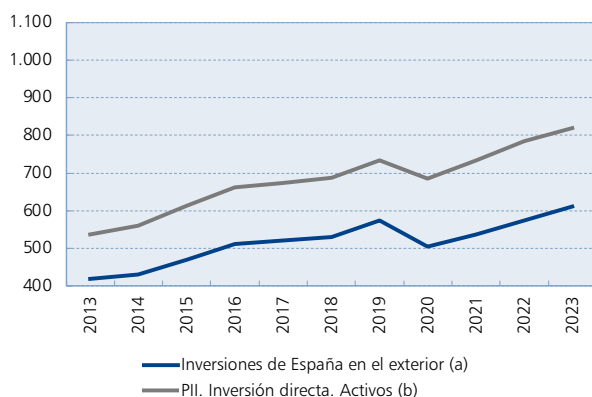
La fuente de información oficial para los datos de inversión directa hacia España proviene del Banco de España, que es, por tanto, la que se emplea por los organismos internacionales en la elaboración de sus estadísticas. Como se explica a continuación, dentro de las estadísticas de la IED, los criterios más útiles para realizar análisis sobre la composición geográfica y por actividad económica corresponden a los datos elaborados a partir del principio direccional (disponibles en España para flujos y *stocks*) y de última economía inversora (disponibles solo para los *stocks*). Según los manuales internacionales de referencia en el ámbito de la inversión direc-

GRÁFICO 4

DIFERENCIAS EN LOS STOCKS DE IED ENTRE LA PRESENTACIÓN SEGÚN EL PRINCIPIO DIRECCIONAL Y EL DE ACTIVO/PASIVO

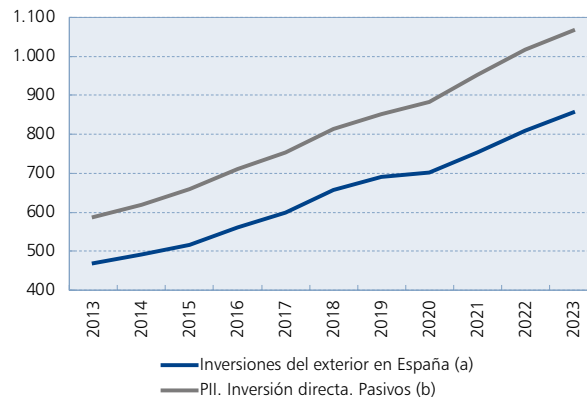
STOCK IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR Y STOCK ACTIVO

Miles de millones de euros



STOCK IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR Y STOCK PASIVO

Miles de millones de euros

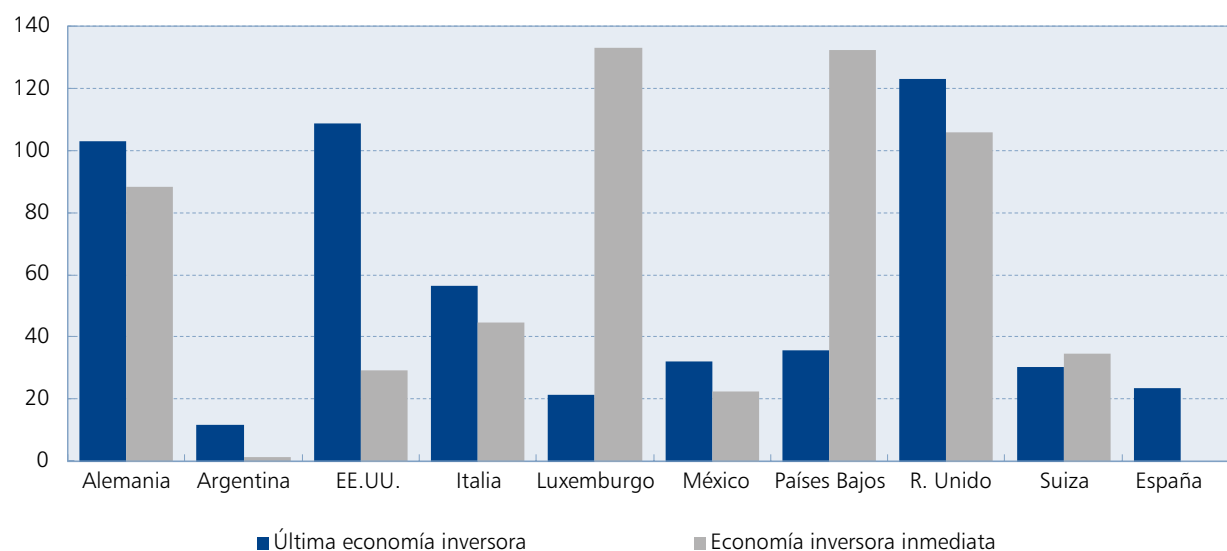


Notas: La línea azul (a) presenta los stocks de IED calculados según la metodología del principio direccional. La línea gris (b) muestra los stocks de IED calculados según el principio de activo/pasivo.

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 5
PRESENTACIÓN SEGÚN ÚLTIMA ECONOMÍA INVERSORA Y SEGÚN EL INVERSOR INMEDIATO, 2023

Miles de millones de euros



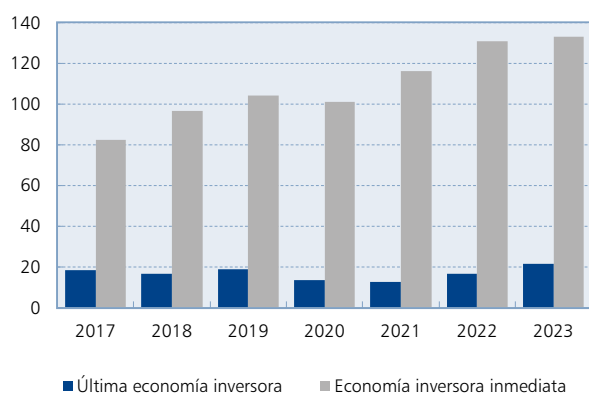
Notas: Los datos se presentan según el principio direccional. Las barras azules presentan los stocks de inversión directa del exterior en España desagregados por última economía inversora mientras que las barras gris muestran los stocks del exterior en España por primera contrapartida.

Fuente: Banco de España.

GRÁFICOS 6 Y 7
STOCK DE INVERSIÓN DIRECTA DESDE EL EXTERIOR POR PRIMERA CONTRAPARTIDA FRENTE ÚLTIMA ECONOMÍA INVERSORA. CASOS DE LUXEMBURGO Y ESTADOS UNIDOS

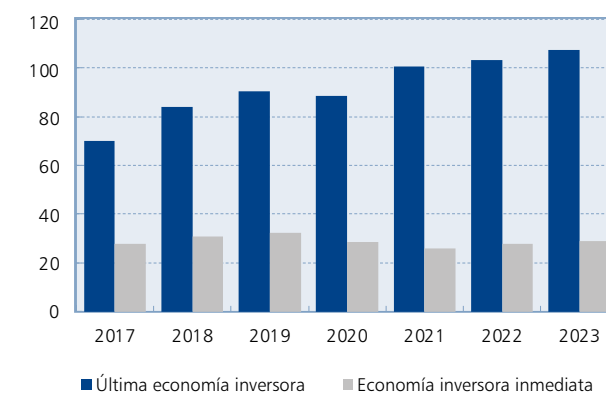
STOCK DE IED DE LUXEMBURGO EN ESPAÑA

Miles de millones de euros



STOCK DE IED DE ESTADOS UNIDOS EN ESPAÑA

Miles de millones de euros



Notas: Los datos se presentan según el principio direccional. Las barras grises muestran los stocks de inversión directa del exterior en España desagregados por primer país de contrapartida, Luxemburgo o Estados Unidos. Las barras azules muestran los stocks de inversión exterior en España cuando la última economía inversora es Luxemburgo o los Estados Unidos.

Fuente: Banco de España.

ta (*Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI-MBP6* – (6) y el *Manual de inversión directa de la OCDE* [7]), los datos relativos a la misma pueden presentarse de dos formas: siguiendo el principio de activos y pasivos o según el principio direccional. Cuando las transacciones, saldos y rentas de IED se incluyen en la balanza de pagos (BP) y en la posición de inversión internacional (PII) de España, se presentan siguiendo el primero de los dos. Así, estas inversiones se clasifican simplemente entre activos y pasivos, de forma que resulte coherente con el registro del resto de flujos y saldos en la BP/PII y con las cuentas nacionales.

No obstante, cuando se presentan los datos de inversión directa de forma separada para ofrecer un detalle mayor de este fenómeno en particular, ya sea por país de contrapartida, por última economía inversora o por sector de actividad económica, se sigue el principio direccional. Así, los flujos y las posiciones de la IED se presentan atendiendo a la dirección de la inversión para la economía de referencia, distinguiéndose entre inversión directa de la economía en el exterior, que agrupa los activos (netos de pasivos) de matrices residentes sobre filiales no residentes, e inversión exterior directa en la economía, que recoge los pasivos (netos de activos) de filiales residentes frente a matrices no residentes. Las posiciones entre dos filiales (empresas «hermanas» de un mismo grupo) se asignan a una o a otra agregación, dependiendo de si la matriz última del grupo es residente (inversión de España en el exterior) o no residente (inversión del exterior en España), respectivamente (8). En el gráfico 4 se muestra el efecto en las posiciones al presentar los datos de IED según un criterio u otro desde el año 2013 hasta el 2023.

En el contexto de economías globales cada vez más integradas, resulta esencial poder contar con estadísticas fiables, disponibles con rapidez y armonizadas a nivel internacional para poder evaluar las diferentes tendencias y evoluciones. Además, para analizar adecuadamente la conexión entre las distintas economías, la presentación estándar por país de contrapartida inmediata de la inversión presenta limitaciones y debe ser complementada. Si un inversor directo utiliza una cadena de empresas en economías diferentes a su lugar de residencia y a la del destino de la inversión, el origen último de la inversión se perdería en la presentación estándar, como se observa en la figura 1. Por ese motivo, se vienen elaborando estadísticas complementarias (9) siguiendo el principio direccional de inversión exterior directa en España por última economía inversora, tal como se presentó en Badás (2021). Así, se ofrece una visión adicional a la presentación tradicional por economía de contrapartida inmediata. Se trata de conocer qué economía se encuentra detrás de la decisión de realizar una inversión directa y ejerce el control de esta, ya sea de forma directa o indirecta, a través de una cadena multinacional de inversión. Estos datos resultan de utilidad para la realización de análisis políticos, económicos y estructurales, mostrando las jurisdicciones que presentan mayor o menor atractivo a la hora de canalizar la inversión directa. Además, también permiten identificar la inversión circular o de ida y vuelta, que recoge la inversión directa en España procedente de nuestro propio país como última economía inversora (*round-tripping* en terminología inglesa). En el gráfico 5 se muestran posiciones

del año 2023 señalando las diez economías donde el efecto de presentar los datos según un criterio u otro tiene un mayor impacto.

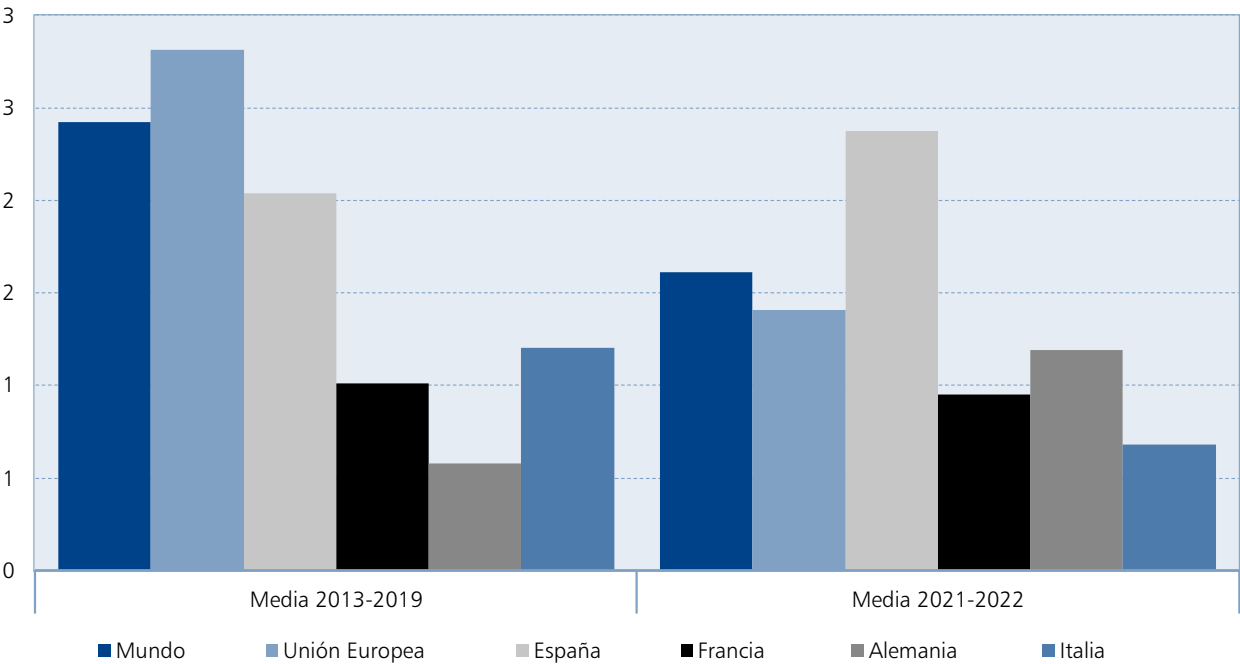
Destaca el fuerte descenso en el saldo de la IED que experimentan países como los Países Bajos o Luxemburgo, con fuerte presencia de empresas *holding*, en concreto de EFE (empresas con fines especiales), al pasar de la clasificación geográfica por economía inversora inmediata a última economía inversora (gráfico 6). Sin embargo, países desarrollados como Estados Unidos, que ocupaban posiciones más modestas al presentar los datos según la economía inmediata, aumentan su peso al presentar el desglose por última economía inversora (gráfico 7).

Las fuentes principales utilizadas por el Banco de España para la compilación de las estadísticas de inversión directa son: para las instituciones financieras monetarias, los estados financieros que dichas entidades reportan al Banco de España; y para el resto de los sectores residentes, las declaraciones al Registro de Inversiones Exteriores (RIE), del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, y las declaraciones al Banco de España de transacciones y saldos de activos y pasivos financieros con el exterior. A continuación, se comentan las características principales de las fuentes mencionadas en el caso de los sectores residentes distintos de las instituciones financieras monetarias:

— Las declaraciones al RIE, fuente principal de las posiciones de la IED, se rige por la legislación sobre inversiones exteriores (10) y el plazo de presentación de declaraciones es de un mes a partir de la fecha

GRÁFICO 8
TRANSACCIONES DE IED RECIBIDAS DEL EXTERIOR, ANTES Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA

Porcentaje del PIB



Notas: Flujos de IED del exterior en porcentaje del PIB, valores medios para el período correspondiente.

Fuente: OCDE.

de la formalización de la inversión. Se registran todas las formas de participación en el capital de las empresas.

- Las declaraciones al Banco de España, fuente principal de flujos de la IED, siguen la Circular del Banco de España 4/2012. En estos formularios, se recogen todo tipo de transacciones con no residentes (actos, negocios y operaciones que cobros, pagos y/o transferencias exteriores, así como variaciones en cuentas o posiciones financieras deudoras o acreedoras) y deben presentarse cuando dichas transacciones o el total de activos o pasivos frente al exterior sean superiores a un millón de euros.

El RIE, aparte de ser una de las principales fuentes de información para las estadísticas de IED del Banco de España, también publica datos de inversión directa en España, tanto del exterior como en el exterior. Los datos del RIE presentan algunas particularidades respecto a las estadísticas elaboradas por el Banco de España, que siguen las indicaciones de los manuales de referencia, como en el caso de la identificación del país último inversor. En las estadísticas de inversión directa publicadas por el Banco de España, se identifica el país inversor último como la economía de la empresa que controla finalmente la misma y que mantiene el control (11) en cada fase de la cadena de propiedad. Sin embargo, en los datos del

Registro se utiliza el concepto de beneficiario último, un concepto más enfocado en la propiedad y considera tanto el control como la influencia significativa a lo largo de la cadena. Así, mientras que solo puede existir una única economía inversora última, pueden considerarse varios beneficiarios últimos en la cadena de propiedad. Otro caso es el de las EFE, desde el Registro de Inversiones se prima la calificación como entidades de tenencia de valores extranjeros (12) (ETVE) que son sociedades que se caracterizan por tener un elevado volumen de fondos propios cuya contrapartida en el activo es un inmovilizado financiero representado por participaciones del inversor extranjero en un tercer país. Sin embargo,

en las estadísticas elaboradas por el Banco de España se siguen los criterios generales para la identificación de las EFE recogidos en el *Manual de inversión directa* (13) y la *Guideline* del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicada en 2020 (14).

Existen, además, otros puntos de divergencia con respecto a la estadística elaborada por el Banco de España, como la asignación de la actividad productiva del grupo subyacente en las empresas *holdings* o el cálculo de las participaciones indirectas.

A la luz de estas consideraciones metodológicas, se concluye que, para valorar en qué medida la evolución de la IED del exterior en España puede reflejar el impacto de posibles tensiones geopolíticas globales, resulta adecuado em-

plear los datos de flujos y *stocks* de inversión directa elaborados por el Banco de España de acuerdo con el principio direccional. Además, en el caso de los *stocks*, este análisis se puede refinar en la medida que se empleen las estadísticas basadas en el principio de última economía inversora.

IV. PATRONES DE LA INVERSIÓN DIRECTA DEL EXTERIOR EN ESPAÑA EN UN CONTEXTO DE TENSIONES GEOPOLÍTICAS

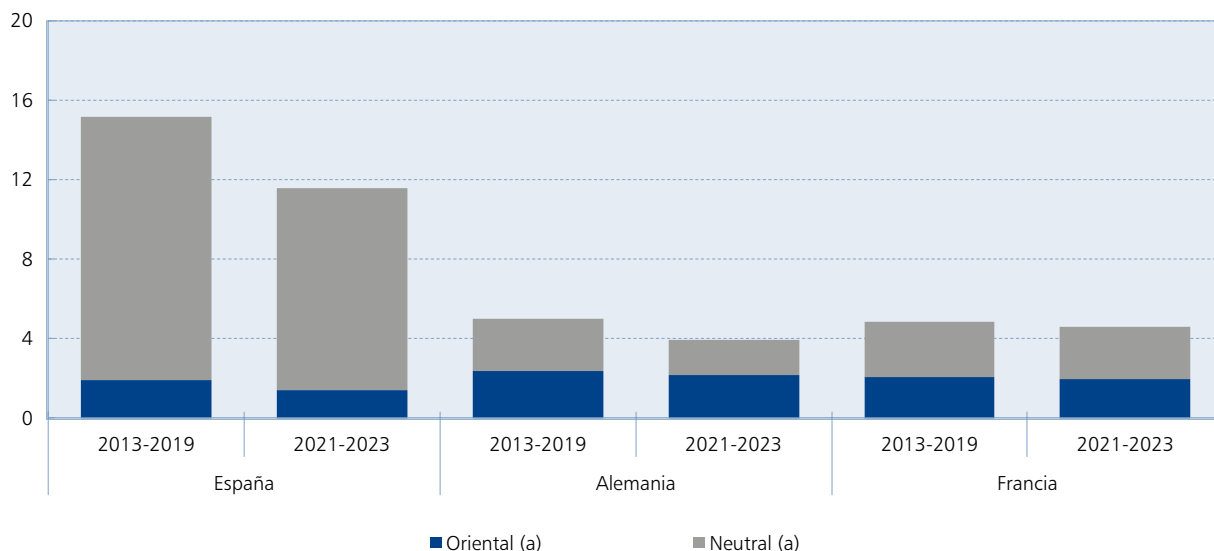
Tras la pandemia, los flujos de IED dirigidos hacia nuestro país han mostrado un comportamiento sensiblemente más favorable que los flujos mundiales y los dirigidos a la UE (gráfico 8). Así, España ha registrado un crecimiento de las entradas de IED del

11 por 100 entre 2021 y 2023, en contraste con la ralentización experimentada a escala global y, particularmente, en la UE. En efecto, durante estos últimos tres años, el peso de los flujos de IED del exterior en el PIB –que entre 2013 y 2019 era inferior al registrado mundialmente y en la UE–, ha aumentado hasta situarse en promedio en el 2,4 por 100 del PIB, por encima de los otros países grandes de la UE.

Todos estos desarrollos han elevado la exposición de España a la IED recibida del exterior y han ampliado su brecha frente a las principales economías de la UE. El *stock* desde el exterior hacia España asciende, actualmente, a casi el 60 por 100 del PIB frente al 32 por 100 en Francia, 27 por 100 en Alemania y 23 por 100 en Italia. En comparación con 2019,

GRÁFICO 9
EXPOSICIÓN DE LOS STOCKS DE IED DEL EXTERIOR A POTENCIALES BLOQUES GEOPOLÍTICOS

Porcentaje



Notas: Las columnas muestran el peso de cada bloque de países emisores en el *stock* total de la IED del exterior en el país receptor. La diferencia hasta 100 por 100 corresponde al bloque «Occidental». Véase la sección cuarta del artículo para la definición de los bloques geopolíticos, basada en IRC Trade Network (2024).

Fuente: Cálculos basados en Banco de España, Eurostat y Bundesbank.

el *stock* ha aumentado en 7 p.p. de PIB en España, más del doble que en las otras tres economías.

La composición de la IED del exterior por actividades económicas muestra que los servicios constituyen un destino preferente de las inversiones foráneas, tanto en España como en los países de nuestro entorno y a escala global. Estas actividades representan en la actualidad dos tercios del total. Esta proporción es mayor que en Francia (60 por 100) e Italia (50 por 100), pero menor que en la UE y Alemania (alrededor del 80 por 100).

Por otra parte, la estructura productiva de España explica que el peso relativo de las manufacturas en el *stock* de IED del exterior, alrededor del 10 por 100, sea más reducido que en las economías de nuestro entorno

(15 por 100 en el conjunto de la UE y cercano al 30 por 100 en Francia e Italia), con la excepción de Alemania. Tras la pandemia, el *stock* de IED recibida desde el exterior en el sector de manufacturas ha aumentado hasta superar el promedio previo al estallido de la crisis sanitaria. El mismo repunte se observa en la UE en su conjunto, así como en Alemania y Francia.

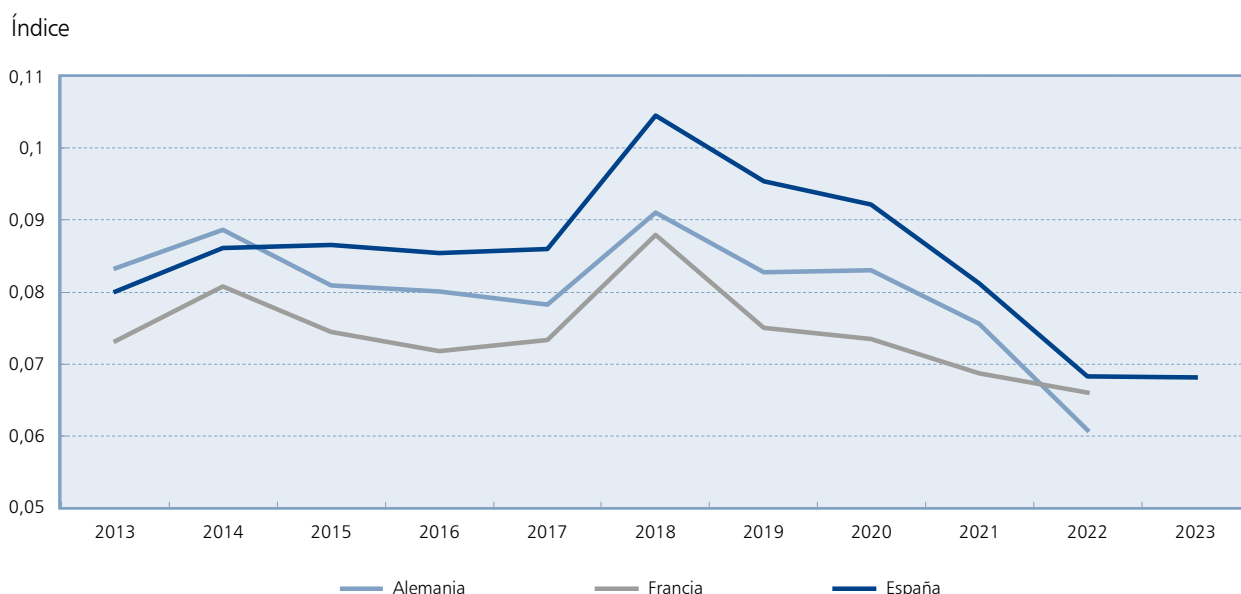
Para entender en qué medida la composición geográfica y sectorial de la IED recibida por España podría constituir un factor de vulnerabilidad ante la eventual materialización de tensiones geopolíticas se construyen sendos indicadores de vulnerabilidad geopolítica, utilizando datos bilaterales de *stocks* de IED recibida desde el exterior, desagregados por actividad económica e inversor último, así como

medidas de «distancia geopolítica» entre los países emisores de la IED y el país receptor

El primer indicador recoge la exposición de la IED recibida por España a tres distintos grupos de países, que podrían constituirse en «bloques geopolíticos» en un eventual escenario de fragmentación de la economía mundial (15): i) un bloque «occidental», centrado en los EE. UU. y la UE y sus países aliados; ii) un bloque «oriental», liderado por China y Rusia; iii) y un bloque «neutral», integrado por un gran número de países emergentes no alineados claramente con ninguno de los dos grupos precedentes. A este último grupo pertenecen la mayoría de los países de América Latina, Oriente Medio y Sudeste Asiático.

El gráfico 9 muestra que la mayor parte de la inversión di-

GRÁFICO 10
ÍNDICE DE VULNERABILIDAD GEOPOLÍTICA DE LA IED DEL EXTERIOR

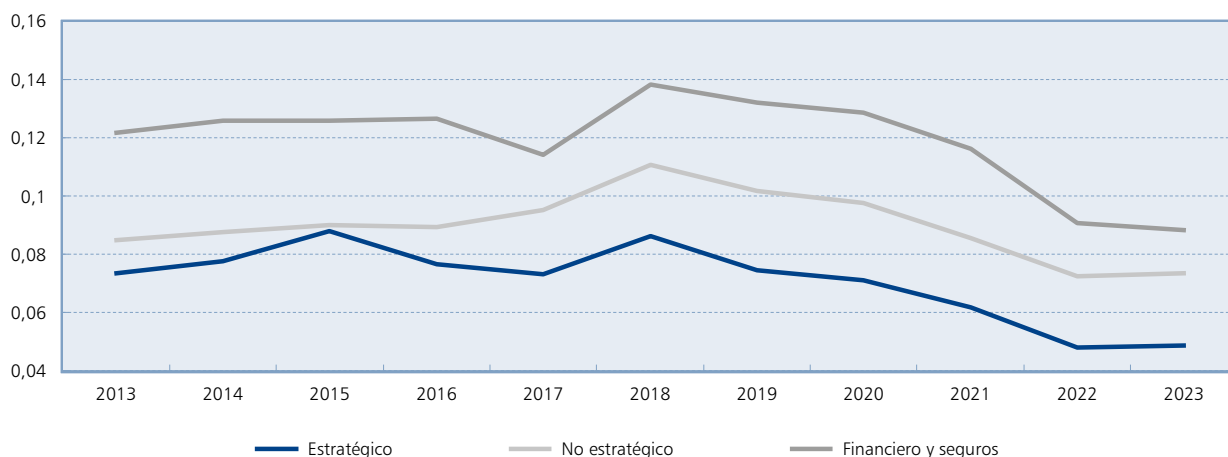


Notas: Indicador de vulnerabilidad geopolítica de la IED, calculado multiplicando el peso de cada país último emisor en los *stocks* de IED por la distancia geopolítica con respecto al país receptor. La distancia geopolítica se basa en Bailey et al. (2017).

Fuentes: Cálculos basados en Banco de España, Eurostat y Bundesbank.

GRÁFICO 11
ESPAÑA: ÍNDICE DE VULNERABILIDAD GEOPOLÍTICA, POR SECTOR

Índice



Notas: Indicador de vulnerabilidad geopolítica de la IED, calculado multiplicando el peso de cada país último emisor en los stocks de IED del respectivo sector por la distancia geopolítica con respecto al país receptor. La distancia geopolítica se basa en Bailey *et al.* (2017). La definición de sectores estratégicos se basa en FMI (2023) e Aiyar *et al.* (2024).

Fuente: Cálculos basados en Banco de España.

recta extranjera en España proviene de países avanzados afines geopolíticamente (88 por 100 del stock). Este porcentaje ha aumentado ligeramente desde la década previa a la pandemia (16). En contraste, en Alemania y Francia (17), el bloque occidental representa el 95 por 100 del total, similar a los niveles prepandemia. El predominio de la IED procedente del bloque occidental, tanto en España como en los principales países de la UE, es un resultado anticipado por los modelos explicativos de la inversión directa basados en ecuaciones de gravedad, que establecen que los flujos bilaterales están asociados positivamente con el tamaño de las economías y la cercanía geográfica e institucional.

Por el contrario, la exposición al bloque oriental, liderado por China y Rusia, es muy reducida, representando menos del 2 por 100 de la IED en España, porcen-

taje similar que en Francia y menor que en Alemania, reflejando la mayor interacción comercial e inversora de este último país con China antes del estallido de la guerra en Ucrania. Desde la pandemia, la importancia del bloque oriental ha disminuido más en España que en los otros dos países de la UE.

En cambio, España recibe sustancialmente más inversión directa del bloque neutral que Alemania y Francia (10 por 100 del total, frente a menos del 3 por 100). Esta brecha refleja, principalmente, las inversiones de América Latina en nuestro país, debidas a los lazos históricos y culturales, así como a la presencia de multinacionales españolas en la región.

El segundo indicador elaborado para este artículo corrobora estos resultados. Este indicador se construye multiplicando el peso relativo de cada país último in-

versor en los stocks de la IED recibida por un indicador bilateral de «distancia geopolítica» entre el país inversor y el receptor. De este modo, se obtiene una medida de la composición geográfica de la IED desde el exterior que refleja el alineamiento geopolítico bilateral de cada país receptor con sus últimos países inversores (18). Hasta 2018, la diversificación paulatina de la IED del exterior en España se habría traducido en un incremento gradual de su exposición geopolítica, en un contexto de expansión de la actividad multinacional de las empresas de economías emergentes (gráfico 10). En cambio, a partir de 2018 y coincidiendo con las tensiones geopolíticas señaladas a lo largo de este artículo, ha tenido lugar una reorientación de la composición geográfica de la IED recibida en beneficio de países emisores más afines geopolíticamente. Esta tendencia decreciente se ha observado también en

nuestros principales socios de la UE. La brecha entre nuestro país y Alemania y Francia se ha mantenido bastante estable, como resultado de un mayor peso relativo en España de la IED procedente de los países neutrales, en particular de América Latina.

En principio, cabría esperar que la reconfiguración de los patrones de IED en detrimento de los países más alejados geopolíticamente sea más significativa en las actividades consideradas estratégicas. Para España, los datos desagregados por ramas a dos dígitos permiten elaborar índices de exposición geopolítica por tipos de actividades económicas, diferenciando entre sectores estratégicos (19), financieros y el resto de los sectores de la economía. Como se aprecia en el gráfico 11, la tendencia decreciente de la exposición geopolítica registrada a partir del 2018 ha sido generalizada por tipos de actividades (20), aunque sensiblemente más pronunciada en las de carácter estratégico y las del ámbito financiero. Este comportamiento concuerda con los rasgos estilizados que se desprenden de la evidencia internacional descrita en la sección segunda, que apuntan que la reorientación de la IED a favor de países afines sería más acusada en las actividades de carácter estratégico.

V. CONCLUSIONES

La globalización experimentada en pasadas décadas por la economía mundial se ha caracterizado, entre otros rasgos, por la expansión de las transacciones de IED. La economía española participó activamente en este proceso, de manera que el peso en el PIB de la inversión extranjera directa ha mostrado una tendencia creciente. De hecho, el *stock* de las inversiones directas del exterior es

sensiblemente más elevado en nuestro país que en las principales economías de la UE.

No obstante, desde la crisis financiera global se ha asistido a una ralentización del ritmo de crecimiento de las transacciones internacionales de IED, que ha sido más débil que el registrado por el producto o el comercio internacional. Esta tendencia se ha reafirmado desde 2018, como resultado de las tensiones proteccionistas, especialmente entre China y los EE. UU., la pandemia y la guerra de Ucrania. Estos factores estarían provocando, además, una incipiente recomposición de los patrones de IED bilaterales, tendente a una regionalización de los flujos de inversión, en particular en actividades consideradas de carácter estratégico. Para la economía española, las repercusiones potenciales de las tensiones geopolíticas sobre los patrones de IED son un aspecto relevante a medio plazo, debido a la significativa apertura financiera de nuestro país al exterior y a la importancia de las multinacionales en la actividad y el empleo.

Los resultados del presente artículo señalan que la composición geográfica de la IED del exterior en España mitigaría, en principio, el impacto de una eventual fragmentación geopolítica. Los países cercanos geopolíticamente acumulan cerca del 90 por 100 del *stock* total de la IED recibida por nuestro país. Además, desde 2018 se observa una reorientación de la IED a favor de estos países emisores más afines. Esta reconfiguración es generalizada por ramas, aunque más acusada en aquellas que se consideran de carácter estratégico.

De cara al futuro, España podría verse favorecida por la relocalización de inversiones directas procedentes de economías del

bloque «occidental», en particular en sectores relacionados con la autonomía estratégica de la UE y su proceso de transición energética, debido a las ventajas comparativas de las que goza nuestro país. Estos factores podrían consolidar la reactivación de la IED en manufacturas que se observa tras la pandemia. Por otro lado, la competitividad que está mostrando en los últimos años el sector de servicios en España (García y Martín, 2023) constituye otro factor de atracción de las inversiones foráneas.

NOTAS

(1) En contraste, Francia, Alemania e Italia acumulan posiciones acreedoras netas en IED (aproximadamente, el 24 por 100, 20 por 100 y 4 por 100 del PIB, respectivamente).

(2) Desde 2013, España ha sido, en promedio, la quinta economía global y tercera de Europa en número de proyectos *greenfield* recibidos (en torno al 4 por 100 del total mundial y superando el 5 por 100 en 2023, véase *Multinacionales con España* [2024]).

(3) https://policy.trade.ec.europa.eu/enforcement-and-protection/investment-screening_en La lista se actualiza de forma continua.

(4) Asimismo, UNCTAD (2023) encuentra que el porcentaje de nuevos proyectos de IED entre países distantes geopolíticamente sobre el total mundial ha caído en 10 p.p. entre 2013 y 2022.

(5) Los modelos de gravedad establecen que la IED bilateral está asociada negativamente con la distancia geográfica, las barreras comerciales, la volatilidad del tipo del cambio; y, positivamente, con el tamaño de las economías y la cercanía histórica o institucional (caracterizada por variables relativas a lengua común, vínculos coloniales o sistema legal común).

(6) Sexto *Manual de balanza de pagos y posición de Inversión Internacional* § 6.44.

(7) *Manual de inversión directa* edición 4 § 40 y siguientes.

(8) El *Manual de inversión directa*, edición 4, página 71, cuadro Ejemplo 4.2., recoge

una tabla donde se especifica cómo se realiza la conciliación entre las dos presentaciones. Para más información, ver la *Nota metodológica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional de España*, disponible en la web del Banco de España, <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/notametBpPii.pdf>

(9) En la futura actualización de los manuales de balanza de pagos y posición de inversión internacional (MBP7) y del *Manual de inversión directa* (BD5), el desglose por última economía se incluirá como parte de la presentación estándar de las series de datos de IED. Se están publicando datos de posiciones por última economía inversora desde el año 2017 en Eurostat y la OCDE. En el cuarto trimestre de este año, con la revisión extraordinaria de las estadísticas macroeconómicas que se realiza cada cinco años, se publicarán estos datos desde el año 2013. Además, los microdatos de inversión directa están accesibles en el Laboratorio de Datos del Banco de España.

(10) El *link* donde se puede acceder a la normativa actualizada del Registro de Inversiones Exteriores es el siguiente: https://comercio.gob.es/es-es/inversiones_exteriores/declaraciones_inversion/normativa/Paginas/default.aspx

(11) Se define control como propiedad de más del 50 por 100 de los derechos de voto.

(12) https://comercio.gob.es/es-es/inversiones_exteriores/estadisticas/Documents/Metodologiadatainvox.pdf

(13) *Manual de inversión directa*, edición 4 § 552 y siguientes.

(14) <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2020/pdf/20-26.pdf>

(15) La división de países en bloques geopolíticos sigue la clasificación del informe del IRC *Trade Expert Network* (de próxima aparición). Esta clasificación se basa en el índice geopolítico de Den Besten et al. (2023), que utiliza el historial de sanciones, importaciones de bienes militares, votaciones en la ONU y préstamos oficiales de China. Para los países no disponibles en Den Besten et al. (2023), se utiliza un índice de asignación geopolítica similar, producido por *Capital Economics*.

(16) La Unión Europea es la principal fuente de IED (alrededor del 54 por 100), seguida por los EE. UU. (13 por 100).

(17) La falta de disponibilidad de datos homogéneos a nivel de inversor último o para la gran parte del período temporal de análisis impide realizar estas comparaciones con el conjunto de la UE e Italia. Los últimos datos disponibles de Alemania y Francia son del 2022.

(18) Los indicadores de proximidad política se basan en Bailey et al. (2017), y reflejan la diferencia en patrones de votación en las sesiones sobre los derechos humanos de las asambleas generales de la ONU entre dos países. De acuerdo con la literatura, este indicador proporciona una aproximación a la «alineación geopolítica» entre dos países.

(19) En línea con FMI (2023) e Aiyar et al. (2024), dentro de las actividades estratégicas se encuentran: las de minería y extracción, fabricación de productos químicos y farmacéuticos, minerales y electrónicos, productos eléctricos y maquinaria y fabricación de vehículos. Por motivos de análisis y de claridad expositiva, las actividades financieras, también de carácter estratégico, se han agrupado por separado de las actividades estratégicas reales.

(20) Para cada categoría de actividades económicas, se muestra el índice de exposición geopolítica elaborado a partir de la rama mediana, con el objetivo de evitar que su evolución esté condicionada por efectos de composición asociados a cambios en los pesos relativos de cada actividad dentro de cada categoría. Si se considera el total de cada categoría, las tendencias descritas se mantienen en términos cualitativos.

BIBLIOGRAFÍA

- AIYAR, S., MALACRINO, D. PRESBITERO, A. (2024). Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows. *European Journal of Political Economy*, volume 83.
- ALFARO, L. CHOR, D. (2023). Global Supply Chains: The Looming «Great Reallocation». *NBER Working Paper*, n.º w31661.
- ALFARO, L., CHEN, M. (2018). Selection and Market Reallocation: Productivity Gains from Multinational Production. *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(2).

ATTINASI, M.-G., BOECKELMANN, L., MEUNIER, B. (2023b). The Economic Cost of Supply Chain Decoupling. *ECB Working Paper*, 2023/2839.

ATTINASI, M.-G., IOANNOU, D., LEBASTARD, L. y MORRIS, R. (2023a). Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies. *ECB Economic Bulletin*, Issue 7.

BABAR, C., LANG, T., MINESHIMA, A., MISCH, F., PINAT, M., SHAHMORADI, A., YAO, J. y VAN ELKAN, R. (2023). Geoeconomic Fragmentation: What's at Stake for the EU. *IMF Working Paper*, 23/245.

BADÁS ARANGÜENA, R. (2021). La inversión exterior directa en España: ¿cuáles son los países inversores inmediatos y cuáles los últimos? *Notas Estadísticas*, 15. Banco de España.

BANCO MUNDIAL. (2020). *Global Investment Competitiveness Report 2019/2020: Rebuilding Investor Confidence in Times of Uncertainty*.

BAILEY, M., STREZHNEV, A. y VOETEN, E. (2017). Estimating dynamic state preferences from United Nations voting data. *Journal of Conflict Resolution*, 61.

BENCIVELLI, L., FAUBERT, V., LE GALLO, F., NÉGRIN, P. (2023). Who is Afraid of FDI Screening? *Working Paper*, 927. Banque de France.

COMISIÓN EUROPEA. (2023). *Third Annual Report on the screening of the foreign direct investment into the Union*.

DAHLMAN, A. y LOVELY, M. E. (2023). *US-led effort to diversify Indo-Pacific supply chains away from China runs counter to trends*. Blog September 23, 2023. Peterson Institute of International Economics.

DEN BESTEN, T., DI CASOLA, P. y HABIB, M. (2023). Geopolitical fragmentation risks and international currencies. *The International Role of the Euro*, June 2023. ECB.

DI STEFANO, E., GIOVANNETTI, G., MANCINI, M., MARVASI, E. y VANNELLI, G. (2022). *Reshoring and plant closures in COVID-19 times: evidence from Italian MNEs*. International Economics.

FLETCHER, K., GRIMM, V., KROEGER, T., MINESHIMA, A., OCHSNER, C., PRESBITERO A., SCHMIDT-ENGELBERTZ P. y ZHOU, J. (2024). Germany's

Foreign Direct Investment in Times of Geopolitical Fragmentation. <i>IMF Working Paper</i>, WP/24/130. FMI. (2023). Geoeconomic fragmentation and foreign direct investment. <i>World Economic Outlook</i>, April 2023. GARCÍA DEL RIEGO, M., JIMÉNEZ MARTÍNEZ, P. y DEL PORTILLO, M. (2024). La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2023. <i>Boletín Económico</i>, 3/2024. Banco de España. GARCÍA, C. y MARTÍN MACHUCA, C. (2023). La evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos. <i>Boletín Económico</i>, 3/2023. Banco de España.	GOPINATH, G., GOURINCHAS, P., PRESBITERO, A. y TOPALOVA P. (2024). Changing Global Linkages: A New Cold War? <i>IMF Working Papers</i>, WP/24/76. INE. (2023). <i>Estadística de Empresas según Pertenencia a Grupos. Año 2021</i>. KEARNEY (2024). <i>Cautious optimism: 2023 FDI Confidence Index</i>. IRC <i>TRADE EXPERT NETWORK</i> (de próxima aparición). <i>Navigating a fragmenting global trading system. Some lessons for central banks</i>. LÓPEZ, D. y VÁZQUEZ, S. (2023). <i>Nearshoring Outlook: Foreign investment, Mexico's Industrial Parks Association survey</i>. BBVA Research.	QIU, H., SHIN, H. S. y ZHANG, L. S. Y. (2023). Mapping the realignment of global value chains. <i>BIS Bulletin</i>, 73. TAN, J. (2024). How Widespread is FDI Fragmentation? <i>IMF Working Paper</i>, WP/24/179. UNCTAD (2023). <i>World Investment Report 2023</i>. UNCTAD (2024a). <i>Global economic fracturing and shifting investment patterns</i>. UNCTAD (2024b). <i>World Investment Report 2024</i>.
--	---	---

COLABORACIONES

III.
INVERSIÓN EMITIDA

Resumen

En este trabajo se describen las características y determinantes de la rápida expansión internacional de las empresas españolas a través del establecimiento de filiales productivas en otros países. Una vía de internacionalización que, de la mano de las grandes firmas, cobró un sobresaliente impulso en la etapa de bonanza previa al estallido de la crisis financiera, momento a partir del cual se moderó su ritmo de avance. Pese a esa ralentización, la inversión española en el exterior ha aumentado de forma muy notable en los dos últimos años, 2022 y 2023, y dispone de un elevado potencial de crecimiento, a la luz de sus favorables perspectivas de rentabilidad y las ventajas competitivas que exhiben las empresas ubicadas en nuestro país.

Palabras clave: inversión exterior directa, empresas multinacionales, crisis económica, España.

Abstract

This paper studies the characteristics and determinants of the rapid international expansion of Spanish companies through the establishment of production affiliates in other countries. This process of internationalization, driven by large firms, experienced significant growth during the prosperous period before the outbreak of the financial crisis. However, since then, its pace has moderated. Despite this slowdown, Spanish investment abroad has strongly increased in the two last years, 2022 and 2023, and still holds considerable growth potential, given its favourable profitability prospects and the competitive advantages of companies located in our country.

Keywords: foreign direct investment, multinational, firms, economic crisis, Spain.

JEL Classification: F21, F23, O10.

LA INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR, MODERACIÓN TRAS LA GRAN EXPANSIÓN

Rafael MYRO

Universidad Complutense de Madrid

M.^a Elisa ÁLVAREZ-LÓPEZ

Josefa VEGA CRESPO

Universidad de Valladolid

I. INTRODUCCIÓN

La última ola de globalización se extendió desde el final de la década de 1980 hasta los primeros compases de la crisis financiera en el año 2007. La enérgica expansión de los flujos internacionales de comercio e inversión a lo largo de esos años, a ritmos sensiblemente superiores a los del producto interior bruto (PIB), y los grandes cambios ocasionados por ella en la economía mundial, facilitando el veloz ascenso de un conjunto de economías emergentes –con el gigante chino a la cabeza–, a la par que una rápida convergencia en renta per cápita entre las poblaciones del mundo en desarrollo y desarrollado, han llevado a diversos autores a referirse a ese extraordinario período como de hiperglobalización.

España vivió esta última etapa de la globalización con una especial intensidad, destacando dentro del marco europeo. Sus exportaciones aumentaron a un ritmo muy vivo durante el decenio de 1990 y lo hicieron de nuevo a partir de 2012, hasta alcanzar actualmente el 39 por 100 del PIB, un porcentaje solo inferior al de Alemania entre las grandes economías europeas. Tal avance fue el reflejo de una acelerada y firme inserción de

España en las cadenas globales de valor (CGV), con un notorio papel de los bienes y servicios intermedios en las ventas exteriores.

Pero si trascendental fue este cambio, que ha convertido a España en una de las economías más abiertas desde la óptica comercial, aún fue de mayor calado el que protagonizó la inversión en el exterior. Así, entre 1990 y 2010, pasó de representar apenas el 2,9 por 100 del PIB a suponer el 46 por 100, registrando un valor de 653.000 millones de dólares (489.000 millones de euros). Fruto de esta progresión, España dejó de ser un país claramente receptor de inversiones exteriores.

Si no se habla y escribe más de este formidable salto en la implantación productiva de las empresas españolas en otros países, carente de un análisis y un seguimiento suficientes, no solo es porque la información estadística relativa a las inversiones en el exterior muestra notables discrepancias entre las diversas fuentes disponibles, sino también porque los beneficios de tales inversiones para la economía española son más difíciles de percibir, aun cuando existe evidencia de que son positivos (Bajo y Díaz Mora, 2014; Esteve y Rodríguez, 2014b).

Sea como fuere, en este trabajo se pretende describir las características y determinantes del establecimiento por parte de las empresas españolas de filiales productivas en otros países. Con ese fin, en un primer apartado se estudia la importancia y evolución de la inversión dirigida por España al exterior para, a renglón seguido, examinar la naturaleza de las empresas inversoras, los sectores a los que pertenecen y los destinos elegidos. A continuación, se pone el foco en los factores que han propiciado la internacionalización de un número creciente de empresas a través de la inversión en el resto del mundo y su conversión en empresas multinacionales (EMN). El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

II. LA GRAN EXPANSIÓN DE LA INVERSIÓN EXTERIOR DE ESPAÑA

En 1995, tras haber culminado su gradual proceso de incorporación a la Unión Europea (UE) y su reconversión industrial, España se encontraba iniciando su ajuste macroeconómico con el objetivo de formar parte de los países del euro. La integración en la Europa unida había atraído una gran cantidad de inversiones procedentes del exterior (una *creación de inversión*, en palabras de Richard Baldwin, paralela a la *creación de comercio*), a tal punto que, en el año mencionado, el *stock* de la inversión exterior directa (IED) acumulada en España ascendía al 10,1 por 100 del total de la eurozona, porcentaje muy similar al de su peso en el PIB de esta área. Sin embargo, el correspondiente a la inversión española en otros países era únicamente del 2,7 por 100, como puede constatarse en el cuadro nº. 1, elaborado con datos de la UNCTAD (Conferen-

cia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo). De esta forma, en los diez años que siguieron a su entrada en la UE, España había reforzado su papel de receptor neto de inversiones extranjeras, una estrategia que John Dunning asocia, principalmente, a los países emergentes, en su conocida teoría acerca de la senda del desarrollo (Dunning, 1981).

Este panorama dio un vuelco durante la década posterior, cuando la inversión española en el exterior creció de tal manera que cuadruplicó su peso en la de la eurozona, situándolo en el 10,2 por 100 en 2007, un nivel cercano al de la IED recibida. El gráfico 1 (en el que la inversión en el exterior está expresada en relación al PIB), muestra con más detalle este avance en términos comparados con las principales economías comunitarias y ofrece una primera aproximación a sus determinantes, en los que se centrará el interés más adelante. Como puede comprobarse, Francia y Alemania efectuaron también un salto de gran magnitud (de igual modo que lo hizo el Reino Unido), pero no así Italia. Fue, por tanto, un movimiento común en los países europeos más desarrollados, en consonancia con la expansión

general de las inversiones internacionales que la ola de globalización auspició. El mundo se hacía global y resultaba obligado participar en el proceso en marcha, so pena de sucumbir a las fuerzas de la competencia. Las demás ratios recogidas en el cuadro nº. 1 reflejan el mismo fenómeno, añadiendo alguna información acerca de su importancia. A título ilustrativo, la cuota de las inversiones españolas en el mundo se multiplicó por más de tres entre 1995 y 2007, casi doblando el peso de nuestro país en el PIB mundial.

Con todo, la crisis financiera, que afectó intensamente a España, marcó el inicio de una trayectoria evolutiva diferente en su inversión en el exterior, que, sin embargo, no resulta hoy clara, a la luz de las diferencias detectadas entre las estadísticas procedentes de las distintas fuentes disponibles, siendo este un aspecto al que enseguida se prestará atención.

De acuerdo con los datos suministrados por la UNCTAD, a los que se ha dado prioridad en este trabajo habida cuenta que son los mejor valorados y permiten llevar a cabo comparaciones con otros países, el *stock* de inversión de España en

CUADRO N.º 1.
CUOTA DE ESPAÑA EN EL STOCK DE IED MUNDIAL, 1985-2023

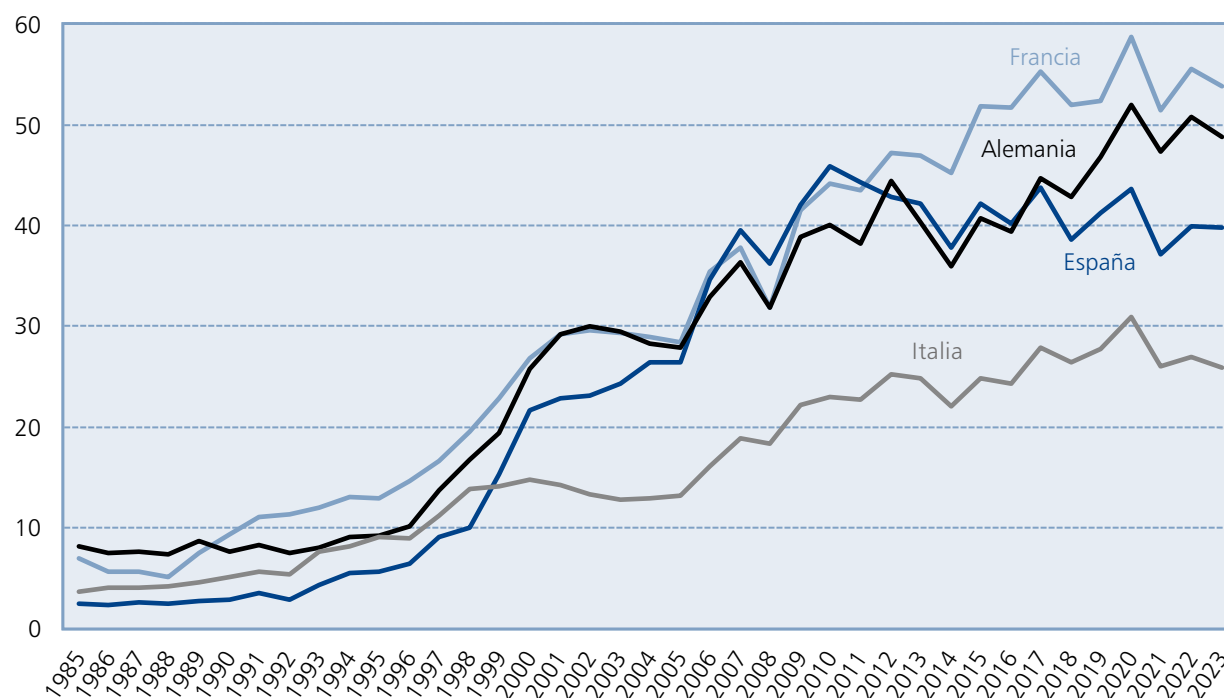
	ESPAÑA EN EL EXTERIOR					
	1985*	1995	2007	2013	2019	2023
España/Eurozona	2,2	2,7	10,2	7,8	5,8	4,6
España/UE-27	2,1	2,5	9,3	7,1	5,4	4,3
España/UE-4**	3,1	3,4	17,9	14,5	13,1	12,5
España/Mundo	0,5	0,9	3,1	2,3	1,7	1,4

Notas: *1990 para España/UE-4;
** UE-4: Alemania, Francia, Italia y España.
Fuente: UnctadStat.

GRÁFICO 1

STOCK DE IED EN EL EXTERIOR DE ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA, 1985-2023

En porcentaje del PIB



Fuentes: UnctadStat y OCDE.

el exterior sobrepasó en 2011 los 507.000 millones de euros para luego disminuir hasta casi 408 en 2014, cuando reanudó la tendencia ascendente que volvió a invertirse en 2020 –el año del Gran Confinamiento–, creciendo después a un ritmo apreciable hasta superar los 570.000 millones el pasado ejercicio de 2023. Este comportamiento procíclico habría conllevado una merma significativa de su ratio respecto al PIB en 2012 y el posterior mantenimiento de la misma en un valor en torno al 40 por 100 (gráfico 1).

La evolución reseñada habría implicado, asimismo, una drástica reducción de la participación de España en el stock mundial de inversión dirigida al exterior, así

como en los de la UE y la eurozona, que han caído a la mitad. Como secuela, España aparece otra vez como un país receptor neto de IED, puesto que, a la altura de 2022, el stock de inversión recibida supuso el 1,8 por 100 del PIB, 0,4 puntos porcentuales por encima del peso que anota el stock de inversiones en el exterior. En todo caso, la diferencia entre inversión directa recibida e inversión directa emitida es muy inferior a la observada al comienzo del proceso de expansión de la IED en 1995 (2,1 por 100 del PIB).

Estos datos concernientes a la situación final de la inversión española en el exterior no admiten mucha controversia, coinciden básicamente con los que publica

el Banco de España (BE). Lo que sí la admite –como se advirtió en la Introducción– es la evolución que acaba de describirse, para cuyo estudio se cuenta con tres series de datos adicionales (1). En primer término, la que elabora el BE atendiendo al mismo criterio de cálculo que la UNCTAD, el denominado principio direccional, por el que de los activos financieros que las casas matrices poseen en sus filiales exteriores se descuentan los que estas últimas tienen en aquellas, obteniendo una cifra neta de sus activos financieros (Alves *et al.*, 2018) (2). Esta primera serie debería ajustarse a la de la UNCTAD, dado que esta organización utiliza la información que le facilita el BE. En segundo lugar, la proporcionada por el BE en la *Posición de*

Inversión Internacional; siguiendo el enfoque más simple de activos, esta fuente ofrece siempre mayores valores absolutos que los estimados según el principio direccional porque solo contabiliza el valor de los activos de la casa matriz en sus filiales (3). Para el análisis de la IED parece más adecuada la cifra neta calculada bajo el principio direccional (4), y así lo declaran los manuales metodológicos de la UNTAD. En cambio, el principio de activos resulta más apropiado en el estudio de la balanza de pagos. Por último, se dispone de los datos del *Registro de Inversiones Extranjeras* (RIE), basados también en el principio de activos. En esta fuente, la más tradicional en el análisis de la IED española y sin parangón en otros países europeos, pueden encontrarse estadísticas sobre los flujos y el *stock* de IED con un elevado nivel de desagregación sectorial y geográfica, además de información referente al número de empresas y sus características (ventas, empleo, resultados de explotación...). Con todo, su cobertura de empresas es algo inferior a la del BE, como indica el hecho de que las cifras de *stock* que presenta sean de menor cuantía, pese a manejar el mismo principio valorativo de activos. Empero, parte de la diferencia responde a que el RIE apenas contempla la financiación relacionada (esto es, los préstamos de la casa matriz a sus filiales), mientras que el BE sí (Fernández-Otheo y Myro, 2014a: p. 100). Pues bien, las tres series aludidas se reúnen en el gráfico 2 y, como viene siendo habitual, no incluyen la información relativa a la inversión de las empresas tenedoras de valores extranjeros (ETVE) pertenecientes a no residentes, por su peculiar naturaleza, inversión de *tránsito*, recogida en anotaciones contables.

Como se ha dicho, cabe poco debate acerca de los valores al-

canzados al presente porque concuerdan los compilados por la UNTAD y por el BE siguiendo el principio direccional. La discusión interesante y relevante radica en la trayectoria evolutiva. El quiebro de la inversión española en el exterior que, conforme a los datos de la UNTAD, se produjo en 2012, en pleno recrudecimiento de la crisis financiera en la UE, de una cuantía cercana a los 77.000 millones de euros (casi 90.000 millones de dólares), nada menos, no se descubre en la serie del BE según el principio de activos ni tampoco en la del RIE. Ambas, sin embargo, muestran con posterioridad a 2012 una senda muy parecida a la que se desprende de los datos de la UNTAD, a saber, las empresas españolas retoman después de la Gran Recesión la tendencia creciente en sus inversiones exteriores; un hecho que ya pusimos de relieve en su día (Álvarez-López, Myro y Vega Crespo, 2017).

Para que tuviera lugar la considerable caída en el valor del *stock* de inversiones en el exterior que la UNTAD anota en 2012, sin que esta afectara a la serie del BE según el principio de activos, tendría que haberse registrado en ese año crítico de la crisis financiera un importante crecimiento de los activos de las filiales extranjeras en sus casas matrices, quizá con el fin de auxiliarlas en sus problemas de liquidez o solvencia; empero, eso no es algo que se aprecie en la evolución de los pasivos exteriores de las sociedades no financieras, que deberían haber aumentado y no lo hicieron (Salas, 2022). Más lógico habría sido, por otra parte, que la ayuda de las casas matrices hubiese venido de la mano de una rebaja de los préstamos y otros fondos propios que tenían en sus filiales, aunque los activos exteriores de las sociedades no financieras y los recogidos en la serie BE (activos) del gráfico 2 no

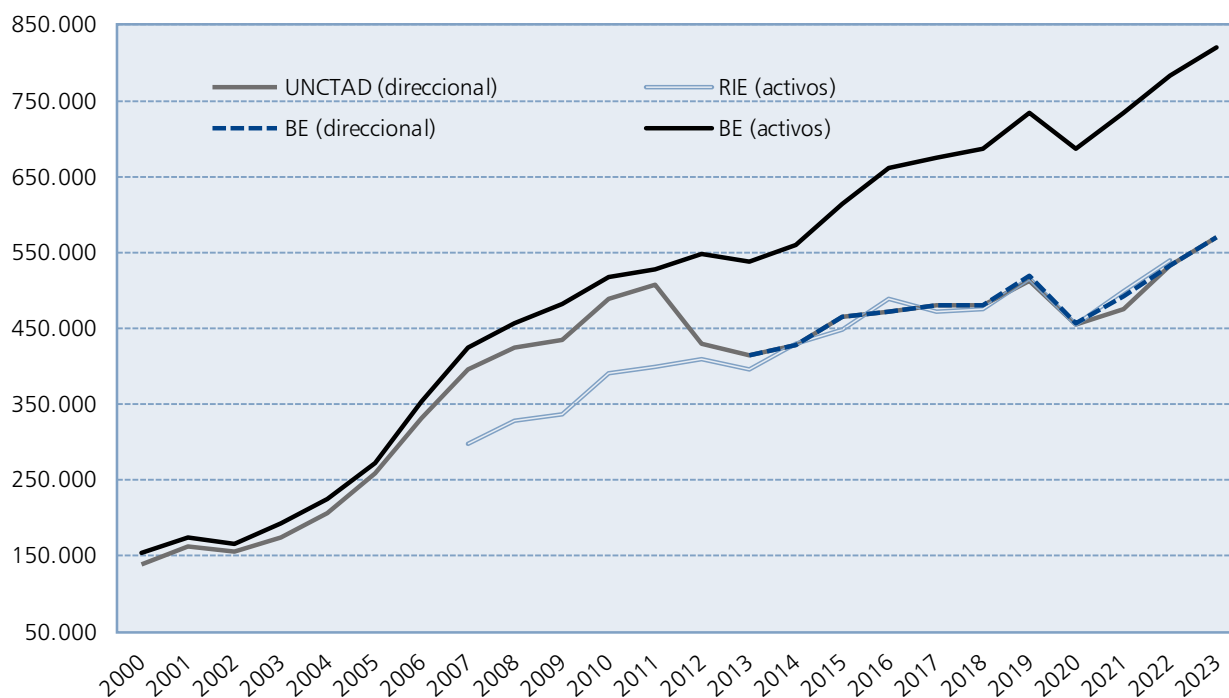
revelan tal reducción, salvo en 2013, y de muy pequeña cuantía. Tampoco la evidencian las cifras de financiación relacionada del BE, que son positivas, indicando aumentos en los préstamos de las casas matrices en sus filiales. Solo el RIE suministra datos negativos de financiación relacionada entre las casas matrices y sus filiales para los ejercicios de 2009, 2010 y 2011, si bien los importes son insignificantes (Fernández-Otheo y Myro, 2014a: p. 100).

Una explicación alternativa es que, en el contexto de la crisis financiera, agudizada en 2012, el BE encontrara más dificultades a la hora de reunir la información necesaria para el cálculo del *stock* de IED según el principio direccional, tal vez por la multiplicación de los flujos financieros o de los procesos de fusión y compra entre entidades, o bien porque se aplicaran fuertes correcciones a la baja en el valor de los activos, acaso por excesos de valoración en años previos (5). Con base en los propios datos del BE, en un trabajo anterior estimamos una marcada caída del valor de los activos en 2013, de alrededor de 50.000 millones de euros (Álvarez-López et al., 2017) y otra ligeramente superior a 20.000 millones de euros en 2011 (6). Por lo demás, el hecho de que el BE facilite la serie basada en el principio direccional solo desde 2013 da pie a pensar que su cómputo para los años de la Gran Recesión dista de estar exento de problemas.

Atendiendo a estas consideraciones, cabría presumir que la posición de inversión de España en el exterior no se aminoró en 2012 en tanta cuantía como apuntan los datos de la UNTAD –ajustes en su valoración aparte–, aunque seguramente sufrió con la crisis financiera más de lo

GRÁFICO 2
STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR, 2000-2023

Millones de euros



Fuentes: Banco de España, UnctadStat y Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

que sugieren las estadísticas del RIE. En cualquier caso, lo que es incuestionable es que la inversión de España en el exterior ha aumentado gradualmente desde 2013, para retroceder de nuevo en el bienio 2020–2021, e incrementarse de forma muy notable durante 2022 y 2023, superando ahora holgadamente los ritmos de los otros grandes países europeos, aunque ello en parte se debe a que los activos españoles se han revalorizado en 2023.

A tenor de lo hasta aquí expuesto, podría pensarse que el puesto actual de España en la IED en el exterior es el que realmente corresponde a la potencia productiva de nuestro país, pues iguala su participación en el PIB mundial, pero la compa-

ración con la eurozona y la UE desvela que no es así, porque los países desarrollados dominan aún la IED internacional. En efecto, la UE acapara el 32 por 100 de la inversión mundial cuando únicamente supone el 14,5 por 100 del PIB global. Por ende, la inversión española en el exterior dispone todavía de un elevado potencial de expansión. Su rápido ascenso desde la pandemia parece avalarlo, como también lo hace su menor intensidad (valor relativo con respecto al PIB) cuando se confronta con la de los países líderes europeos.

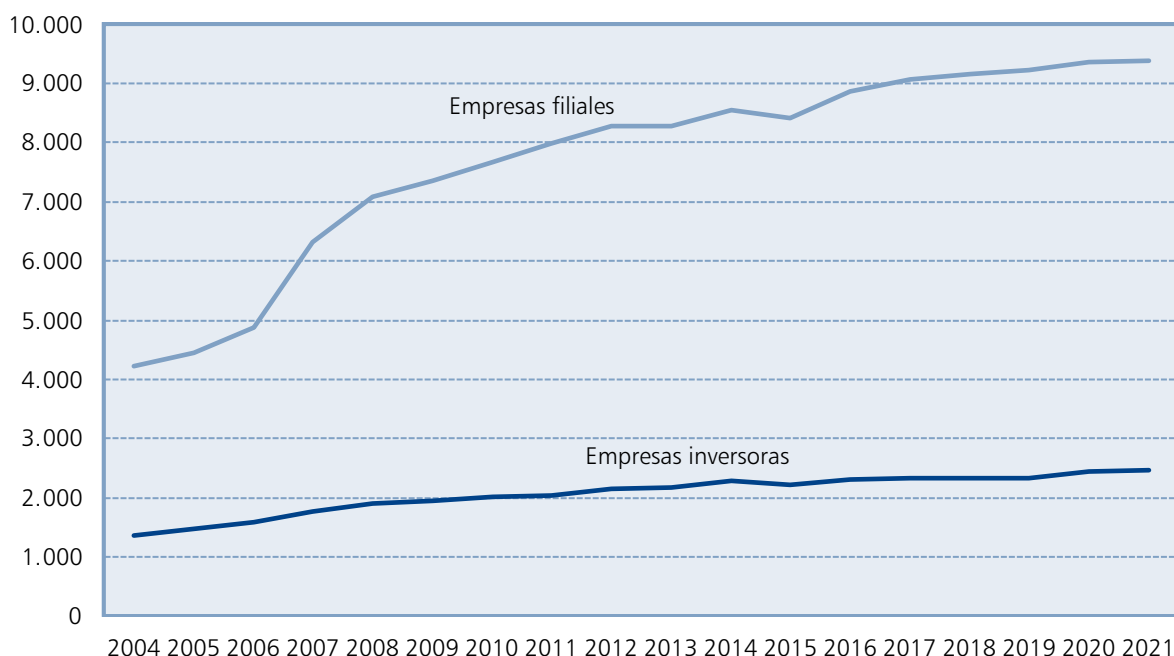
Precisamente, con el propósito de conocer mejor ese potencial, en los dos apartados que siguen se examinan los rasgos de las empresas inversoras en el

exterior, así como los factores que están detrás de su aventura internacional, es decir, de la evolución que acaba de detallarse.

III. LAS EMPRESAS INVERSORAS EN EL EXTERIOR

Las empresas españolas que protagonizaron el firme proceso de implantación en los mercados exteriores se sitúan en los tramos más altos de la distribución por tamaños, aventajando en dimensión media a las empresas que guiaron la expansión de las exportaciones, un conjunto con el que mantienen muchas intersecciones. Con arreglo a los estudios disponibles, en la industria se trataba de firmas de una dimensión superior a

GRÁFICO 3
NÚMERO DE EMPRESAS INVERSORAS Y FILIALES EN EL EXTERIOR*, 2004-2021



Nota: *Se excluyen las empresas de tenencia de valores extranjeros.
Fuente: Registro de Inversiones Exteriores.

los 200 trabajadores y todavía mayor en los servicios, con una productividad del trabajo más alta que la media, mayores intangibles por trabajador, superior penetración de capital extranjero y una intensidad exportadora e innovadora por encima de las empresas sin presencia inversora en el exterior. Fueron por ello capaces de establecer filiales de un tamaño igualmente elevado, siempre superior a los 100 empleados como promedio, destacando las de más de 200 por poseer una mayor cantidad de filiales por empresa (Gordo y Tello, 2008; Esteve y Rodríguez, 2014a).

Si se repara en el número de empresas matrices y de filiales creadas, la información extraída del RIE dibuja una trayectoria acorde con la provista por esta

fuente para la evolución del *stock* de IED emitida. Así, desde la crisis financiera, no ha disminuido ni el número de empresas inversoras ni el de filiales (gráfico 3). Para que este comportamiento de la IED se ajustara al mostrado por la serie de la UNCTAD, la inversión media por filial debería haberse aminorado, denotando que el crecimiento más reciente se ha asentado en filiales de menor tamaño. No es esto, sin embargo, lo que se deriva de los datos del RIE, pero ya se ha insistido en el epígrafe precedente en las diferencias metodológicas existentes entre las estadísticas disponibles.

La expansión internacional de las empresas españolas se apoyó primero en las actividades de servicios, sobre todo financieros (banca y seguros) y de telecomunicaciones, aunque también en

las de energía y las manufacturas. Con el paso del tiempo, esta composición sectorial se ha alterado ligeramente, adquiriendo aún más importancia los servicios y la energía, en detrimento de las manufacturas, en las que, además, el peso de las filiales de EMN ubicadas en España es muy elevado (Fernández-Otheo y Myro, 2014b).

Como consecuencia, la inversión española en el exterior continúa concentrada en los sectores de servicios, al igual que sucede en los principales países europeos (cuadro nº. 2). No obstante, es visible en España una cierta especialización en los servicios de información y telecomunicaciones y, en sentido inverso, una menor presencia de los otros servicios a empresas. A un tiempo, existe especialización fuera de la esfera de los servicios, en

CUADRO N.º 2.
PRINCIPALES SECTORES DE DESTINO DE LA IED DE ESPAÑA Y LA UE-3* EN EL EXTERIOR, 2021

Porcentaje del stock total

	ESPAÑA	UE-3
Agricultura, pesca y minería	5,9	3,5
Industria, energía y agua	25,7	29,1
Energía y agua	10,1	3,9
Productos minerales no metálicos	4,7	-
Química y productos farmacéuticos	2,6	5,6
Equipo de transporte	2,2	4,1
Alimentación, bebidas y tabaco	1,9	2,7
Metalurgia y productos metálicos	1,7	1,3
Resto de manufacturas	2,5	11,5
Construcción	4,6	2,0
Servicios	63,8	65,4
Banca, seguros y pensiones	33,4	32,4
Información y telecomunicaciones	10,7	2,1
Comercio y reparaciones	6,8	8,2
Otras actividades empresariales	5,4	16,0
Actividad inmobiliaria	3,5	4,7
Transportes y almacenamiento	3,0	1,2
Resto de servicios	1,0	0,8

Nota: *UE-3: Alemania, Francia e Italia.

Fuentes: Registro de Inversiones Exteriores, DataInvex, y OCDE.

las actividades agrícolas y extractivas, así como en la construcción, frente a las actividades industriales. Las compañías constructoras figuran entre las que han realizado un mayor esfuerzo inversor desde el comienzo del siglo actual. Por otra parte, dentro de la industria, España destaca por el acusado peso relativo del sector energético.

Este patrón de especialización refleja bien las ventajas competitivas de las que disfruta España en los sectores citados, donde se hallan grandes empresas con importante *know-how* y amplia capacidad organizacional. Pero es indudable que también tienen notorias ventajas competitivas las

empresas encuadradas en los sectores con menor participación en la inversión exterior española que en la europea, pues de otra forma no habrían buscado asentarse en otros países para tratar de explotarla, si bien es cierto que en no pocas ocasiones han perseguido principalmente agrandarlas. Conocidas son, por ejemplo, las que exhiben los bancos y las compañías de seguros más relevantes. Recuérdesse que una razón básica para la implantación en el exterior, sobre todo como alternativa a la exportación cuando esta es factible –como sucede en los casos de la agricultura, extractivas, energía, manufacturas y algunos servicios–, es ahorrar en costes

de transporte de las mercancías y servicios y aproximarse más a los consumidores, a cambio de aceptar mayores costes fijos de establecimiento, que solo las empresas de elevada productividad pueden soportar (Helpman, 2011).

De igual modo, la estructura espacial de la inversión de las empresas españolas en el exterior pone de relieve la fortaleza de sus ventajas competitivas. Inicialmente, se encaminaron hacia los lugares más cercanos geográfica y culturalmente, la UE y América Latina, primando Francia, Portugal y el Reino Unido, dentro de Europa, y México, Brasil y Argentina en la región latinoamericana (7) (Fernández-Otheo y Myro, 2014a).

Con posterioridad, la inversión ha ido abandonando América Latina y la eurozona en favor del Reino Unido y Estados Unidos, en una asombrosa escalada que denota crecientes capacidades competitivas por tratarse de dos economías con un alto nivel de desarrollo y mercados sofisticados y exigentes. Empero, las peculiaridades de los mercados de destino han motivado una cierta especialización por áreas, de forma que la agricultura, las extractivas, las manufacturas y la construcción se focalizan en la UE y América Latina, mientras que la energía lo hace en el resto de Europa y América del Norte. En cambio, los servicios, el principal sector inversor, se distribuyen de forma más transversal (Vega Crespo, 2023).

En cualquier caso, no hay un mejor indicador de las ventajas competitivas que atesoran las empresas españolas implantadas en el exterior que su rentabilidad, una variable *proxí* de su productividad y de los costes unitarios de sus factores. En el gráfico 4 se recoge la evolución de esta variable, definida como resultados del ejercicio/*stock* de IED del año previo. En

el período inicial considerado, la etapa de bonanza con la que se abre el siglo XXI, la rentabilidad fue del 13,7 por 100, muy superior a la de las firmas de capital extranjero instaladas en España –por utilizar un extremo comparativo–, que no alcanzó el 10 por 100 (Vega Crespo, 2023). Ese valor se redujo con la irrupción de la crisis financiera, mas ya en 2010 había retornado prácticamente a su nivel anterior. Después, osciló en el entorno del 10 por 100, para desplomarse en 2020 y ascender al 16,2 por 100 en 2022, último año para el que se cuenta con información. La rentabilidad obtenida en las distintas zonas a lo largo del período examinado no se separó mucho de la media (10,7 por 100), excepto en los casos de la UE –donde únicamente llegó al 9,4 por 100 debido a su descenso en los años de crisis de la eurozona (2008–2014)– y de América del Norte, donde fue del 4,1 por 100, fruto de una importante disminución de la que solo se repuso en 2017, si bien ha vuelto a caer con fuerza en 2022 (8).

Estos resultados de rentabilidad de la IED emitida no solo vienen a confirmar la solidez de las ventajas competitivas que poseen las multinacionales españolas sino también el potencial de crecimiento del que aún disponen.

IV. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN EL EXTERIOR

1. Los motores de la gran onda expansiva

Aunque las empresas españolas emprendieron la búsqueda de mercados exteriores en los que establecer filiales en las décadas de 1960 y 1970 (Moreno Moré, 1975; Maté Rubio, 1996; Guillén y Campa, 1996) (9), esta nueva y más exigente forma de internacio-

nalización solo adquirió relieve a partir de 1995, como se ha señalado anteriormente.

En el escenario de mayor apertura exterior que caracterizó a la economía europea durante la creación del Mercado Único, entre el final del decenio de 1980 y el de 1990, y el de intensa globalización que tuvo lugar desde entonces y hasta 2007, las empresas españolas más relevantes, emulando al resto de las grandes firmas europeas, resolvieron hacerse globales a fin de aprovechar sus ventajas competitivas o de acrecentarlas; una flamante aventura en la que fueron acompañadas por las empresas de capital extranjero, cuya cuota en la exportación y en la inversión exterior española ronda el 35 por 100; un porcentaje que se alza hasta el 70 por 100 en el caso de la inversión enviada al exterior por las firmas pertenecientes al sector manufacturero (Fernández-Otheo y Myro, 2014b).

Este proceso fue capitaneado por las compañías de mayor dimensión, un restringido grupo de entre aquellas que ya habían liderado el ascenso de la exportación española desde mediado el decenio de 1980, despuntando por su alta productividad y bajos costes unitarios respecto a las empresas que operaban en mercados domésticos (10). De ahí la coincidencia entre los sectores manufactureros clave en la exportación y en la inversión directa en el exterior: alimentos, material de transporte, química y metalurgia. Todos ellos poseen grandes economías de escala de empresa con relación a las economías de escala de planta y absorben una buena parte de la IED mundial. A la par, son los que han afirmado su presencia en el exterior, tanto por la vía de la inversión como de las ventas ex-

teriores, evidenciando palmarias ventajas comparativas y competitivas (Fernández-Otheo y Myro, 2014b). En este sentido, dentro del mismo sector manufacturero, existe una estrecha conexión entre empresas que exportan e invierten en el exterior. En otras palabras, las probabilidades de exportar e invertir en el exterior se encuentran ligadas, y son independientes de las características sectoriales o del tamaño de las empresas (11).

Desde este mismo plano, los trabajos de Camarero y Tamarit (2024) y Camarero *et al.* (2018) descubren una relación de complementariedad a largo plazo entre inversiones en el exterior y exportaciones, de forma que aquellas impulsarían estas; un resultado que confirman Maza y Gutiérrez-Portilla (2022), aunque justifican el vínculo por la existencia de dependencia espacial.

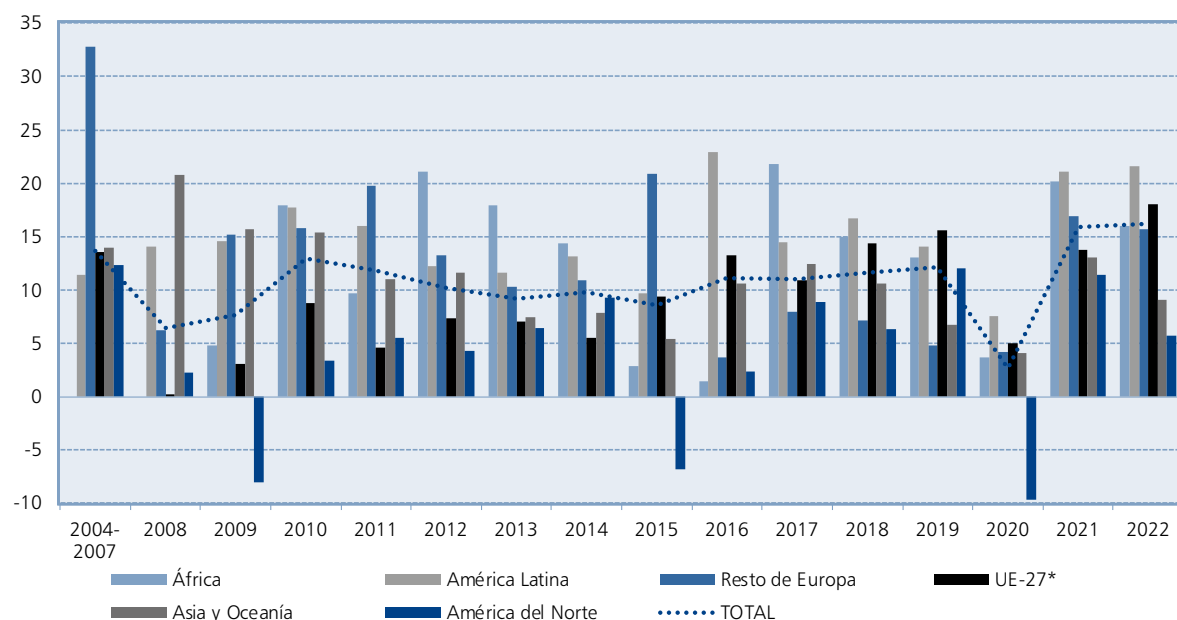
La orientación geográfica de la inversión primó en un primer momento América Latina, donde todavía se concentra hoy una apreciable proporción de los activos productivos españoles. Los países que conforman esta región mantienen sólidos lazos culturales con España, a la vez que disfrutaban de abundantes recursos naturales y han acometido importantes procesos de reforma en el curso de los tres últimos decenios, incluyendo la privatización de sus empresas públicas, especialmente en el ámbito de los servicios y utilidades, en el que se especializa la IED española (banca, telefonía y energía). Estos factores desempeñaron un papel relevante en la decisión tomada por las compañías españolas de establecerse allí (Gordo *et al.*, 2008; Gordo y Tello, 2008).

Pero, sin duda, los mayores atractivos residieron en la di-

GRÁFICO 4

RENTABILIDAD DEL STOCK DE IED DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES ESPAÑOLAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS, 2004-2022

Porcentajes



Nota: *Para el período 2004-2007, UE-28.

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

menCIÓN de los mercados de implantación, la expectativa de su acelerado crecimiento y la plataforma de acceso a otros mercados circundantes, como el de Estados Unidos (aprovechando las ventajas suscitadas por los acuerdos de integración NAFTA -North American Free Trade Agreement- y MERCOSUR -Mercado Común del Sur-). Así se pone de manifiesto en los trabajos dedicados a Brasil, México, Chile, Colombia y Perú por Solana (2010, 2012, 2014, 2015, 2016, 2017b) (12).

Más tarde, la inversión española se fue encauzando gradualmente hacia los países desarrollados, fundamentalmente europeos y Estados Unidos, buscando de esa manera la entrada en mercados más cercanos y exigentes, como

refleja su carácter principalmente *horizontal*, que también prevalece en la filiales emplazadas en América Latina (13).

Este rasgo de horizontalidad de la IED emitida por las empresas españolas se desprende nítidamente de los datos proporcionados por la *Encuesta sobre estrategias empresariales (ESEE)*, que revelan poca integración de las filiales de las EMN españolas encuadradas en la industria con sus casas matrices. A la altura de 2009, apenas un 13,9 por 100 de las firmas hacían integración internacional. Por otro lado, el 62,7 por 100 de ellas declaraba entonces que sus filiales exteriores fabricaban los mismos productos que la matriz, y el 39 por 100 se ocupaban de distribuir y comercializar productos

elaborados en España (Fariñas y Martín Marcos, 2012). En la misma línea, las actividades de ensamblaje o de adaptación de *inputs* producidos en la casa matriz solo lograban un relieve apreciable entre las grandes empresas industriales. Por lo demás, el considerable peso de los sectores de servicios en la IED total contribuye a afirmar su naturaleza horizontal (14).

Pues bien, al objeto de profundizar en los determinantes de ese formidable auge de la inversión de España en el exterior, en el recuadro nº. 1 se revisan algunos de los pocos trabajos disponibles, tanto acerca de las características de las empresas inversoras, como de los atractivos de los territorios en los que se han implantado.

Recuadro nº. 1

Determinantes de la inversión de las empresas españolas en el exterior

En el trabajo pionero de Campa y Guillén (1996) se concluía que el beneficio unitario de la empresa (una variable expresiva de su productividad) y su gasto en publicidad (representativo de los activos intangibles que tiene en su poder) fueron factores que propiciaron la inversión exterior en sus comienzos. Otro estudio, bastante posterior y basado en una muestra de empresas sensiblemente más amplia (Gordo y Tello, 2008), deducía que el tamaño, la experiencia exportadora, la presencia de capital extranjero y el hecho de que la empresa cotizara en bolsa –indicativo de su capacidad de financiación– eran determinantes primordiales de la decisión de invertir en el extranjero. También incidían positivamente en ella la intensidad de capital en la producción (productividad) y el volumen de capital humano.

Estos dos trabajos exploraban además las características de las empresas que repercutían en la elección de mercados más o menos desarrollados. El primero de ellos descubría que aquellas compañías que buscaban activos estratégicos se dirigían a los países más ricos y con mayor número de científicos, mientras que las que perseguían abaratar factores productivos se encaminaban a países con pocos científicos y limitadas relaciones comerciales. En cambio, el segundo de los trabajos citados no detectaba influencias positivas y estadísticamente significativas del tamaño de la empresa o de los activos intangibles a la hora de decantarse por los países en desarrollo para su localización en el exterior, ni tampoco en la inclinación hacia destinos próximos geográfica y culturalmente (UE y América Latina). Solo la participación del capital extranjero apoyaba la creación de filiales en estos países cercanos, en tanto que la experiencia anterior en el comercio internacional parecía alentar la inversión en América Latina frente a la UE; unos resultados que sugerían que las empresas españolas valoraban como más necesario el conocimiento y aprendizaje adquirido a través de la exportación, unida a la pericia conseguida gracias a la inversión previa en otros mercados, cuando decidían invertir en mercados menos desarrollados o en lugares con menor afinidad política y cultural, corroborando la tesis central del *modelo de Uppsala*, del aprendizaje con la exportación.

Otros autores (Ramírez *et al.*, 2004 y 2006) abordaron también muy pronto esta última cuestión, ratificando lo recién señalado al concluir que las empresas de mayor dimensión, con presencia en un número más alto de países y con más intangibles, optaban de manera preferente por el mundo en desarrollo, que cabía ver como más desconocido y arriesgado, y en el que sus ventajas de propiedad podían explotarse de forma más intensa. De hecho, la diversificación de la inversión internacional parecía fomentar la selección de Iberoamérica como lugar de ubicación, al igual que lo hacía el *stock* tecnológico de la empresa (que también incentivaba inversiones en las restantes áreas, salvo la UE-15). Del mismo modo, la imagen de marca promovía la localización en los países en desarrollo. En sentido opuesto, mayores gastos en publicidad amparaban la orientación hacia la UE-15 y el resto de los países de la OCDE (15). El establecimiento previo en ellos favorecía, asimismo, la creación de nuevas filiales, generándose un círculo virtuoso por el que las inversiones efectuadas alimentaban el flujo de las nuevas.

En definitiva, la UE aparecía como el destino más probable de aquellas empresas con pocos recursos tecnológicos pero dispuestas a realizar notables esfuerzos de publicidad, con el fin de acceder a mercados sólidos, en los que irse consolidando a través de sucesivas inversiones, esto es, de aquellas empresas que querían ampliar sus habilidades competitivas. Lo mismo cabe apuntar del resto de los países de la OCDE, añadiendo que las empresas que se dirigían a ellos se distinguían además por una superior aptitud tecnológica. En contraste, Iberoamérica atraía empresas grandes, con diversificación geográfica de sus inversiones, imagen de marca y capacidad tecnológica, que iban al encuentro de mercados en rápida expansión y en los que afrontaban una escasa rivalidad. Podría decirse que pretendían agrandar su tamaño con vistas a fortalecerse ante la competencia global (16). El área denominada Resto del Mundo también se ajustaba a este patrón, aunque la inversión encaminada a ella era más sensible al mayor riesgo derivado de la inestabilidad política (17).

En lo que atañe a la naturaleza de los atractivos de los mercados de implantación, Ramírez *et al.* (2004, 2006) subrayaban su tamaño y su renta per cápita, junto con la expectativa de fuerte crecimiento de la economía. Unos años después, Martínez-Martín (2010) encontraría que el PIB del país huésped y la población impulsaban la IED de España en el exterior, ejerciendo el efecto contrario la distancia geográfica. Drogendijk y Martín Martín (2015) han insistido más recientemente en este asunto, demostrando que la cercanía, no solo geográfica, sino también cultural y en niveles de desarrollo, atrae la inversión de empresas españolas. Finalmente, Martí *et al.* (2013) han investigado la importancia de muchas otras variables, prestando atención al «potencial de mercado circundante», así como a la aglomeración de las firmas españolas y del resto de las empresas extranjeras en cada país, que se desvelan como variables clave (18). A ellas han de sumarse las infraestructuras. La inflación afecta negativamente a la inversión recibida por el país considerado, al igual que ocurre con la inestabilidad macroeconómica y el alto coste del trabajo y otros factores productivos. Por su parte, las dotaciones de capital humano secundan la IED en las actividades de servicios, mientras que las de infraestructuras lo hacen en las manufactureras.

De entre los resultados obtenidos en este último trabajo, particular interés reviste el concerniente a la aglomeración de firmas españolas y extranjeras. La de las primeras acarrea inversiones en el sector servicios, en tanto que la de las segundas lo hace en las manufacturas. Quizá las empresas de servicios ven en la presencia de muchas empresas españolas signos de elevada rentabilidad, mientras que las manufactureras advierten posibilidades de aprendizaje y suministro en la abundancia de firmas extranjeras establecidas.

De su lectura se infiere que las empresas españolas de superior tamaño, con activos tecnológicos propios, imagen de marca y experiencia más dilatada de exportación, diversificaron más sus inversiones, enfocándose preferentemente a aquellos territorios menos desarrollados, pero con mejores posibilidades de crecimiento, en los que podían cosechar beneficios más cuantiosos y, simultáneamente, afianzar sus ventajas competitivas ante una competencia cada vez más global. Alcanzaron también los mercados más lejanos e ignotos. En contraste, las empresas de menor dimensión relativa se ubicaron en un número más restringido de países, más afines, y más ricos, acometiendo notorios esfuerzos de publicidad que les asegurasen la conquista de mayores capacidades competitivas, para apuntalarlas luego con nuevas inversiones. En unos y otros casos, la internacionalización productiva habría reforzado sus ganancias de productividad. Por lo demás,

la aglomeración de empresas españolas y extranjeras en los mercados de localización habría servido de acicate para nuevas inversiones. La acumulación de firmas españolas habría auspiciado las inversiones de empresas de servicios, atraídas por la percepción de un menor nivel de riesgo; y la elevada densidad de otras compañías extranjeras habría captado a las empresas manufactureras, al reconocer en ella una posible fuente de adquisición de conocimientos.

Adicionalmente, Guillén y García-Canal (2011, p. 43) aportaron pronto una explicación respecto a la estrategia compartida por muchas EMN españolas de extender su actividad tanto en mercados desarrollados como en desarrollo: «pueden usar fácilmente sus ventajas competitivas acumuladas en el país de origen en otros países emergentes o en vías de desarrollo, pero deben entrar en países más avanzados

para exponerse a la demanda más exigente y desarrollar así sus capacidades».

2. El lento crecimiento reciente de la inversión en el exterior

Como se ha puesto de manifiesto en el segundo epígrafe, a partir de la crisis financiera (más exactamente desde 2010), el peso del *stock* de inversión exterior de España en el PIB se ha reducido si se atiende a las estadísticas de la UNCTAD, difíciles de compaginar con las del RIE. Por el contrario, dicha ratio se ha incrementado de forma apreciable en las economías centrales de la UE con las que se ha venido comparando, Alemania, Francia e Italia. La perspectiva no resulta menos adversa si se evita la ratio con respecto al PIB y se mide directamente la evolución en euros corrientes. Así, entre 2007 y 2022, el *stock* de IED de España aumentó un 30 por 100, mientras que el de Italia lo hizo en un 75 por 100, mul-

CUADRO N.º 3.
STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Y PAÍSES, 2007-2022

Porcentaje del stock total

	2007	2013	2019	2021	2022
Eurozona	40,1	25,7	24,1	28,8	29,4
Resto UE-27	7,2	3,5	3,4	4,0	3,9
Resto de Europa	16,7	19,9	17,9	18,3	19,6
América Latina	24,7	33,0	29,3	27,1	25,0
América del Norte	7,9	12,6	19,7	16,2	16,5
Resto de América	0,7	1,2	1,6	1,1	1,0
Asia y Oceanía	1,8	3,3	2,8	3,3	3,4
África	1,0	0,9	1,2	1,2	1,1

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

tiplicándose por dos en Francia y Alemania (19). Naturalmente, esta notable diferencia está motivada por la caída del stock de IED que dejan ver los datos de la UNCTAD para España en 2012. Con la serie del RIE, el stock habría crecido un 80 por 100 a lo largo del período observado, un ascenso muy considerable, solo algo inferior a los advertidos en Alemania y Francia.

En todo caso, resulta obligado preguntarse por aquellos factores que han impedido un crecimiento más rápido de la inversión española en el exterior, a la que se ha atribuido un gran potencial de expansión. El primero de ellos es, por supuesto, la especial dureza que para España han entrañado las dos últimas crisis económicas a las que han tenido que plantar cara todos los países europeos, la financiera y la desencadenada por el COVID-19. Ambas elevaron la deuda de las sociedades financieras españolas bastante por encima de lo que lo hicieron en los grandes países europeos (Rovira, 2024).

En el transcurso de la primera de estas dos crisis, entre 2007 y

2013, el stock de IED emitida por España habría aumentado solo en un 5 por 100, a tenor de los datos de la UNCTAD, y un 32,4 por 100 según los del RIE. Por su parte, en Francia, Italia y Alemania lo habría hecho, respectivamente, en un 40, 36 y 30 por 100. Así pues, salvo que se contemple la muestra un poco más limitada de compañías incluidas en el RIE, el tono inversor de las empresas españolas fue más débil durante la crisis financiera, sin duda, directamente influidas por ella.

A este respecto, los datos del RIE evidencian que las inversiones españolas en la UE fueron las más perjudicadas por la Gran Recesión (cuadro n.º. 3), lo que probablemente denota que las empresas de nuestro país recortaron sus posiciones en el exterior como consecuencia no solo de su fragilidad financiera, sino también de la incertidumbre generada por la honda crisis europea. El stock de capital acumulado por España en sus principales socios comunitarios (Francia, Alemania, Italia, Portugal y Suecia) registró una acusada caída, que en Italia llegó al 60 por 100, posiblemente por efecto de la gravedad de la crisis en ese país.

Empero, esta mengua del peso de los destinos comunitarios se vio compensada por una expansión en el resto del mundo, desde América del Norte a Asia y África y, desde luego, a América Latina. No puede dejar de sorprender que, si las empresas españolas atravesaban por una situación financiera delicada, llevasen a cabo una diversificación territorial de sus inversiones de tal envergadura. Por lo demás, este episodio de internacionalización española resulta paralelo al ocurrido en la vertiente de la exportación, la búsqueda de nuevos mercados exteriores ante el languidecimiento de los comunitarios (Myro, 2015). Con su diversificación geográfica, las empresas españolas exhibieron, amén de fortaleza financiera, capacidad estratégica de reacción a corto plazo.

Las inversiones en los países de la eurozona, tras recuperarse en 2019, han crecido de forma moderada en el período poscovid, aunque todavía no han logrado cerrar la brecha respecto a los valores de 2007. No se han recobrado, en cambio, las dirigidas al resto de la UE-27; un área, además, en la que las inversiones de las firmas españolas se han ido concentrando en Polonia y Suecia, abandonando sobre todo Hungría.

En lo tocante a la segunda de las crisis mencionadas, la desatada por el COVID-19, en el año 2020, el stock de IED emitida por España disminuyó un 11,2 por 100, tres veces más que el de Italia; los correspondientes a Alemania y Francia apenas se alteraron. Otra vez, por tanto, la singular gravedad de la crisis pandémica en España pasó factura a la inversión exterior de sus empresas.

Con todo, a fin de entender la naturaleza del reciente debilitamiento de la inversión exterior

española conviene detenerse en la etapa que transcurre entre las dos crisis consideradas, es decir, de 2013 a 2019, para la que las series procedentes de las distintas fuentes estadísticas ofrecen una evolución similar (si bien la del RIE presenta una mayor expansión). Quizá los efectos de la crisis financiera se dejaron sentir aún en esos años, pues las

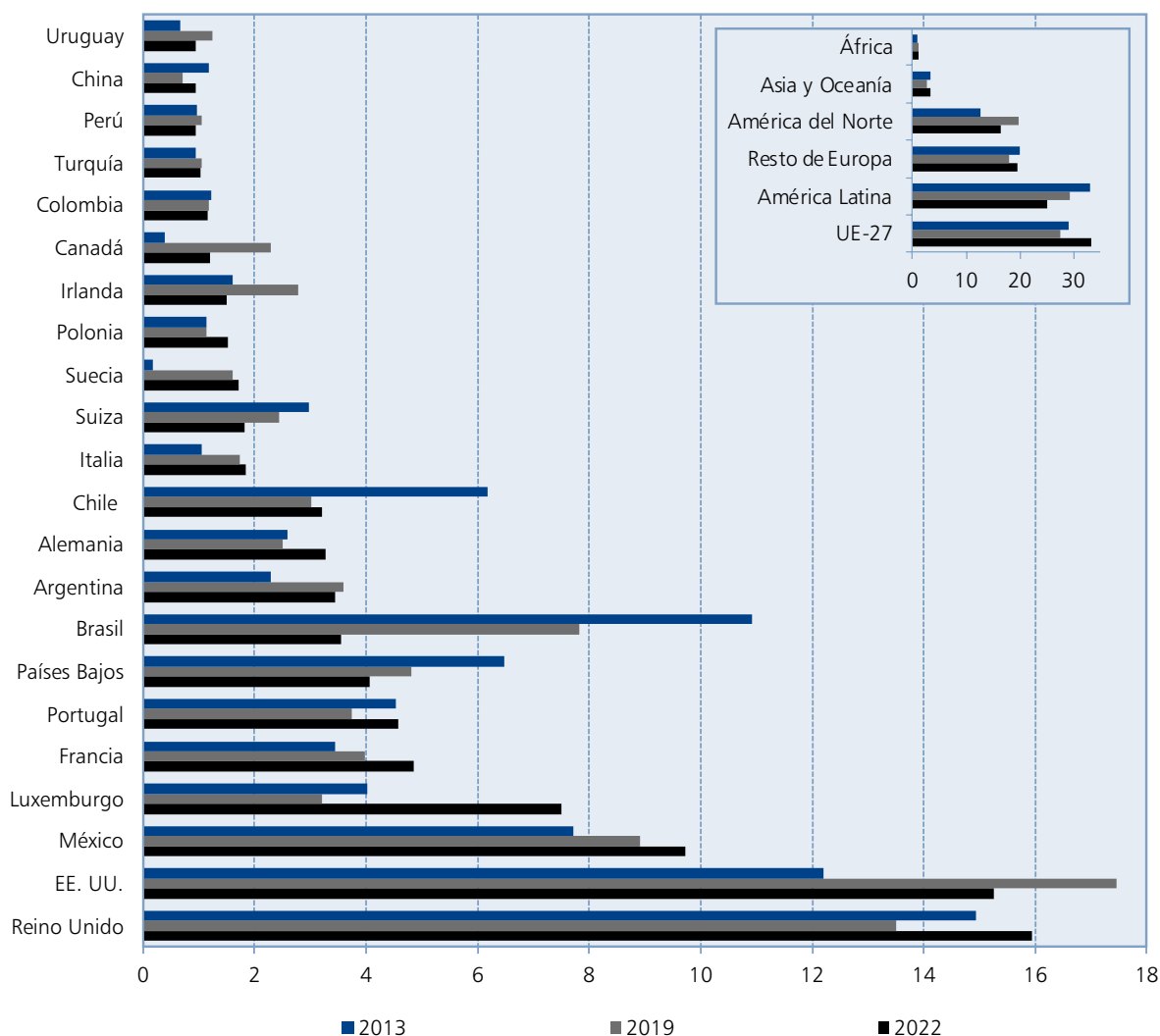
inversiones exteriores españolas tampoco alcanzaron a las efectuadas por Alemania, Francia e Italia, aun cuando las diferencias no son muy acusadas (20).

A ese impacto de la crisis cabe sumar, como elemento explicativo del comportamiento de la inversión española en el exterior, el deterioro del atracti-

vo que ofrecen para el capital extranjero algunos territorios, fundamentalmente a raíz de la crítica situación de sus economías, pero quizá también por otras razones que requerirían análisis específicos. Tres áreas despuntan aquí por la pérdida de peso en la IED de España en el exterior: Asia y Oceanía, América Latina y el resto de

GRÁFICO 5
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR, 2013-2022

22 primeros países; porcentaje del stock total



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

Europa (21). En la primera, el retroceso se debe, esencialmente, a caídas del *stock* acumulado en China y Hong Kong. En América Latina, a las disminuciones registradas en Brasil y máxime en Chile (gráfico 5). En el resto de Europa, la razón básica se halla en el escaso vigor de las inversiones en el Reino Unido (22) y Suiza durante el período contemplado. En sentido contrario, destaca el ascenso de las dirigidas a África y Estados Unidos.

Poniendo el foco ahora en los años más recientes, en algunas áreas, la pandemia, seguida de otros sobresaltos y fenómenos de gran alcance, como la invasión rusa de Ucrania o la fragmentación geopolítica, parecen haber tenido también efectos importantes. Sobresalen en este punto América del Norte y, de nuevo, América Latina; y dentro de ella Brasil, con una marcada rebaja del volumen de inversión española desde 2019 (del 55 por 100), además de Argentina y Colombia, si bien con descensos mucho menores, que podrían ser coyunturales.

Asimismo, la pospandemia ha afectado a las inversiones en África, sobre todo por la reducción anotada en Sudáfrica, que podría ser puntual. A la inversa, se han acrecentado las dirigidas a Asia, no solo a China y Hong Kong, sino también a Emiratos Árabes Unidos. De igual modo, han aumentado las inversiones encaminadas a los socios comunitarios (excepto Países Bajos, Bélgica e Irlanda) y al Reino Unido; un incremento, este último, que ha permitido compensar la negativa incidencia de las retiradas de activos de Suiza y Rusia en las inversiones orientadas al resto de Europa.

La inversión española en América Latina merece reflexión

aparte por su elevada importancia cuantitativa. El quid de su lenta marcha radica en la espinosa situación que ha padecido esta región, claramente puesta de relieve en un aumento medio del PIB del 1,7 por 100 entre 2013 y 2023. Destaca el caso de Brasil, donde las inversiones no han crecido desde 2013 (gráfico 5), en contraste con el hecho de que las empresas españolas hayan creado valor neto con sus actividades (Ruiz, 2023), al igual que en el caso de México, y lo contrario de lo que ha sucedido en Argentina o Colombia, en los que, sin embargo, las inversiones han ascendido de forma significativa en el conjunto del período 2013–2022.

La pérdida de aliciente de Brasil como lugar de establecimiento de las empresas españolas está vinculada con la grave tesitura que ha atravesado su economía; baste decir al respecto que su PIB ha crecido a una tasa media del 0,8 por 100 durante la última década, en un marco de gran inestabilidad institucional. Ahora bien, las nuevas oportunidades que se abren para este país, de la mano de su gran potencial de expansión y del desarrollo de las energías limpias que está empeñado en liderar, explican la visita de más de 140 empresas españolas que tuvo lugar en marzo del presente año, movidas por el deseo de conocer de primera mano los planes del Gobierno brasileño.

Frente a lo ocurrido en Brasil, el *stock* de inversión acumulado en México ha aumentado un 65 por 100 entre 2013 y 2022, lo que ha situado a este país como el primer destino de la IED española en la región latinoamericana, una posición que en 2013 ocupaba Brasil. Los grandes grupos inversores españoles parecen

haber redoblado su apuesta por México, país que, por su privilegiada relación con Estados Unidos, está llamado a jugar un papel de primer orden en el nuevo marco de fragmentación del comercio y la inversión internacional (Casilda Béjar, 2024).

En definitiva, la inversión de España en el exterior se ha visto profundamente perjudicada por la especial gravedad que las dos recientes crisis económicas han revestido para nuestro país. A pesar de ello, tras dejar atrás la crisis financiera –durante la que tuvo lugar una sustancial diversificación de los destinos de implantación–, el *stock* de IED de España creció a un ritmo aceptable, aunque más pausado que el de los principales países europeos. Y lo ha vuelto a hacer en 2022 y 2023, una vez superada la pandemia, pero en esta ocasión de forma algo más intensa que en sus grandes socios comunitarios. También ha dificultado el avance de la inversión exterior española la situación económica crítica de algunas áreas, como América Latina, frenándolo, cuando no planteando la conveniencia de una costosa relocalización que hoy parece ya descartada pues se abren alentadoras perspectivas para esta región en el nuevo contexto de fragmentación internacional.

En todo caso, la buena salud de que hoy goza la economía española, unida a las favorables perspectivas de beneficios que brinda la inversión en el exterior, auguran a esta un gran porvenir en los años venideros, si el escenario global no se enturbia mucho. A un tiempo, está pendiente el establecimiento en mercados con mejores expectativas de crecimiento (como el de la India) y quizá un mayor desplie-

que de la inversión de tipo vertical (Vega Crespo, 2023), buscando la fragmentación internacional de la producción, como sucede con la implementada en África, particularmente en Marruecos, en el sector del automóvil.

V. CONCLUSIONES

En este artículo se ha estudiado la evolución de la inversión de las empresas españolas en el exterior, confrontando distintas fuentes estadísticas, de las que se desprenden imágenes diferentes. Todas muestran, no obstante, el rápido e intenso proceso mediante el que un buen número de empresas españolas se han convertido en multinacionales, elevando desde la nada el peso de la inversión española en otros países hasta su actual nivel, el 40 por 100 del PIB.

Este proceso coincidió en su desarrollo con el período de hiperglobalización de la economía mundial, comprendido entre los años 1988 y 2007. Como otras pares europeas, un grupo de grandes compañías españolas, ya entonces involucradas en la internacionalización de sus negocios a través de la exportación, decidieron hacerse globales, convencidas de que esta era la única manera de afrontar un mundo donde gradualmente se acentuaba la presión competitiva, extendiéndose a todos los territorios. Tras estas empresas, vinieron otras muchas de tamaño mediano e incluso pequeño, hasta sumar las casi 10.000 que se contabilizan en este momento.

Al principio, predominaron las de servicios, fundamentalmente banca y telecomunicaciones, junto con las industriales (muchas de ellas filiales de EMN extranjeras); unas y otras se dirigieron a los lugares más cercanos geográficamente —la UE

en primer lugar— y culturalmente —América Latina— pretendiendo explotar sus ventajas competitivas y acrecentarlas. Con el tiempo, todos los sectores se incorporaron a esta senda de internacionalización, con algunos en posiciones muy aventajadas, aparte de los ya señalados, como los de energía y agua, construcción, transporte, partes y componentes de automoción, material de transporte o productos minerales no metálicos. En paralelo, se multiplicó la diversidad geográfica de los emplazamientos, de suerte que, aun cuando la UE y América Latina continúan siendo dos grandes bastiones de las EMN españolas, Estados Unidos y el Reino Unido absorben hoy un tercio de los activos empresariales de España en el exterior.

Las dos últimas crisis económicas, que han castigado a nuestro país con especial rigor, han mermado, asimismo, la capacidad de crecimiento de la inversión española en el exterior. También se ha visto negativamente afectada por la situación económica de algunas regiones donde la presencia inversora de España es importante, América Latina en particular.

Pese a ello, la inversión exterior española tiene por delante un prometedor recorrido, dadas las ventajas competitivas de las que disponen las empresas nacionales y las multinacionales extranjeras ubicadas en España, a las que se unen las propicias expectativas de beneficios, a juzgar por las cifras de rentabilidad cosechadas desde 2007, elevadas y relativamente estables. Queda pendiente una mayor orientación hacia mercados en rápida expansión (como el de la India y otros países asiáticos, amén de los africanos) y el empuje de la inversión de carácter vertical,

que persigue abaratar los procesos de producción, como la desarrollada en la industria del automóvil en Marruecos.

Por lo demás, del análisis de los determinantes de la inversión exterior española recogido en el recuadro nº. 1, se deducen algunas claves orientativas para una política de promoción de la IED en el exterior, más necesaria en la actualidad que hace algunos años. En primer lugar, la importancia del conocimiento del mercado, un objetivo ineludible de toda promoción exterior, habida cuenta de sus externalidades positivas sobre el conjunto del tejido productivo. Esta política resulta particularmente indispensable cuando se trata de mercados alejados geográfica y culturalmente, en los que es más complicado y costoso obtener información precisa. En segundo término, la relevancia de la dimensión empresarial, la productividad y el capital humano, aspectos cardinales para la competitividad de las empresas. Aunque las actividades de promoción exterior pueden fomentar estos activos, incumbe primordialmente a la política industrial hacerlo, de muy diversas maneras, pero ante todo espoleando la creación de empresas, la innovación y la mejora del capital humano, a la par que eliminando barreras artificiales a la competencia. La acumulación de estos mismos factores debe igualmente facilitar que las empresas españolas acometan formas de integración internacional más complejas, acordes con el ya alto grado de madurez de la economía.

Por fin, también se colige de lo estudiado que existe un considerable potencial de expansión para las empresas españolas,

máxime en los países en desarrollo, sin que ello signifique descuidar las posiciones alcanzadas en los mercados desarrollados, a los que es imprescindible seguir accediendo, con miras a adquirir mayores capacidades competitivas, sobre todo mediante la compra de aquellas empresas que las poseen. La combinación de países en desarrollo y países desarrollados ha revelado ser siempre una estrategia acertada.

NOTAS

(1) El análisis que aquí se realiza de la inversión extranjera directa se basa en la información del *stock* acumulado, no del flujo neto anual. El *stock* no es la variable más adecuada cuando se quiere conocer la trayectoria de la inversión en cortos periodos de tiempo porque está sujeta a cambios en la valoración, en función de las alteraciones en los tipos de cambio y el valor de los activos. Sin embargo, en plazos más largos, ofrece una perspectiva más completa de la posición de inversión, y así como de su estructura sectorial y geográfica.

(2) Lo mismo ocurre con las filiales en el interior que participan en las *filiales hermanas* en el extranjero y con los préstamos cruzados.

(3) La Balanza de Pagos anota como *Posición de Inversión Exterior Directa* el activo financiero de la casa matriz en una filial, pero no excluye el de esta en aquella, que aparece entre los pasivos financieros, es decir, en las inversiones recibidas del exterior y, por tanto, en la posición directa del exterior en España.

(4) Este criterio tampoco permite un buen conocimiento de la evolución de la propiedad de la filial exterior que corresponde a la casa matriz. Téngase en cuenta que la inversión en el exterior engloba, además de los fondos de la casa matriz en acciones y obligaciones, el resto de los fondos propios y de los préstamos entre casa matriz y filiales. Se puede alterar el volumen de estos préstamos o de otros fondos propios sin que lo haga la participación en la propiedad del capital de la filial.

(5) En este sentido, no puede dejar de asombrar que la cuota de España en el

stock de IED mundial alcanzara el 3,1 por 100 en 2007, el doble de su peso en el PIB global.

(6) Con los datos que ofrece hoy el BE la pérdida de valor registrada en 2013 se reduciría a algo más de 36.000 millones de euros.

(7) La inversión dirigida a Luxemburgo y Países Bajos es también muy voluminosa, aunque no se ubica mayoritariamente en estos dos países, que son lugares de paso, actuando como intermediarios de la inversión exterior.

(8) Téngase presente que la rentabilidad ha de ser más elevada en las zonas menos desarrolladas para hacer frente a un mayor coste del capital, dada la prima de riesgo exigible (Ruiz, 2023).

(9) Guillén y García-Canal (2011) señalan que, entre todos los países que trataban de construir una base industrial sólida en el decenio de 1960, España es el que ha creado un número más alto de EMN realmente globales.

(10) En los trabajos de Fariñas *et al.* (2018, 2021) se demuestra que la probabilidad de tener más filiales en el exterior y de dimensión más elevada crece con la productividad de la empresa, siendo mayor el efecto en las manufacturas que en los servicios; un resultado acorde con lo ya apuntado por diversos teóricos de las EMN (véase Helpman, 2011).

(11) La probabilidad de invertir en el extranjero aumenta si se trata de una empresa exportadora, pero la probabilidad de que una empresa que invierte en el exterior realice exportaciones se acrecienta aún más (Esteve y Rodríguez, 2014b).

(12) Las grandes EMN españolas que inicialmente se establecieron en México fueron Idom (1957), Editorial Planeta (1966), Duro Felguera (1970), OHL (1970), Abengoa (1979), Freixenet (1982), Iberdrola (1984), Teksa, (1990), CAF (1992), Iberostar (1993) y SOS (1997). Las primeras en entrar en Chile fueron Banco de Santander (1970), Miguel Torres (1979), OHL (1981), Abengoa (1987), Eulen (1988), Telefónica, 1990, Grifols (1991) y Acciona (1993). Por último, en el caso de Brasil, fueron Santander (1970), Iberdrola (1990) y Fagor (1994). Aun cuando en los tres países mencionados se encuentran las primeras implantaciones de las empresas enumeradas en Iberoamérica, algunas otras de las EMN más sobresalientes lo

hicieron previamente en otros países: Mafpre en Colombia (1984); Indra (1984), Fenosa (1992), Agbar (1992) y Endesa en Argentina (1992); y Viscofán (1990) en Perú.

(13) Algunas de las mayores EMN españolas se localizaron antes en Europa y Estados Unidos que en América Latina: Freixenet (Reino Unido, 1960), Ficosa (Reino Unido, 1988), Fagor Electrodomésticos (Francia, 1990), Gamesa (Estados Unidos, 2002) y EbroFoods (Estados Unidos, 2004). Otras, en cambio, se dirigieron a países desarrollados y en desarrollo al mismo tiempo: Zara, Viscofan, Alsa, Zanini y Gestamp (Guillén y García-Canal, 2011).

(14) Este predominio de la inversión *horizontal* puede sorprender, dado que anteriormente se ha destacado la existencia de una elevada complementariedad entre comercio e inversión en el exterior. Inicialmente, la inversión de tipo horizontal se justificaba como sustitutiva del comercio, siguiendo la teoría de Heckscher-Ohlin o las teorías de la firma internacional, las cuales establecen un *trade-off* entre concentración de la producción y proximidad al mercado de destino (Helpman, 2011). Solo la inversión de carácter vertical se consideraba complementaria del comercio. Sin embargo, en la actualidad hay cierto consenso en que la combinación de diferentes formas de integración y las características multiproducto de las grandes empresas dan lugar a una complementariedad de la inversión y el comercio exteriores (Camarero y Tamarit, 2004; Fariñas y Martín Marcos, 2012).

(15) Desde una óptica más desagregada por sectores, revelaban una mayor preferencia por estos mercados las compañías de productos alimenticios, petróleo, química y electricidad, agua y gas.

(16) Como sostienen Guillén y García Canal (2011) y Solana (2017a), después de examinar diferentes casos de EMN, varias de las que se orientaron hacia Iberoamérica durante los años ochenta y noventa percibieron su internacionalización como una cuestión urgente, ante la amenaza de ser adquiridas por empresas aún más grandes, en un contexto de acentuada globalización, al que contribuyó de forma intensa la integración de España en la Comunidad Europea.

(17) Estos resultados coinciden con los presentados por Yeaple (2009), confor-

me a los cuales las empresas de mayor tamaño diversifican en mayor medida sus inversiones y se dirigen a ubicaciones más alejadas; en contraste, las menos productivas escogen localizaciones más rentables e inmediatas.

(18) Asimismo, en este trabajo se señala que las EMN españolas han coadyuvado a generar clústeres geográficos, asentados en los suministros, un resultado que causa extrañeza habida cuenta de la escasa relación entre casas matrices y filiales advertida por Fariñas y Martín Marcos (2012).

(19) Expresadas en dólares, las cifras aumentan mucho menos, fruto de la sensible depreciación registrada por el euro entre 2007 y 2022.

(20) En ese lapso de tiempo, el *stock* de IED creció un 48 por 100 en Alemania, un 33 por 100 en Francia, un 28 por 100 en Italia y un 23 por 100 en España.

(21) Es menester tener en cuenta que el análisis de destinos de la IED se encuentra limitado por la presencia de países de intermediación de la inversión. El notable aumento de la inversión anotado en Luxemburgo no se ha dirigido a ese país, sino a otros que se ignoran.

(22) Este descenso de la participación del Reino Unido en el *stock* de IDE de España podría guardar relación con una primera reacción al *brexit*, a juzgar por su visible recuperación tras la pandemia.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ-LÓPEZ, M.^a E., MYRO, R. y VEGA CRESPO, J. (2017). La inversión de las empresas españolas en el exterior ¿Se reinicia la gran ola expansiva? *Papeles de Economía Española*, 150, pp. 2–19.
- ALVES, P., LÓPEZ, E., MARTÍN, C. y ROIBÁS, I. (2018). La Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de España en 2017. *Boletín Económico* 2/2018. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T2/Fich/beaa1802-art12.pdf>
- BAJO, O. y DÍAZ MORA, C. (2014). Efectos de la inversión exterior sobre el empleo de la economía española. En R. MYRO (dir.), *España en la inversión directa internacional*, pp. 355–374. Madrid: Instituto de Estudios Económicos.
- CAMARERO, M., GÓMEZ-HERRERA, E. y TAMARIT, C. (2018). New evidence on trade and FDI: how Large is the Euro Effect? *Open Economies Review*, 29, pp. 451–467. <https://ssrn.com/abstract=3342021>
- CAMARERO, M. y TAMARIT, C. (2004). Estimating the Export and Import Demand for Manufactured Goods: The Role of FDI. *Review of World Economics*, 140, pp.347–375.
- CAMPA, J. M. y GUILLÉN, M. (1996). Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas. *Papeles de Economía Española*, 66, pp. 235–247.
- CASILDA BÉJAR, R. (2024). Prognosis de la economía latinoamericana y España como inversor estratégico. *Boletín Económico de ICE*, 3170, pp. 23–38. <https://doi.org/10.32796/bice.2024.3170.7745>
- DROGENDIJK, R. y MARTÍN MARTÍN, O. (2015). Relevant dimensions and contextual weights of distance in international business decisions: Evidence from Spanish and Chinese outward FDI. *International Business Review*, 24, pp. 133–147. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.003>
- DUNNING, J. H. (1981). Explaining the international direct investment position of countries: Towards a dynamic or developmental approach. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, pp. 30–64. <https://doi.org/10.1007/BF02696577>
- ESTEVE, S. y RODRÍGUEZ, D. (2014a). Características de las empresas que realizan IED. Empresas multipaís y multiproducto. En R. MYRO (dir.), *op. cit.*, pp. 301–330.
- ESTEVE, S. y RODRÍGUEZ, D. (2014b). Efectos de la inversión exterior sobre la exportación, el capital humano y el esfuerzo tecnológico. En R. MYRO. (dir.), *op. cit.*, pp. 332–354.
- FARIÑAS, J. C. y MARTÍN-MARCOS, A. (2012). Multinacionales españolas y extranjeras: algunos rasgos comparativos. *Economistas*, 130, pp. 127–137.
- FARIÑAS, J. C., MARTÍN-MARCOS, A. y VELÁZQUEZ, F. J. (2018). Multinational activity of European firms and heterogeneity. *The World Economy*, 41, pp. 1167–1195. <https://doi.org/10.1111/twec.126131166>
- FARIÑAS, J. C., MARTÍN-MARCOS, A. y VELÁZQUEZ, F. J. (2021). The Geographical Scope of Multinational Firms and Heterogeneity. *Open Economies Review*, 32, pp. 761–788. <https://doi.org/10.1007/s11079-021-09618-6>
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y MYRO, R. (2014a). La inversión exterior directa de España. Una perspectiva agregada y comparada. En R. MYRO (dir.), *op. cit.*, pp. 25–122.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y MYRO, R. (2014b). La inversión de las empresas españolas en el exterior. Patrón sectorial y espacial, y rentabilidad. En R. MYRO (dir.), *op. cit.*, pp. 245–298.
- GORDO, E., MARTÍN, C. y TELLO, P. (2008). La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa. *Boletín Económico*, Banco de España, 1, pp. 91–103. <http://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/1215/1/art3.pdf>
- GORDO, E. y TELLO, P. (2008). Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas. *Boletín Económico*, Banco de España, 9, pp. 61–74. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/1264/1/art4.pdf>
- GUILLÉN, M. F. y CAMPA, J. M. (1996). Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas. *Papeles de Economía Española*, 66, pp. 235–247.
- GUILLÉN, M. F. y GARCÍA-CANAL, E. (2011). *Las nuevas multinacionales. Las empresas españolas en el mundo*. Madrid: Ariel.
- HELPMAN, E. (2011). *Understanding global trade*. Harvard University Press. <https://doi.org/10.4159/harvard.9780674061019>
- HELPMAN, E., MELITZ, M. J. y YEAPLE, S. R. (2004). Export versus FDI with heterogeneous firms. *American Economic Review*, 94, pp. 300–316. <https://doi.org/10.1257/000282804322970814>

MARTÍ, J., ALGUACIL, M. y ORTS, V. (2013). Where do foreign affiliates of Spanish multinational firms locate in developing and transition economies? <i>Working Papers</i> 13/19. Economics Department, Universitat Jaume I. https://ideas.repec.org/p/jau/wpaper/2013-19.html MARTÍNEZ-MARTÍN, J. (2010). On the dynamics of exports and FDI: The Spanish internationalization process. <i>Documento de Trabajo</i>, 10/10. Institut de Recerca en Economia Aplicada, Universitat de Barcelona. https://www.ub.edu/irea/working_papers/2010/201010.pdf MARTÍNEZ-MARTÍN, J. (2011). General equilibrium long-run determinants for Spanish FDI: a spatial panel data approach. <i>SERIEs: Journal of the Spanish Economic Association</i>, 2, pp. 305–333. MATÉ RUBIO, J. M. (1996). La inversión directa española en el exterior. <i>Papeles de Economía Española</i>, 66, pp. 220–234. MAZA, A. y GUTIÉRREZ-PORTILLA, P. (2022). Outward FDI and exports relation: A heterogeneous panel approach dealing with cross-sectional dependence, <i>International Economics</i>, 170, pp. 174–189. https://doi.org/10.1016/j.inteco.2022.04.002	MORENO MORÉ, J. A. (1975). Quince años de inversiones españolas en el extranjero. <i>Información Comercial Española</i>, 499, pp. 91–118. MYRO, R. (dir.). (2014). <i>España en la inversión directa internacional</i>. Madrid: Instituto de Estudios Económicos. MYRO, R. (2015). <i>España en la economía global. Claves del éxito de las exportaciones españolas</i>. Barcelona: RBA. RAMÍREZ, M., DELGADO, J. M. y ESPITIA, M. (2004). Destino de las inversiones españolas: países industriales versus países en desarrollo. <i>Revista de Economía Aplicada</i>, 22, pp. 127–140. http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=96917645007 RAMÍREZ, M., DELGADO, J. M. y ESPITIA, M. (2006). La internacionalización de las empresas españolas, 1993–1999; un estudio de los factores de localización. <i>Moneda y Crédito</i>, Segunda Época, 222, pp. 167–214. ROVIRA, J. R. (2024). La debilidad de la inversión en España. <i>Policy Brief</i> 20. EuropeG. RUIZ, J. J. (2023). ¿Las empresas españolas se retiran de América Latina? Del relato a los datos. Real Instituto Elcano. https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/las-empresas-espanolas-se-retiran-de-america-latina-del-relato-a-los-datos/	SALAS, V. (2022). <i>La empresa española. Del euro a la COVID-19</i>. Prensas de la Universidad de Zaragoza. SOLANA, G. (2010). <i>Brasil: un gran mercado en expansión sostenida</i>. Madrid: McGraw Hill. SOLANA, G. (2012). <i>México: un destino natural y estratégico</i>. Madrid: McGraw Hill. SOLANA, G. (2014). <i>Chile: una plataforma para la internacionalización</i>. Madrid: McGraw Hill. SOLANA, G. (2015). <i>Colombia: un país en transformación acelerada</i>. Madrid: McGraw Hill. SOLANA, G. (2017a). <i>La inversión de las empresas españolas en el exterior. Una decidida apuesta por la internacionalización</i>. Madrid: McGraw Hill. SOLANA, G. (2017b). <i>Perú, firme vocación internacional</i>. Madrid: McGraw Hill. VEGA CRESPO, J. (2023). Inversión Exterior Directa. En J. L. GARCÍA DELGADO y MYRO, R. (dirs.), <i>Lecciones de Economía Española</i>, 17.ª edición, pp. 487–503. Navarra: Aranzadi. YEAPLE, S. R. (2009). Firm heterogeneity and the structure of US multinational activity. <i>Journal of International Economics</i>, 78, pp. 206–215. doi: 10.1016/j.jinteco.2009.03.002
---	--	--

Resumen

El texto presenta un análisis de la evolución y la anatomía de la inversión española en el exterior durante tres décadas de globalización y diversificación económica. El trabajo destaca que España pasó de ser una economía relativamente aislada comercialmente a convertirse en un actor significativo en la economía global, con un aumento notable en la inversión directa española en el exterior (FDI). Se rebate la narrativa convencional sobre la evolución de la FDI española, que, contrariamente a lo que indican los datos del Registro de Inversiones, tiende a enfocarse en América Latina como destino principal de las inversiones, y demuestra que la realidad es más diversa y compleja. Se señala que la FDI española ha experimentado un crecimiento constante y una diversificación geográfica y sectorial significativa, con un aumento de las inversiones en países desarrollados y emergentes más allá de América Latina. Se proporciona un análisis detallado de la distribución geográfica y sectorial de la FDI española, destacando la importancia de sectores como la banca, las manufacturas y la logística.

Palabras clave: inversión directa española, globalización.

Abstract

The paper presents an analysis of the evolution and anatomy of Spanish investment abroad during three decades of globalization and economic diversification. The paper highlights that Spain went from being a commercially isolated economy to becoming a significant player in the global economy, with a remarkable increase in Spanish direct investment abroad (FDI). It refutes the conventional narrative on the evolution of Spanish FDI, which, contrary to what the Investment Register data indicate, tends to focus on Latin America as the main investment destination, and shows that the reality is more diverse and complex. The paper underlines that Spanish FDI has experienced steady growth and significant geographic and sectoral diversification, with an increase in investments in developed and emerging countries beyond Latin America. A detailed analysis of the geographic and sectoral distribution of Spanish FDI is provided, highlighting the importance of sectors such as banking, manufacturing and logistics.

Keywords: Spanish direct investment abroad, globalization.

JEL Classification: F02, F21.

ANATOMÍA DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR. TRES DÉCADAS DE GLOBALIZACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN

José Juan RUIZ (*)

Real Instituto Elcano

I. DATOS MATAN RELATOS

HASTA bien avanzado su proceso de integración en la Unión Europea, España fue una economía europea singularmente aislada comercialmente —el peso de las exportaciones de bienes y servicios sobre el PIB todavía era en 1996 del 21,7 por 100 (1)— y con una escasa presencia como país inversor en la economía global: en enero de 1992 la inversión directa de las empresas españolas en el exterior apenas era de 43.000 millones de euros. En 2023, la suma de importaciones y exportaciones de bienes y servicios sobre el PIB superaba el 80 por 100 y el *stock* de la inversión directa española en el exterior superaba los 500.000 millones de euros. Este aumento de la inversión directa española en el exterior (FDI) es uno de los procesos de transformación más intensos y rápidos de los muchos experimentados por la economía española en las últimas cinco décadas. También uno de los que más consecuencias ha tenido. Gracias a él se ha producido una drástica modificación de la naturaleza y la proyección externa de España y de su sector corporativo.

Los buenos análisis académicos sobre la evolución de la FDI española y la labor de apoyo a la globalización que prestan las autoridades económicas estatales y autonómicas coexisten con un

relato no basado en los datos, sino dominado por preconcepciones que, de una forma u otra, se derivan de la reciente historia económica de América Latina, la región que a principios de los noventa apareció como el destino preferente de las grandes empresas españolas, y de la popularidad que tanto internamente como en el exterior alcanzó la noción del «retorno de los conquistadores españoles», esta vez con sus grandes inversiones en sectores claves del continente americano (2). El hilo argumental habitual propone que las empresas españolas aprovecharon la apertura externa y la reestructuración económica de América Latina tras la Década Perdida para, apalancándose en las estrechas relaciones culturales e históricas y en el acceso a la financiación internacional abundante y barata que trajo la entrada de España a la Comunidad Económica Europea, internacionalizarse e insertarse en las cadenas globales de valor. Una vez asentadas en América Latina, las empresas españolas comenzaron a diversificar sus inversiones exteriores, entrando a otros mercados, principalmente europeos y de EE. UU. Esta segunda fase de la internacionalización española supuso una pérdida del protagonismo de América Latina, que se aceleró cuando la crisis de la convertibilidad argentina en 2001 recordó a los empresarios que invertir en países emergentes conllevaba

riesgos significativos. A partir de ese momento, no solo la FDI en América Latina dejó de fluir, sino que las empresas españolas invirtieron gradualmente menos y, preferentemente, en los mercados de los países más desarrollados.

El objetivo de este trabajo es contrastar con datos esta supuesta evolución de la FDI y demostrar que la realidad poco tiene que ver con el relato esbozado. Para ello se va a utilizar las bases de datos generadas por el Registro de Inversiones de la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones de la Secretaría de Estado de Comercio. La mencionada base de datos permite, además, contrastar otras dos preconcepciones habituales en el discurso

no informado: de una parte, que el universo de empresas españolas que invierte en el exterior se circunscribe a las grandes empresas, y, de otra, que la inversión española en el exterior se concentra en la banca, las comunicaciones y la energía. Finalmente, el trabajo trata de estimar la creación de valor que la FDI ha reportado a los accionistas de las empresas inversoras comparando la rentabilidad de las inversiones (3) con una estimación del coste del capital en el país anfitrión de la inversión.

II. DATOS

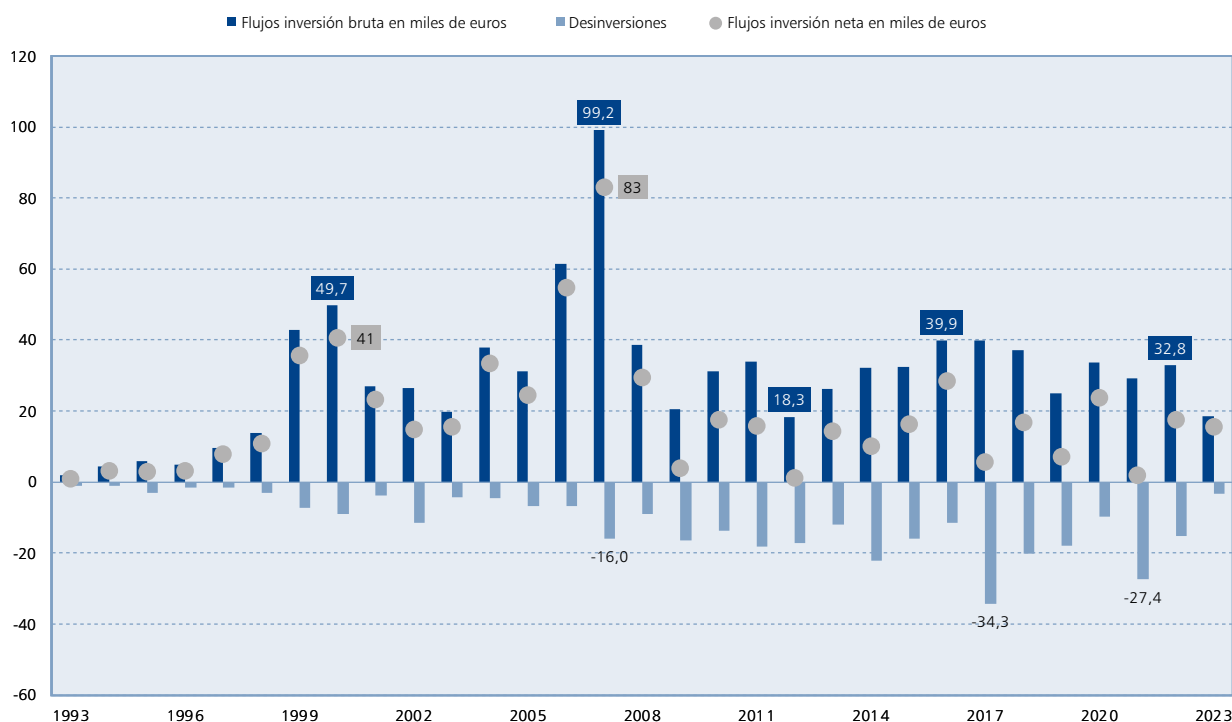
La información estadística ha sido recopilada de la base de datos que genera y mantiene el Registro de Inversiones de la Dirección

General de Comercio Internacional e Inversiones de la Secretaría de Estado de Comercio.

Los datos brutos se encuentran en *DataInvex* (4) y recogen las inversiones españolas brutas y netas en el exterior con una amplia apertura de países, regiones y sectores de destino. Los datos del inversor español se desagregan por sector de origen y se referencian por las comunidades autónomas de residencia del inversor y para el total de España. Se contemplan las inversiones en empresas y en sociedades que son vehículos de tenencia de títulos extranjeros (ETVE). Los datos accesibles son la inversión bruta y neta en miles de euros, el volumen de negocio, el empleo creado en las filiales, la posición inversora y

GRÁFICO 1
FDI ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR. FLUJOS ANUALES BRUTOS, NETOS Y DESINVERSIONES

Miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

los resultados obtenidos. Los datos de flujos están desde 1993 hasta 2023, y los de *stocks* desde 2007 a 2021. La Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones, a través de la Subdirección del Registro, ha creado una utilísima web de visualización de los datos denominada Globalinvox (5) en la que de forma muy simple y efectiva se pueden visualizar un cuadro de mandos fácilmente navegable que proporciona una gran cantidad de información sobre el estado de la FDI española en el exterior.

Adicionalmente, para este trabajo y otro anterior (Malamud y Ruiz, 2023), los responsables de la elaboración de esta base de datos han tenido la amabilidad (6) de proporcionarnos los datos correspondientes al tamaño del patrimonio de las filiales y los dividendos generados por las filiales de las empresas españolas en el exterior en los 26 países que constituyen los primeros destinos de la FDI española. Se trata de doce países de la Unión Europea –Alemania, Austria, Bélgica, Chequia, Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia, Portugal– más Reino Unido, Estados Unidos, Australia, Canadá; ocho países de América Latina –Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay, Venezuela– más China y Marruecos. Estos países, más las cuatro agregaciones geográficas que permiten construir (7), configuran las 30 categorías geográficas que se van a manejar en este trabajo.

Los datos de importaciones y exportaciones provienen de la base de datos *DataComex* (8) generada y mantenida por la Secretaría de Estado de Comercio. Mientras que los datos macro se han tomado del repositorio institucional del Banco de España, donde se encuentra el catálogo de series históricas se-

leccionadas (Banco de España, 2021) y de su herramienta de visualización de datos (9).

III. PERFIL CRONOLÓGICO Y GEOGRÁFICO DE LA FDI ESPAÑOLA 1993-2023

El gráfico 1 muestra la evolución de los flujos de inversión bruta y neta total en el exterior para el período 1993-2023. Los datos están en miles de millones de euros y excluyen la inversión en vehículos de tenencia de títulos extranjeros. La diferencia entre los flujos brutos y netos describe la evolución de las desinversiones y de los efectos de valoración. Como puede observarse los flujos totales efectivamente crecieron hasta 2001, pero contrariamente al «relato», se aceleraron a partir de 2003 y alcanzaron el máximo en los años previos a la Gran Crisis Financiera de 2008: 99.000 millones de euros las inversiones brutas y 83.000 millones de euros las inversiones netas. A partir de entonces, la FDI siguió creciendo aunque a menor ritmo, estabilizándose en torno a los 40.000 millones de euros la inversión bruta. En la última fase, los años pos-COVID, la FDI sufre un nuevo escalón a la baja. La inferencia del perfil de los datos es que, como era previsible, el ciclo de FDI española está más ligado al ciclo económico global que a las singularidades de las economías latinoamericanas.

De hecho, cuando se estima el reparto geográfico del flujo neto de inversión entre la Unión Europea, América Latina y el resto, y se reparte la FDI neta total en la inversión acumulada en los años de los cuatro grandes acontecimientos macro del período (10), lo que surge es que el período de máxima inversión neta en el exterior fue el pe-

do inmediatamente posterior a la crisis argentina de principios de siglo: mientras que entre 1993-2001 la FDI neta total fue de 128.000 millones de euros, entre 2002 y 2007 –la auténtica edad dorada de la FDI española– ascendió a 226.000 millones de euros, para caer a 166.000 millones de euros entre 2008 y 2019, y volver a disminuir en el período más reciente: 58.000 millones de euros.

Cuando esa periodificación se asigna geográficamente entre inversiones en la Unión Europea, América Latina y el resto de países, se entiende mejor la persistencia de la narrativa de la resaca poscorralito de las inversiones españolas en América Latina: efectivamente, entre 2002 y 2007, la inversión neta en América Latina fue inferior a la que se había producido entre 1993-2001, pero no solo siguió siendo positiva, sino que además, en el período inmediatamente posterior, 2008-2019, añadió otros 55.000 millones de euros. Cuando realmente la FDI en América Latina ha sido muy reducida ha sido en los años pos-COVID: apenas 1.800 millones de euros.

Lo interesante es que las inversiones en la Unión Europea (UE) también han seguido un patrón cíclico: de ser el 50 por 100 de la FDI en América Latina entre 1993-2001, triplicaron las latinoamericanas entre 2002-2007 para ceder protagonismo entre 2008 y 2019 –apenas 9.000 millones– y remontar en los años pos-COVID.

Con todo, el dato más significativo de la FDI española en el período es su diversificación: de estar concentrada en la UE y América Latina hasta 2007 –68 por 100 del total entre 1993-2001 y 71 por 100 entre 2002-2007– a apenas suponer el 42 por 100 entre 2008-

2019 y el 19 por 100 en el período pos-COVID.

Es decir, tras la Gran Crisis Financiera de 2008, la FDI española se ha ido desconcentrando y llegando a otros mercados. La consecuencia de este patrón de los flujos netos es un cambio profundo en la distribución del *stock* de inversión directa española en el exterior: según *DataInVex* –que solo tiene disponible el *stock* de la posición inversora hasta 2021– de los 499,1 miles de millones de euros a los que en ese año asciende el *stock* de capital español en el exterior, la UE supone un 32 por 100, América Latina un 27 por 100 y el restante 40 por 100 está repartido en el resto de la economía global, unos mercados que han aumentado su peso relativo en 12 puntos porcentuales frente al año 2007.

El resumen de este análisis es claro: la FDI española ha crecido sostenidamente en volumen desde 1993 y se ha diversificado. Para profundizar en el análisis de esa diversificación, hemos seleccionado las 26 economías que tienen los mayores niveles de posición inversora española en 2021 y que suponen el 86 por 100 del total de la posición neta de inversión española en el exterior.

El cuadro nº. 1 describe las principales características de la inversión que las empresas españolas han realizado en esas economías. Los datos *stock* –posición inversora, patrimonio neto y empleo– corresponden a 2021, mientras que las variables flujo –cifra de negocio, resultados y dividendos– son la media del período

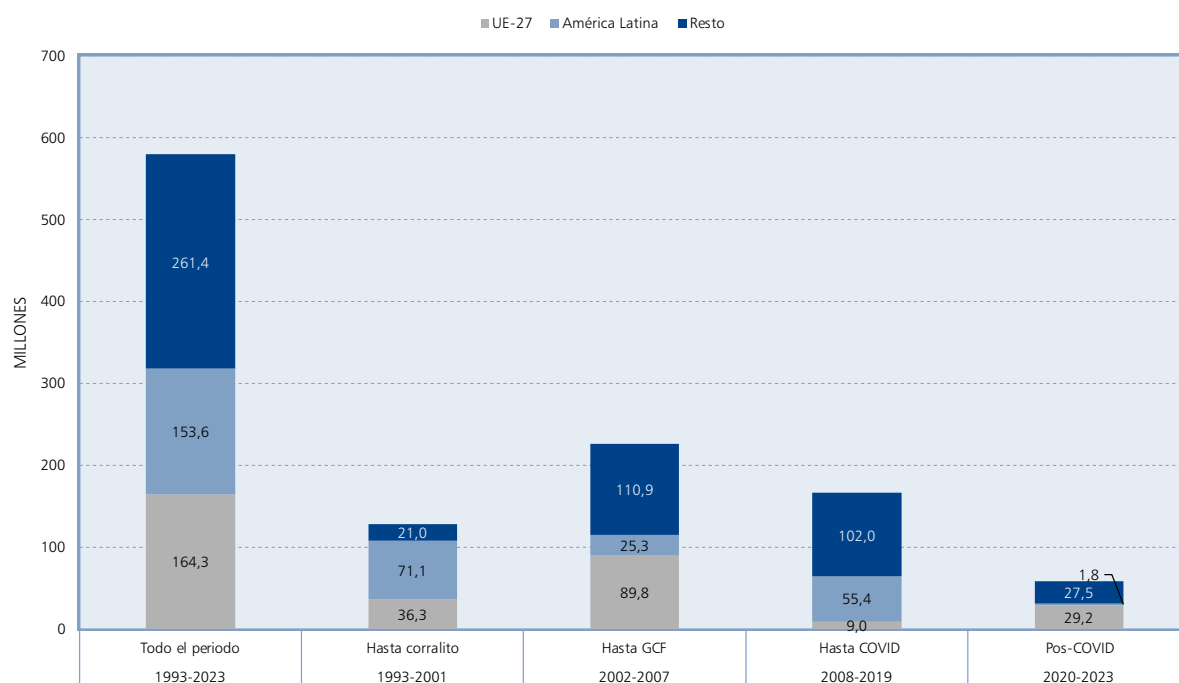
2007-2021. Los países aparecen en el cuadro ordenados por el valor absoluto del patrimonio neto. Estados Unidos, Reino Unido y México aparecen como los tres primeros destinos de la FDI, y cuando los países se agrupan de acuerdo a su nivel de renta per cápita, las empresas españolas tienen en los países desarrollados el 70 por 100 de su patrimonio y el 30 por 100 en países emergentes con América Latina aportando 28 por 100 puntos porcentuales. Es decir, el 93 por 100 de las inversiones españolas en emergentes están hechas en países de América Latina, y de ellas el 75 por 100 están concentradas en tres países: Brasil, México y Chile.

Este patrón de distribución de la FDI tiene su historia, su lógica y sus consecuencias. Como hemos

GRÁFICO 2

FDI ESPAÑOLA. FLUJOS NETOS ANUALES. DATOS ACUMULADOS PERÍODO

Millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

señalado al analizar los flujos a medida que la economía española maduraba y se integraba en la economía global, sus inversiones directas se han concentrado en los países desarrollados y han desbordado el marco geográfico de la UE. Esa es la razón del posicionamiento inversor en Reino Unido y Estados Unidos. Por su parte, las inversiones en emergentes –pese a algunos proyectos en China y en Marruecos– crecientemente se han concentrado en las economías de mayor tamaño –Brasil y México– o en las que han experimentado un crecimiento más estable, aunque no necesariamente intenso, como es el caso de Chile. El reverso ha sido la paralización de las inversiones en las economías más inestables –Argentina– o con la mayor inse-

guridad jurídica, como es el caso de Venezuela.

El resultado de esta transformación es que las cuatro grandes geografías de la FDI presentan atributos que convierten a las inversiones en modelos muy diferenciados de inversión directa en el exterior. El gráfico 3 presenta una tipología agregada de lo que ocurre cuando se cruzan los datos de comercio de bienes con los de inversión.

Como puede apreciarse, la FDI en la UE sugiere que, en términos agregados, la inversión directa es un instrumento complementario de los flujos comerciales tanto de importación como de exportación. En 2021, la región suponía más de 2/3 partes de las exportaciones

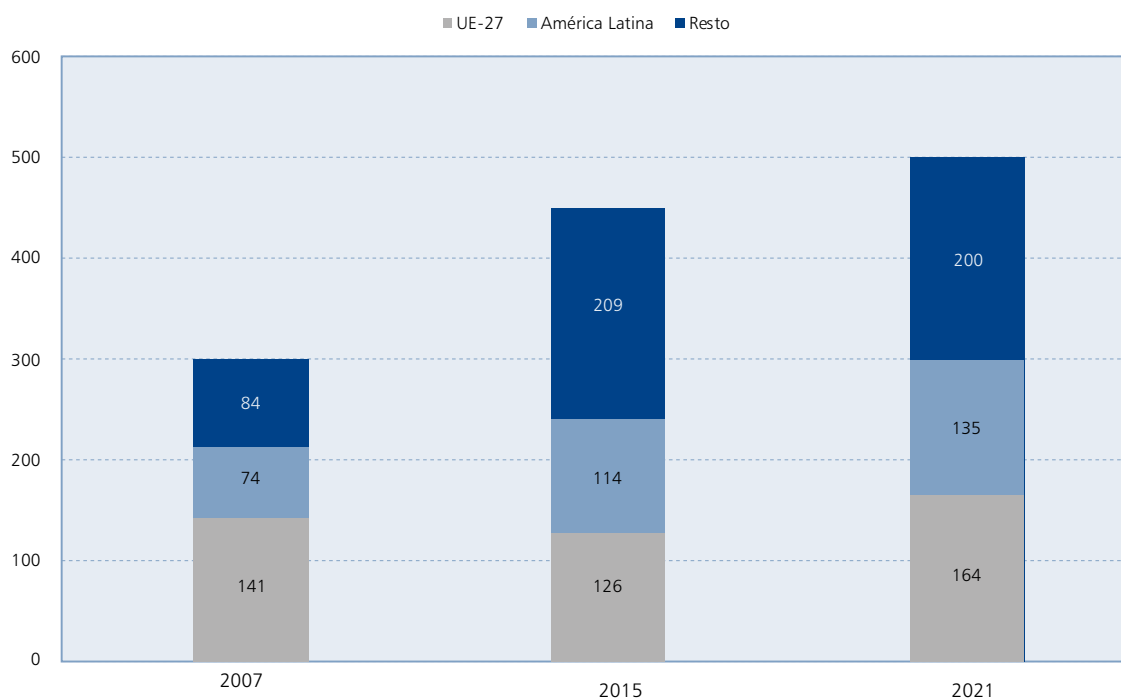
e importaciones españolas a los 26 mercados seleccionados y un tercio de la FDI total, y a medida que la economía española diversifica su inserción en la economía mundial la caída del protagonismo en la FDI –15 puntos porcentuales respecto a 2007– duplica la caída en la cuota de mercado de las importaciones –7 puntos porcentuales– y triplica la de las exportaciones comunitarias –3 puntos porcentuales–.

El modelo de FDI en otros países desarrollados sugiere más bien que la FDI está relativamente enfocada a desarrollar negocios relativamente independientes de los flujos comerciales. Así, Reino Unido, un país que, como consecuencia del *brexit*, ha visto caer su cuota de importaciones y ex-

GRÁFICO 3

STOCKS POSICIÓN INVERSORA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

Miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 1.
ATRIBUTOS DE LA INVERSIÓN DIRECTA ESPAÑOLA EN 26 PRINCIPALES DESTINOS DE LA FDI .
AÑO 2021 Y MEDIAS 2007-2021 PARA VARIABLES FLUJO

Millones de euros

PAÍSES	Posición inversora	Patrimonio neto	Empleo	Cifra de negocio*	Resultados*	Dividendos*
Estados Unidos	75.370	74.298	79.857	38.325	2.535	706
Reino Unido	73.850	73.028	73.104	36.506	6.250	2.665
México	50.043	49.214	224.954	38.075	5.681	1.735
Luxemburgo	32.646	34.062	789	1.383	307	176
Países Bajos	21.477	31.848	8.469	15.937	3.709	1.813
Brasil	26.353	26.106	159.315	53.241	5.727	1.489
Francia	24.707	22.592	76.464	21.325	1.306	475
Portugal	23.495	19.954	89.069	22.970	1.580	576
Argentina	17.919	17.561	91.447	22.098	1.514	472
Chile	15.810	15.579	65.481	9.890	2.218	519
Alemania	15.015	14.535	37.952	14.893	998	402
Italia	9.251	10.229	31.595	18.668	454	213
Polonia	7.673	7.687	28.323	5.568	462	162
Canadá	5.484	5.392	4.402	3.247	-138	3
Colombia	5.288	5.191	79.057	6.790	248	199
Irlanda	7.761	5.107	2.891	9.901	505	273
China	4.831	4.801	28.690	4.666	391	97
Perú	4.647	4.625	56.680	7.621	554	186
Uruguay	4.475	4.436	7.375	2.351	315	132
Bélgica	2.970	2.957	7.292	3.006	290	103
Australia	2.869	2.912	3.844	2.070	225	23
Austria	2.665	2.463	3.902	1.813	133	33
Marruecos	2.078	1.931	22.374	2.447	222	60
Chequia	1.554	1.336	16.971	2.859	206	154
Hungría	754	666	3.594	1.208	332	198
Venezuela	508	508	6.401	3.448	373	96
TOTAL FDI	439.492	439.017	1.210.296	350.306	36.396	12.959

*Variable flujo: Promedio 2007-2021

portaciones a España –pasando del 10 al 7 por 100 en el caso de las exportaciones de bienes y del 7 al 4 por 100 en el caso de las importaciones– ha visto aumentar hasta el 17 por 100 su cuota en el patrimonio empresarial español en el exterior. Igualmente, Estados Unidos, una economía que tiene una cuota moderada en los flujos comerciales españo-

les –un 6 por 100 de las exportaciones y un 9 por 100 de las importaciones– ha duplicado en estos últimos quince años su cuota en la FDI española: un 17 por 100 en 2021.

El caso de América Latina es similar al de los dos anteriores países. La cuota de América Latina en el comercio español es moderada

–en torno al 5 por 100 las exportaciones y al 7 por 100 las importaciones– pero su cuota en la FDI española es de un 28 por 100.

Los dos restantes países emergentes en esta muestra de los 26 primeros destinos de la FDI española –China y Marruecos– tienen un comportamiento diferenciado: China ha pasado de

representar el 1 por 100 de la exportación española de bienes –y apenas el 9 por 100 de las importaciones en 2007– a suponer el 3 por 100 de la exportación y el 15 por 100 de las importaciones, y en paralelo las empresas españolas han aumentado el capital de las filiales que mantienen en ese país de 745 millones de euros a 4.801 millones de euros, un 1,1 por 100 del total. Marruecos ha duplicado su cuota en la exportación española –del 2 al 4 por 100– y triplicado su cuota en las importaciones –del 1 al 3 por 100– pero pese a ello la cuota en el total del capital invertido por las empresas españolas se ha reducido en términos relativos a la mitad: del 1 al 0,4 por 100.

Este simple ejercicio de estadística descriptiva de las conexiones entre comercio y FDI, y de su evolución en el tiempo –incluso con el nivel de desagregación usado y para un período corto de tiempo, apenas siete años, aunque, ciertamente, repletos de episodios disruptivos como la Gran Crisis Financiera, el COVID-19 y la emergencia de la fragmentación de la economía global– nos sugiere que para realmente entender bien la dinámica y los incentivos de la globalización de las empresas españolas es imprescindible evitar dejarse llevar por las narrativas y mirar a los datos.

En un buen número de casos, los datos matan a los relatos, resultando no tan evidente, como a menudo se pretende, la explicación de dónde invierten y por qué los inversores españoles en el exterior. Sus motivos son muy diversos, y no se compadecen de supuestos simplificadores, ni, por supuesto, tan solo a razones históricas, institucionales o culturales. El tamaño del mercado, las instituciones y los incentivos que ofrecen los países anfitrío-

nes de la inversión pesan más que las preconcepciones.

Pero ¿qué sabemos de las ventajas competitivas sectoriales y del tamaño de las empresas que invierten en el exterior? Este es el tema que analizaremos en la siguiente sección.

IV. SECTORES Y TAMAÑO DE LAS EMPRESAS INVERSORAS EN EL EXTERIOR

La narrativa frecuentemente invocada apunta a que la FDI española la han hecho, mayoritariamente, las grandes empresas de los sectores de banca y seguros, energía y construcción. Los datos reflejan una realidad más matizada.

El gráfico 3, en el que se representa la distribución por sectores del patrimonio del total de la FDI corrobora la importancia de la inversión en bancos y finanzas, pero pone de manifiesto que las manufacturas y la logística –en línea con los comentarios anteriores respecto a la interacción entre los flujos de comercio y la inversión exterior, y, como activo importante en los proyectos de reforzamiento de la inserción de España en las cadenas globales de valor y de su autonomía estratégica– ocupan el segundo y el tercer lugar en orden de importancia. La energía y las comunicaciones ocupan los siguientes lugares, siendo también muy destacado el aumento del peso relativo de las empresas dedicadas a los servicios y la construcción.

Cuando la distribución sectorial se abre por áreas geográficas (cuadro n.º 2) la estrategia inversora española en el exterior muestra, a ese nivel de desagregación, una composición muy homogénea: la distribución sectorial es muy similar en todas las áreas. La única diferencia reseñable es el mayor peso de

las manufacturas en los emergentes –producto de las inversiones en China– y el menor peso en América Latina y el resto de los emergentes de los servicios.

La segunda preconcepción asentada es que la FDI es una actividad de la gran empresa. Afortunadamente, la Subdirección General de Inversiones ha generado una base de datos que abre las inversiones por tamaño del patrimonio de la empresa filial creada en cada una de las economías que constituyen los 26 destinos preferentes de la inversión española en el exterior. Aunque hay algunas inversiones a las que no ha sido posible asignarles el segmento de patrimonio correspondiente, la muestra cubre el 88 por 100 de la FDI que hemos venido analizando en las secciones precedentes. Es importante señalar que del patrimonio del que se trata es el de la filial en la economía anfitriona y no del capital de la empresa española que hace la inversión en el exterior.

La base de datos diferencia cuatro intervalos de capital: los patrimonios de la filial menores a 100 millones de euros, los comprendidos entre 100 y 250 millones de euros, los que se sitúan entre 250 y 1.000 millones de euros, y los mayores a 1.000 millones de euros.

El cuadro n.º 2 ofrece una síntesis de los principales resultados. En él se puede apreciar que las empresas españolas tienen constituidas en esas 26 economías 6.841 filiales, de las que el 44 por 100 tienen un patrimonio inferior a los 100 millones de euros. Aunque el porcentaje que sus inversiones representan sobre la FDI total es moderado –un 9 por 100 del patrimonio y un 14 por 100 de la cifra de negocio–, los datos lo que muestran es que hay más de 3.000 empresas en Es-

pañña que no solo comercian, sino que han abierto un establecimiento permanente en el exterior, que emplean a un cuarto de millón de personas y que en el año 2021 –el posterior a los confinamientos de la pandemia– obtuvieron 3.000 millones de euros de resultados. Es un dato que, bajo el peso de la imagen de la gran empresa inversora, se pierde en el imaginario colectivo, pero que constituye uno de los cambios más significativos de la demografía empresarial española.

Las empresas entre 100 y 250 millones de euros de patrimonio suponen el 17 por 100 de las filiales extranjeras –1.161 empresas– y son las más inten-

sivas en empleo por patrimonio invertido: un empleo por cada 10.000 euros de capital. Al igual que las empresas de menos de 100 millones de euros, su margen sobre la cifra de negocio –un 6,7 por 100– es prácticamente la mitad que el de las empresas con mayor capital. Esta categoría supone el 5 por 100 del capital total de las filiales de la FDI española en el exterior.

La tercera categoría son las empresas con capital entre 250 y 1.000 millones de euros, alrededor de 1.500 filiales, que suponen el 13 por 100 del capital total y emplean al 22 por 100 del empleo que genera la FDI española. Aun-

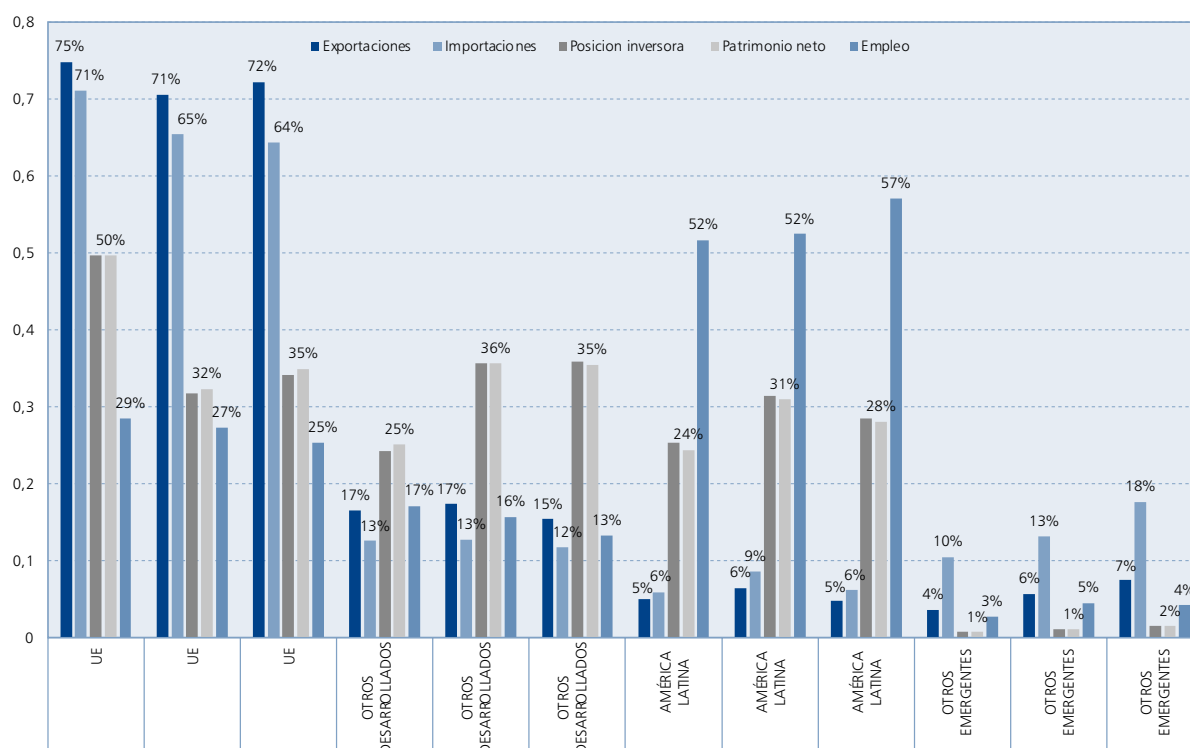
que son más intensivas en empleo que las dos categorías anteriores, su posicionamiento sectorial y competitivo les permite tener un margen sobre el volumen de negocio, que es virtualmente el doble que las más pequeñas.

Finalmente, hay 1.163 empresas filiales de las españolas que tienen más de 1.000 millones de euros de patrimonio y que suponen el 72 por 100 del capital invertido fuera y alrededor de un tercio del empleo. Sus rasgos más relevantes a este nivel de agregación es que son las menos intensivas en empleo y las que tienen un margen sobre volumen de negocio más alto: un 21,8 por 100.

GRÁFICO 4

CARACTERÍSTICAS DE LA FDI EN 26 PRINCIPALES DESTINOS PORCENTAJE TOTAL EXPORTACIONES, IMPORTACIONES, PATRIMONIO Y EMPLEO CREADO POR FILIALES

Año 2021



Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 2.
ATRIBUTOS FDI POR PATRIMONIO DE LA EMPRESA FILIAL. AÑO 2021

Millones de euros y porcentaje

2021	POSICIÓN INVERSORA	CIFRA DE NE- GOCIO	PATRIMONIO NETO	RESULTADOS	EMPLEO	DIVIDENDOS	Nº FILIALES EXTRANJERAS
Patrimonio inversor ≤ 100 millones	31.751	46.360	32.564	2.986	229.448	577	3.005
Patrimonio inversor > 100 y ≤ 250	20.815	33.153	19.144	2.228	187.818	837	1.161
Patrimonio inversor > 250 y ≤ 1000	48.900	60.678	48.091	8.963	280.546	1.430	1.512
Patrimonio inversor > 1000	285.222	191.037	259.354	41.572	429.010	5.385	1.163
No identificado	52.803		851.143		83.474	4.730	
Suma patrimonios identificados	386.689	331.229	359.153	55.749	1.126.822	8.229	6.841
Total FDI 26 destinos	439.492		439.017		1.210.296		6.841
Patrimonio inversor ≤ 100 millones	8%	14%	9%	5%	20%	7%	44%
Patrimonio inversor > 100 y ≤ 250	5%	10%	5%	4%	17%	10%	17%
Patrimonio inversor > 250 y ≤ 1000	13%	18%	13%	16%	25%	17%	22%
Patrimonio inversor > 1000	74%	58%	72%	75%	38%	65%	17%
Suma patrimonios identificados	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

La característica más significativa de todas estas filiales –independientemente del tamaño de su patrimonio– es su bajo nivel de *pay-out*, es decir la ratio de dividendos.

Aunque 2021, el año inmediatamente posterior a los confinamientos, no es el mejor año para extrapolar características estructurales, los *pay-outs* de todos los intervalos están por debajo del 40 por 100 de los resultados obtenidos. El mayor *pay-out* es el de las empresas entre los 100 y los 250 millones de euros, con un 38 por 100 y el menor, un 13 por 100, el de las empresas de mayor patrimonio.

Esta baja distribución de dividendos tiene su importancia estratégica porque es un robusto indicador de que una buena parte de la reciente inversión española en el exterior se realiza mediante la reinversión de beneficios.

A consecuencia de ello es que, a diferencia de lo que ocurrió en la

primera oleada de FDI, que ocupó un gran espacio en los medios especializados y fue ampliamente celebrada –para bien y para mal–, la reciente FDI es un «inversión silenciosa» que no se produce a través de privatizaciones o grandes opas, sino a través de la reinversión de los beneficios obtenidos en las filiales que se crearon hace dos o tres décadas. Desde el punto de vista del país anfitrión, este mecanismo de reinversión de dividendos también supone una «invisibilización» de los flujos de entrada de capital bruto en el país. Son inversiones que van directamente a la formación bruta de capital doméstica y que, si tienen algún impacto en los flujos internacionales netos de capital, es vía la reducción de las salidas de capital por pago de dividendos.

V. RENTABILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR PARA EL ACCIONISTA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

La base de datos de la Secretaría de Estado, al tener los resultados y el patrimonio, permite calcular la

rentabilidad nominal del capital, antes de los ajustes de riesgos sectoriales y macro.

El gráfico 6 muestra esta medida –parcial, como veremos a continuación– de la rentabilidad total de la FDI en la UE y América Latina.

Como era previsible, la rentabilidad de la FDI en América Latina es sistemáticamente superior a la obtenida en Europa. Parte de ese diferencial puede deberse a distintos posicionamientos sectoriales de la FDI en los dos bloques económicos, parte a las presuntas condiciones diferenciales de los mercados de factores y de la competencia entre la UE y América Latina, y, también, puede explicarse por qué el mayor riesgo macro –es decir, la mayor volatilidad del ciclo económico latinoamericano– tiene un precio: la exigencia de una mayor tasa de rentabilidad para compensar el también mayor riesgo.

Hemos estimado las tasas de rentabilidad nominal de la UE y

de América Latina por tamaño del patrimonio. El cuadro n.º 3 ofrece una síntesis de las estimaciones

Como puede comprobarse la rentabilidad total nominal crece con el tamaño de la empresa tanto en la UE como en América Latina, si bien es preciso señalar que la rentabilidad de las empresas entre 250 y 1.000 millones en la UE puede verse afectada por algunas operaciones puntuales de las que, por razones de protección de datos y privacidad de la información, no podemos inferir mucho más. Fuera de ese caso excepcional, los resultados de las restantes estimaciones se pueden interpretar como previsibles.

En cualquier caso, las tasas nominales de rentabilidad pueden inducir al error, por lo que antes se ha comentado respecto a los riesgos diferenciales de los países y de los bloques económicos. Para tener una mejor interpretación del significado económico de esa información es preciso deflactar esas tasas nominales por alguna medida de los riesgos macro o sectoriales y, sobre todo, por los restantes componentes que constituyen el coste de financiar esas inversiones.

En un trabajo anterior (Malamud y Ruiz, 2023) desarrollamos, tentativamente, una estimación del coste del capital diferencial de las empresas que operan en el espacio UE y las que lo hacen en América Latina. Como ya advertíamos en aquel trabajo, los resultados son tentativos porque la agregación de las decisiones y condiciones idiosincráticas de las más de 6.000 filiales cuyos datos estamos manejando es, cuanto menos, aventurado.

La mejor forma de advertir las limitaciones es hacer claramente explícitas las hipótesis que se asu-

men para construir ese deflactor de riesgo macro y sectorial.

La primera es obvia: evaluar la creación de valor para los accionistas de una empresa que invierte en el exterior es un análisis individualizado. Aunque el país en el que se crea la filial es importante, se puede crear valor en un país anfitrión con un pobre y volátil balance macroeconómico, porque el sector en el que estas se posicionan y la capacidad gestora de la empresa también importan. A menudo es lo más importante. La rentabilidad estimada que aquí se presenta, agregadas por país, es una mera construcción simplificadora del escenario central al que se enfrentaron las empresas en sus países de destino.

La segunda precisión es que la tasa de rentabilidad promedio, si hay datos del patrimonio invertido y de los resultados obtenidos, es inmediata, pero no es indicativa de que se haya producido creación —o destrucción— de valor ni para el accionista de la empresa matriz ni siquiera para el de la filial. Para aproximar la creación de valor hay que deducir a la rentabilidad nominal el coste del capital, es decir, los recursos financieros necesarios para llevar a cabo la inversión. El coste de capital también es empresa-específico. Depende tanto de su estructura financiera —combinación de deuda y recursos propios con los que la empresa financia su inversión—, de su posición de mercado, del sector en el que opera, de la prima de riesgo idiosincrática, del *rating* y del impuesto de sociedades.

Es una variable compleja de calcular y no disponible automáticamente para la mayoría de los países emergentes. Para estimar el coste de capital es necesario realizar supuestos, no siempre

compartidos, con impacto material en el resultado final.

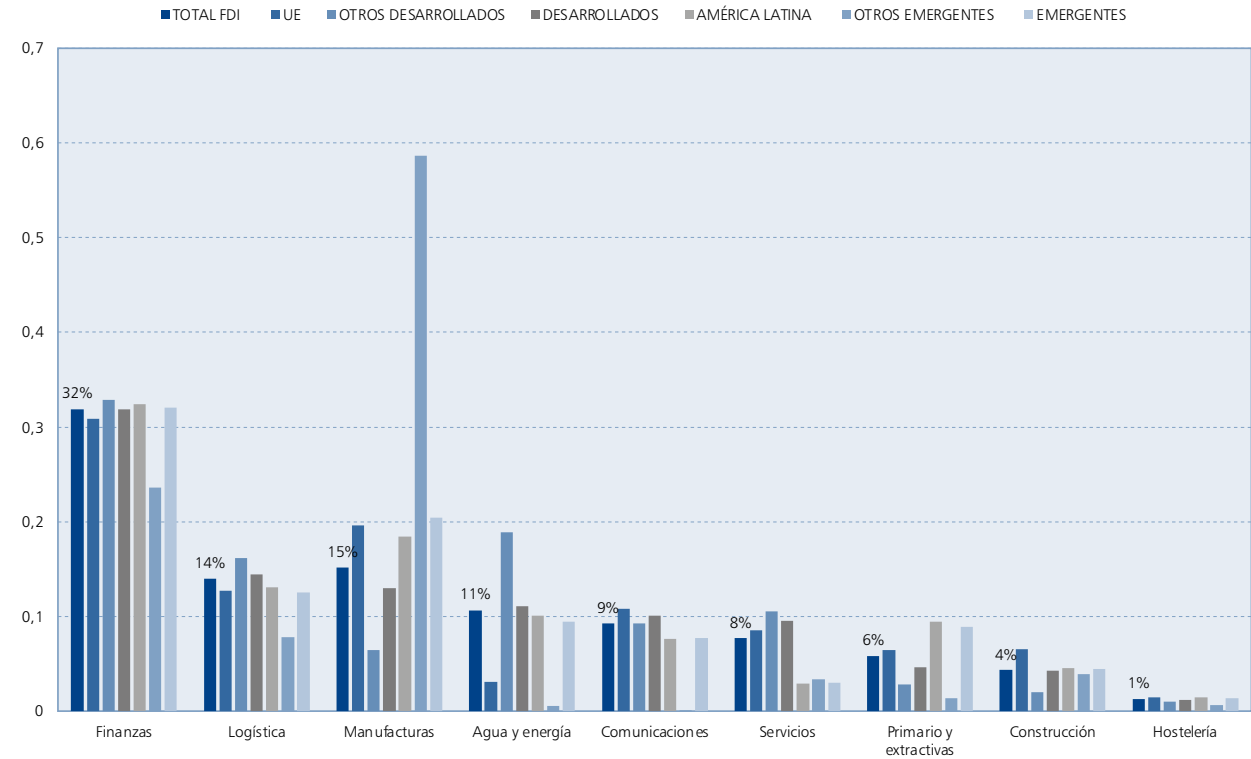
Nuestros principales supuestos son tres:

- El primero, que toda la inversión extranjera directa española se ha financiado en un 20 por 100 con capital y un 80 por 100 con deuda, apalancada con una ratio 5:1. Hemos sensibilizado los resultados a supuestos alternativos de estructura financiera y las conclusiones fundamentales no varían significativamente.
- El segundo, que el coste de la deuda es el resultado de añadir a los valores promedios anuales del bono a diez años del Tesoro de EE. UU. la prima de riesgo país de cada economía, más un componente idiosincrático que aproxima el riesgo de impago corporativo y una prima de riesgo en función del *rating* del país.
- El tercero, que el coste de capital del *equity* se estima como la suma al coste del bono de cada país de una prima fija de 600 puntos básicos.

La aplicación de estos supuestos ha permitido estimar el coste de capital agregado para América Latina y la UE/Países desarrollados. El *spread* promedio del coste de capital entre una inversión en un país desarrollado promedio y un país de América Latina está en torno a los 500 puntos básicos y se ha ido gradualmente ampliando: de estar en 200 puntos básicos antes de la Gran Recesión ha pasado a más de 1.000 en 2020, fundamentalmente por las crisis argentina y venezolana. Si se excluyen ambos países, el *spread* en 2020 se reduce a 850 puntos básicos.

La comparación entre la rentabilidad bruta del patrimonio

GRÁFICO 5
DISTRIBUCION DE PATRIMONIO POR GEOGRAFÍAS Y SECTORES



Fuente: Elaboración propia.

y el coste de capital permite avanzar que la inversión española en el exterior, en promedio, ha creado valor: 3 por 100 en la UE, 1,7 por 100 en América Latina y un 1,5 por 100 en total.

En la UE hay tres episodios de destrucción de valor –2008, 2009 y 2011– y en América Latina cuatro: 2008, 2009, 2015 y 2020, el año del COVID-19. Como puede observarse por la amplitud del intervalo entre los valores máximos y mínimos de la rentabilidad ajustada, la volatilidad de los resultados anuales de América Latina ha sido mucho mayor que la de la UE. Pero el resultado neto es que, de acuerdo con nuestras estimaciones, la FDI española, en promedio, ha creado valor en todos los bloques económicos.

VI. CONCLUSIONES

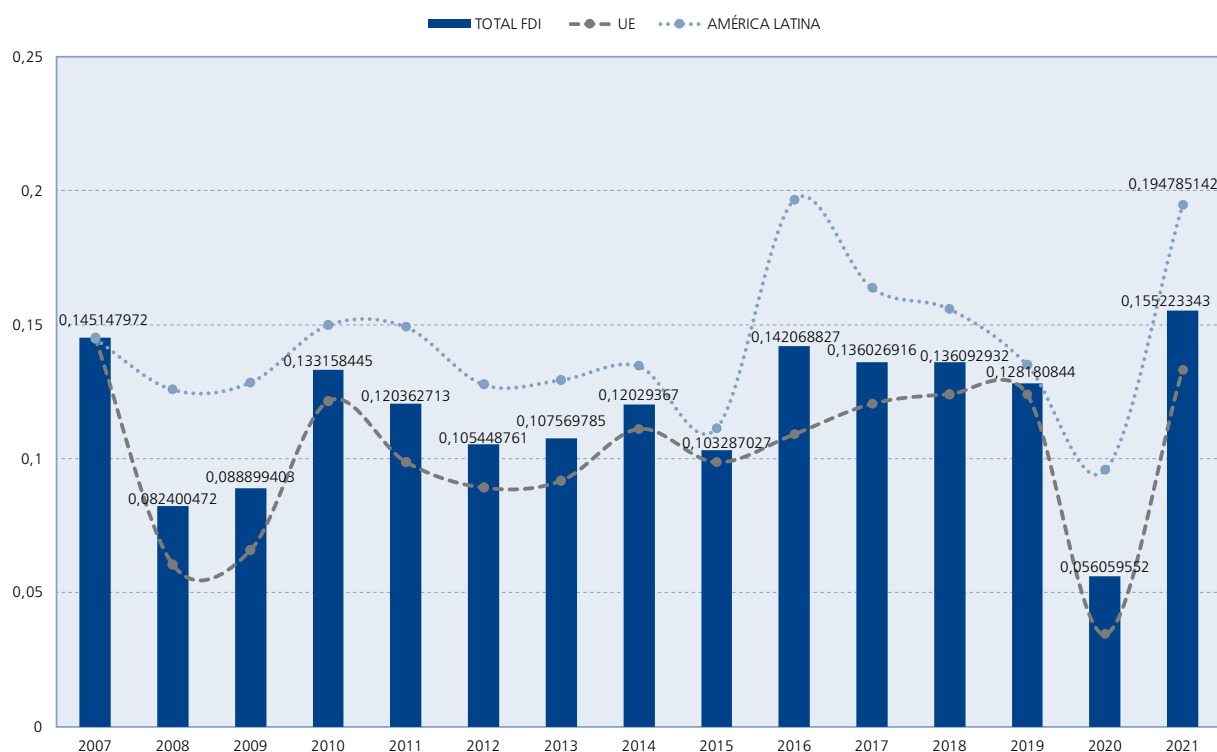
El presente trabajo ha tratado de poner datos a alguna de las narrativas sobre la FDI española que gozan de un cierto eco en los medios no académicos o profe-

sionales. Usando la extraordinaria base de datos del Registro de Inversiones que genera y mantiene la Dirección General de Comercio Internacional e Internalización de la Secretaría de Estado de Economía, creemos haber cuantificado

CUADRO N.º 3.
RENTABILIDAD PROMEDIO NOMINAL POR TAMAÑO DE PATRIMONIO.
PERÍODO 2007-2021

TAMAÑO PATRIMONIO IO	TOTAL	UE	AMÉRICA LATINA
Patrimonio inversor <= 100 millones	7,7%	7,7%	9,9%
Patrimonio inversor > 100 Y <=250	8,3%	6,2%	11,2%
Patrimonio inversor >250 Y <=1.000	15,7%	16,9%	13,5%
Patrimonio inversor >1.000	12,0%	10,2%	15,2%
TOTAL FDI	11,7%	10,2%	14,3%

GRÁFICO 6
RENTABILIDAD NOMINAL SIN AJUSTAR POR RIESGO DEL PATRIMONIO



Fuente: Elaboración propia.

y refutado al menos cinco de los mitos y preconcepciones más frecuentes sobre la FDI española de las últimas dos décadas.

En primer lugar, hemos cuantificado la evolución de la FDI desde 1993 tanto en términos de flujos –brutos, netos y desinversiones– como en términos de *stocks*, y hemos constatado que las empresas españolas no han dejado jamás de invertir: la FDI es un proceso sostenido que, pese al ciclo económico doméstico o internacional, no ha sufrido reversiones desde que tenemos datos. El crecimiento promedio de los flujos brutos entre 1993 y 2023 es de un 21 por 100 anual y la media de las desinversiones ha supuesto un 40 por 100 de los flujos brutos, lo que ha generado un flujo neto mediano

de inversiones exteriores en torno a los 15.000 millones de euros anuales. El *stock* de capital total invertido fuera ha crecido desde 2007 a una tasa acumulativa media del 3,7 por 100, siendo la tasa de crecimiento de las inversiones en la UE del 1,1 por 100 y las de América Latina del 4,4 por 100.

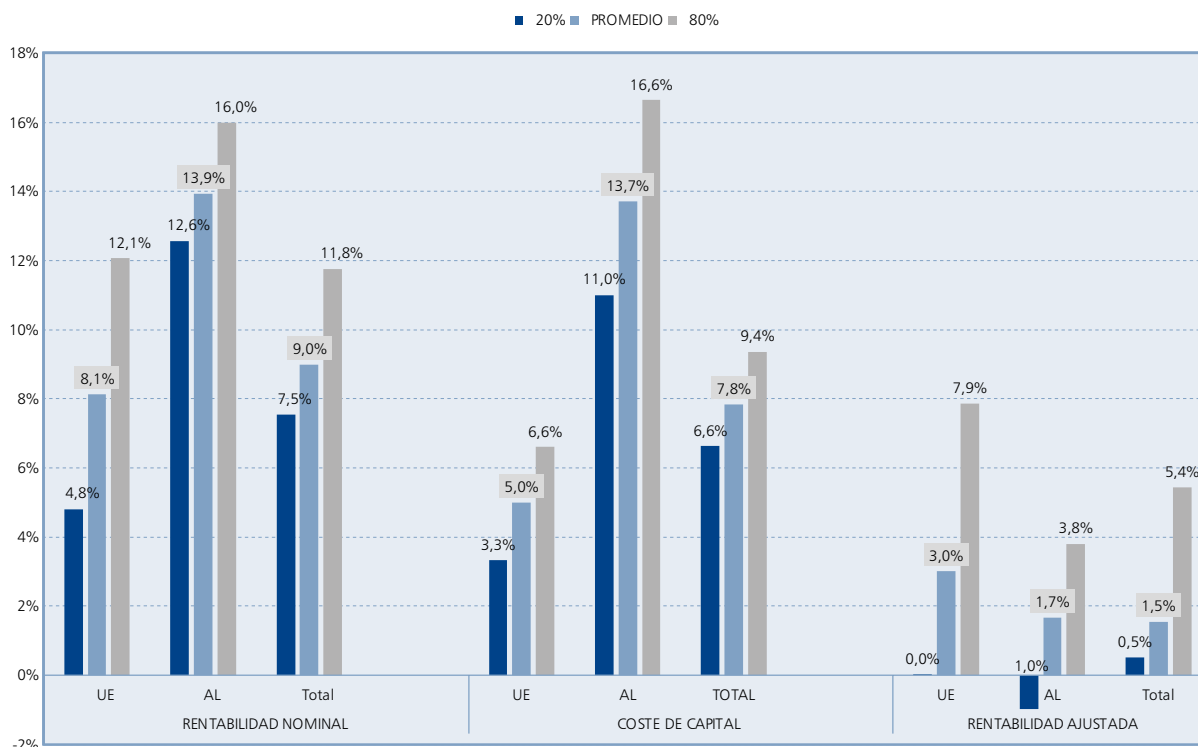
Los anteriores datos de *stock* de capital refutan dos ideas erróneas respecto a la FDI española: la primera, que desde el inicio del siglo XXI las empresas españolas han dejado de invertir en América Latina –sí, lo han hecho: el *stock* de capital allí ha crecido más que la FDI total– y que los recursos «ahorrados» –un concepto directamente equivocado– los han invertido en la UE. No, no lo han hecho: entre 2007 y 2013, solo 10

de cada 100 euros de aumento de patrimonio se ha producido en los países de la UE, frente a 30 euros en América Latina y, sobre todo, 50 euros en Estados Unidos y Reino Unido y otros países de la OCDE. A África y Asia se han destinado los 10 euros restantes.

La persistencia en el tiempo de estos patrones de FDI ha conducido a que nuestra inversión externa en modo alguno se limite a América Latina. De hecho, 2/3 parte de la FDI española es en países desarrollados y solo 1/3 está en países emergentes. Lo que sí es cierto es que más del 90 por 100 de la FDI en emergentes está en América Latina, dada nuestra todavía incipiente presencia en términos de FDI en África y en Asia.

GRÁFICO 7

RENTABILIDAD NOMINAL, COSTE DE CAPITAL Y RENTABILIDAD AJUSTADA POR RIESGO



Fuente: Elaboración propia.

La tercera conclusión es que el patrón de FDI español es más complejo de lo que se suele pensar y tiene motivaciones diversas. No se trata de un modelo que busca exclusivamente asegurarse el suministro de *commodities*, afianzar la logística de distribución de las exportaciones españolas o maximizar su cuota de mercado en sectores de bienes o servicios en los que tiene una ventaja comparativa relativa frente a sus competidores globales. Más bien, los datos sugieren que hay una cierta especialización regional. En la UE predominan las consideraciones logísticas, y en América Latina el argumento dominante parece ser el de la ventaja competitiva española en finanzas, comunicaciones y energía.

Esta última motivación también es perceptible en EE.UU y el Reino Unido, si bien en estas dos economías es más probable que hayan jugado consideraciones regulatorias y de apertura a la FDI en los sectores de servicios, frente a posiciones más defensivas –los «campeones nacionales»– de las economías de la UE. En Reino Unido, recientemente, también parece que han jugado consideraciones relacionadas con el intento de atajar las consecuencias comerciales derivadas del *brexít*.

La cuarta conclusión es que definitivamente la FDI española no es el coto cerrado de la gran empresa española. Los datos del registro de inversiones abiertos por tamaño del patrimonio de las filiales creadas en el exte-

rior nos cuentan dos historias relevantes. La primera, que las empresas españolas –tan solo en las 26 economías que son el destino preferente de la inversión exterior española– han creado más de 6.000 empresas en el exterior que generan más de 300.000 millones de euros de negocio y generan más de 1,2 millones de empleos. La segunda, que las 1.100 filiales que tienen un patrimonio superior a los 1.000 millones de euros acumulan un 72 por 100 del patrimonio total, pero que hay otras 5.000 filiales que suponen el 38 por 100 restante. De hecho, hay 3.000 filiales con capitales inferiores a los 100 millones de euros, lo que suponen en media un capital de 10,8 millones de euros.

La quinta conclusión es que la FDI ha sido una actividad rentable. El promedio de rentabilidad nominal sin ajustar por riesgo del total de la FDI entre 2007-2021 es del 11,7 por 100, siendo la de las inversiones en la UE del 10,2 por 100 y la de América Latina del 14,3 por 100 pese a los impactos de las crisis de Argentina y Venezuela.

La sexta es que la FDI ha creado, en promedio, valor para los accionistas de las empresas inversoras. Basándonos en supuestos sobre el ciclo económico, los riesgos macro y cambiarios, las primas de riesgo país y la rentabilidad del activo libre de riesgo se han estimado unos índices de coste de capital que, con todas las limitaciones propias de un ejercicio de este tipo y a este nivel de agregación sectorial y geográfico, cuando se aplica a la rentabilidad nominal antes mencionada nos permite aventurar dos conclusiones. La primera, que los episodios de destrucción de valor –años en los que el coste de capital ha sido superior a la rentabilidad nominal de la FD– han sido infrecuentes: dos en el caso de la UE y cuatro en América Latina, todos ellos determinados por el pésimo comportamiento macro de Argentina y Venezuela. La segunda, que en términos de promedio del período 2007–2021 la creación de valor en la UE ha sido del 3 por 100 y del 1,7 por 100 en América Latina, ascendiendo al 1,5 por 100 para el total del patrimonio invertido en el exterior.

Con todas las precauciones debidas, las tres anteriores rentabilidades ajustadas por coste de capital supondrían al aplicarlas a los *stocks* de capital invertidos que la FDI ha creado en torno a los 75.000 millones

de euros netos de valor, de los que en la UE se han generado en torno a 45.000 millones y alrededor de 25.000 millones netos en América Latina. Y remarcarlos en términos netos, porque la creación de valor en Brasil, México y Chile han sido sustancialmente mayores, pero los chascos de Venezuela y Argentina han compensado para el continente el gran éxito que ha supuesto la FDI en la región. Siendo importante este dato, la mayor externalidad que ha creado esta profunda y determinante «reforma» estructural ha sido cambiar para siempre los procesos, la gestión y la reputación del sector empresarial español.

No es poca cosa, aunque uno sospecha que si aplicáramos el principio de «datos matan relatos» a otros aspectos, mercados y sectores de la economía española, como las murallas de Jericó, también caerían las preconcepciones y sesgos que tanto abundan en este país.

NOTAS

*JOSÉ JUAN RUIZ es economista y técnico comercial del Estado. En la actualidad es el presidente del Real Instituto Elcano.

(1) Banco de España. Explora las estadísticas históricas. Balanza de Pagos. Bienes y Servicios Microsoft Power BI.

(2) Ejemplos notables y recientes de una narrativa apocalíptica se pueden encontrar en: <https://theobjective.com/economia/2023-12-26/inversion-espanola-extranjero-desplome/> o <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/12594197/12/23/la-inversion-extranjera-en-espana-cae-mas-de-un-23-hasta-septiembre-y-alcanza-los-18303-millones.html>. Sobre el supuesto «retroceso de la inversión en América Latina» se puede consultar en: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/12290928/05/23/la-inversion-latinoamericana-en-espana-cayo-en-2022-un-329.html> o https://cincodias.elpais.com/cincodias/2002/04/18/economia/1019109395_850215.html

[espana-cayo-en-2022-un-329.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2002/04/18/economia/1019109395_850215.html) o https://cincodias.elpais.com/cincodias/2002/04/18/economia/1019109395_850215.html

(3) La rentabilidad se calcula como cociente entre los resultados reportados sobre el patrimonio de las filiales en el exterior.

(4) Ministerio de Economía, Comercio y Empresa |. Ministerio para la Transformación Digital y de la Función Pública. Sitio web de *DataComex & DataInvex*

(5) *GlobalInvex* (comercio.gob.es)

(6) Agradecemos la ayuda del equipo encargado de la generación y gestión de estos datos. En particular a Ignacio Mezquita Pérez-Andújar, Fernando Carballada Díaz y Eduardo Pietro Kessler.

(7) «Otros desarrollados», incluyendo a Reino Unido, Estados Unidos, Canadá y Australia, Total Desarrollados – UE más otros desarrollados – Emergentes – América Latina más China y Marruecos – y Total 26.

(8) *DataComex* - Inicio (comercio.es)

(9) Microsoft Power BI

(10) Una primera fase que vaya desde 1993 hasta 2001 –el año del corralito argentino–, otra desde 2002 al estallido de la Gran Crisis Financiera de 2008, un tercero desde 2009 a 2019, la víspera de la pandemia del COVID-19, y, por último, el período pos-COVID desde 2020 a 2023, el último año con información disponible.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA. (2021). *Catálogo de series históricas seleccionadas* [dataset]. Repositorio institucional del Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/15655>

MALAMUD, C. y RUIZ, J. J. (2023). ¿Por qué importa América Latina? *Informe 32*. Real Instituto Elcano <https://media.realinstitutoelcano.org/wp-content/uploads/2023/07/informe-elcano-32-por-que-importa-america-latina.pdf>.

Resumen

La inversión española en África es un fenómeno reciente y muy concentrado todavía en el norte del continente y en sectores muy específicos. Existen diversos factores que explican este escaso interés de las empresas españolas por el continente africano, como el difícil entorno para los negocios, la escasez de acuerdos para la protección recíproca de las inversiones y la elevada percepción del riesgo. No obstante, existen perspectivas positivas que pueden alimentar una mayor presencia del inversor español en los próximos años, como son el aprovechamiento de las oportunidades que se abren en un continente en expansión demográfica, las inversiones necesarias para enfrentar el desafío del cambio climático o la incorporación de estas economías en las cadenas de valor globales.

Palabras clave: inversión, empresas españolas, financiación, África, riesgo, rentabilidad, cambio climático, entorno regulatorio, Estrategia Horizonte África.

Abstract

Spanish investment in Africa is a recent phenomenon, with a high concentration in the northern countries and in very specific sectors. There are several elements that explain the lack of interest of Spanish firms in the African continent, mainly the difficult business environment, the scarcity of bilateral investment treaties and the high risk perception. However, there could be a promising outlook to encourage new investments from the Spanish private sector in the coming years, due to the opportunities that are opening up in a continent undergoing demographic expansion, the huge needs to tackle the challenge of climate change or the participation of these economies in the global value chain.

Keywords: investment, Spanish companies, financing, Africa risk, profitability, climate change, regulatory environment, Africa Horizon Strategy.

JEL classification: F20, F21, F23, N27, O16, P45.

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN ÁFRICA

Ana de VICENTE LANCHO

Secretaría General de Países Mediterráneos, África y Oriente Medio. Ministerio de Economía, Comercio y Empresa

I. INTRODUCCIÓN

La pandemia del COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania han incrementado significativamente la incertidumbre en el escenario global. Desde el punto de vista comercial, ello ha promovido estrategias por parte de las empresas y de los Gobiernos hacia la diversificación de proveedores, el aumento de las existencias, el establecimiento de redes paralelas de aprovisionamiento, así como la relocalización de partes del proceso productivo, la localización en países vecinos o en países más cercanos en principios económicos y con menores probabilidades de conflicto geopolítico.

En este sentido, la importancia de África como aliado estratégico de España es cada vez más clara. Tenemos una cercanía evidente, desde el punto de vista geográfico, pero también económico y cultural. La presencia empresarial española en África es reciente, aunque está teniendo un gran crecimiento.

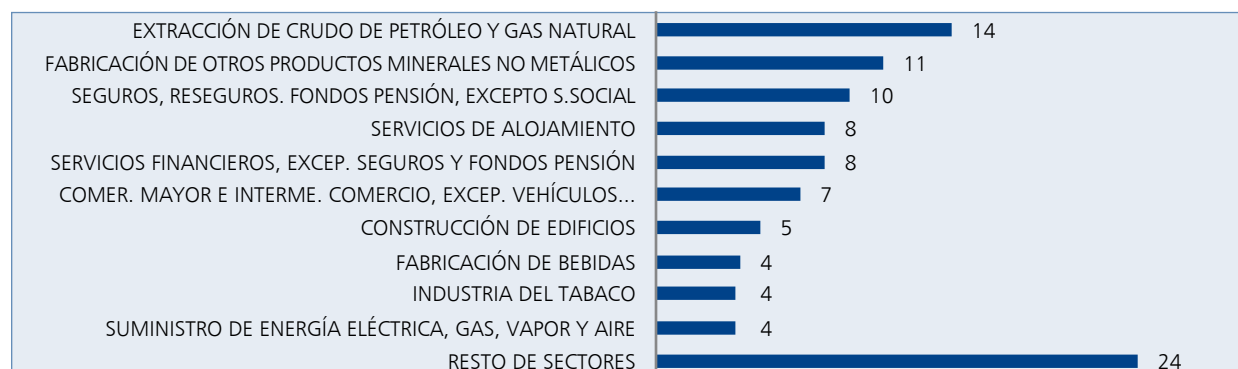
En este artículo se analizará la evolución de la inversión española en el continente africano en las últimas décadas, desde el punto de vista cuantitativo, de destino geográfico y sectorial, para luego estudiar los factores que limitan la apuesta a largo plazo de nuestras empresas en este ámbito, así como las perspectivas favorables para su mayor crecimiento en el futuro próximo.

II. EVOLUCIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN ÁFRICA (1)

Las empresas españolas, en particular las grandes, iniciaron su estrategia de internacionalización en la década de 1990 dirigiéndose hacia las economías latinoamericanas, dadas las ventajas de la proximidad institucional y las oportunidades de participar en procesos de privatización en sectores tales como la energía eléctrica, el agua, el gas, el petróleo o los servicios financieros. Así, América Latina llegó a concentrar más de la mitad de los flujos netos de inversión de España en el exterior en el período 1993-2000, frente al 33 por 100 destinados a la Unión Europea (UE) en esos mismos años. Entre 2001 y 2011 se invirtieron las tendencias, y la UE ampliada concentró más del 63 por 100 de los flujos netos, mientras que América Latina entró en un período de madurez que, junto con los retornos obtenidos, redujo el flujo neto inversor al 17 por 100 del total (Escribano, 2012; Álvarez-López y Myro, 2016). En efecto, la constitución de un mercado único y la creación del euro, junto al sustancial crecimiento de las economías desarrolladas previo a la crisis de 2008, centraron la atención de las empresas multinacionales españolas en Europa y Estados Unidos. Es solamente a partir de la primera década del

GRÁFICO 1
PRINCIPALES SECTORES DE INVERSIÓN ESPAÑOLA EN ÁFRICA EN 2021

Porcentaje



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

siglo XXI cuando la debilidad de los mercados tradicionales, en particular tras las consecuencias de la crisis financiera a partir de 2007, llevó a los inversores españoles a buscar nuevos mercados

e interesarse por el continente africano (Durán, 2013).

Este interés se ha manifestado en un aumento considerable de los flujos financieros a África, de modo que, según los datos

de la Secretaría de Estado de Comercio, en los últimos quince años el *stock* de inversión española en esta región casi se ha doblado, pasando de 2.990 millones de euros en el año 2007

CUADRO N.º 1
STOCK DE INVERSIONES ESPAÑOLAS A PAÍSES DE ÁFRICA

PAIS	AÑO	2017	2018	2019	2020	2021	
		M€	M€	M€	M€	M€	%Δ
Marruecos		1.619	1.524	2.002	1.948	2.078	36% 7%
Argelia		362	581	610	701	1.014	18% 45%
Sudáfrica		868	818	884	720	804	14% 12%
Angola		455	518	432	320	457	8% 43%
Cabo Verde		24	35	293	287	328	6% 14%
Libia		108	224	171	37	214	4% 483%
Túnez		148	153	191	181	188	3% 4%
Mozambique		137	185	200	45	166	3% 270%
Egipto		770	733	810	809	126	2% -84%
Senegal		39	39	30	59	100	2% 69%
Resto África		529	316	338	250	288	5% 15%
Total África		5.058	5.126	5.961	5.357	5.764	100% 8%
Total Mundial		472.225	475.773	516.111	454.753	499.119	N.C. 10%

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

CUADRO N.º 2
NÚMERO DE EMPLEOS CREADOS POR EMPRESAS INVERSORAS
ESPAÑOLAS EN ÁFRICA EN 2021

PAÍS	Nº EMPLEOS	% TOTAL
Marruecos	22.374	53
Sudáfrica	4.249	10
Egipto	2.729	6
Argelia	2.105	5
Túnez	2.025	5
Mozambique	1.610	4
Angola	1.561	4
Ghana	845	2
Nigeria	806	2
Cabo Verde	688	2
Resto de África	3.511	80
Total África	42.503	100
Total Mundial	1.458.664	
% África sobre total Mundial	2,91	

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

a 5.764 en el año 2021 (últimos datos disponibles).

Desde el punto de vista sectorial, el principal destino de las inversiones de nuestras empresas en el continente africano ha sido la extracción de crudo de petróleo y de gas natural, con un 14 por 100 del total, seguido de la fabricación de otros productos minerales no metálicos, con el 11 por 100.

Además del hecho de que el interés de las empresas españolas por invertir en África ha sido reciente, hay que tener en cuenta la elevada concentración de estos flujos en los países del norte del continente, más cercanos geográficamente. En este sentido, Marruecos es históricamente el principal destino de las inversiones españolas en África, concentrando en 2021 el 36 por 100 del *stock*. En segundo lugar, se encuentra Argelia, acumulando hasta un 18 por 100 de las

inversiones realizadas por empresas españolas hasta ese año.

La misma concentración tiene lugar en lo que se refiere a los escasos recursos invertidos en el África subsahariana, puesto que tan solo Sudáfrica, Angola y Cabo Verde han recibido flujos importantes. Así, el *stock* de inversión en la subregión alcanzaba en 2021 los 2.143 millones de euros, lo que supone el 0,43 por 100 del total de las inversiones españolas mundiales y el 37 por 100 de las realizadas en todo el continente africano (cuadro n.º. 1).

En términos de generación de empleo (cuadro n.º. 2), se calcula que la inversión acumulada que las empresas españolas han realizado en el continente africano ha generado hasta la fecha un total de 42.503 empleos de forma directa. La concentración geográfica en este sentido es incluso mayor que en términos

de capital invertido, ya que el 53 por 100 del total de empleo generado se localiza en Marruecos.

Algunos ejemplos de las operaciones de mayor relevancia por empresas españolas en países de esta región son las realizadas por Alten Energías Renovables, empresa que desde 2013 está presente en Kenia para promover la planta fotovoltaica de Kesses, de 52 MW, cerca de Eldoret. En 2019 se firmó el acuerdo PPA (*Power Purchase Agreement*) con la entidad Kenya Power, por un período de veinte años para la construcción y operación del parque solar fotovoltaico. También han invertido en Mozambique, en Nigeria y en Namibia. Por su parte, Gestamp Renewable Industries se instaló en 2014 en Sudáfrica, cerca de Ciudad del Cabo, llevando a cabo la construcción de una fábrica de torres eólicas. Maxam está presente en el sector de la minería en diversos países como Costa de Marfil, Ghana y Tanzania.

En el sector agroalimentario, GB Foods, multinacional española líder en el sector de la alimentación, cerró un acuerdo para adquirir activos y marcas líderes en África como Jumbo (el Avecrem africano), Gino y Pomo (tomate), y Jago (leche en polvo y mayonesa), así como para la distribución en África de la marca de mayonesa Bama. El acuerdo comprendió también la adquisición de tres plantas de producción, una en Ghana y dos en Nigeria, y la incorporación de más de 600 trabajadores de distintas nacionalidades. El resultado de este acuerdo es una compañía panafricana líder en productos culinarios con presencia en más de 30 países de África. Su éxito se basa en escoger productos de consumo adaptados a las preferencias locales, estando igualmente presentes en Senegal, Ghana y Argelia, y te-

niendo en la actualidad proyectos de expansión en otros países como Guinea Conakry.

Otro ejemplo en este sector es el grupo español Nederland S. A., que produce y comercializa cacao en polvo y manteca de cacao en Costa de Marfil con la empresa Sidcao, especializada en la transformación de los productos del cacao destinados a la industria alimentaria. En Senegal, Produmel y Promegal cuentan con extensiones de cultivo de dimensiones modestas centradas en la plantación de melón destinado a la exportación. De igual forma, las empresas Senfruit y Touba Fruit producen fruta (melón, sandía y mango) tanto en Casamance como en la zona de Thiès. Nueva Pescanova está presente en Sudáfrica, Namibia y Mozambique. En Sudáfrica, su presencia desde hace 56 años incluye agencias, talleres de ingeniería marina, contenedores, salvamento, distribución de pescado y pesquerías de profundidad. Emplea a 350 personas con unas ventas anuales de 300 millones de rands.

Torrent East Africa, del Grupo Torrent, estableció en 2017 en Kenia una fábrica de tapones para bebidas espirituosas, con una inversión en torno a 6 millones de euros.

En el sector servicios, la inversión más voluminosa ha sido la de CaixaBank, que es propietaria del 100 por 100 del Banco Português de Investimento, que a su vez es dueño del 49 por 100 del Banco de Fomento de Angola. Por su parte, Boluda está presente en Costa de Marfil, Senegal y en Camerún, para proporcionar servicios marítimos, mientras que Amadeus está instalado en Nigeria, en Cabo Verde y en Senegal, como líder en la provisión de tecnolo-

gía en el ecosistema de viajes. En Senegal, RIU Hotels & Resorts ha construido un resort «Hotel RIU Baobab» con más de 500 habitaciones en Pointe-Sarène, que fue inaugurado en marzo de 2022 y que se ha convertido en la principal inversión española en el país (con un monto de 33,7 millones de euros) y la mayor inversión turística hasta la fecha. RIU está también presente en Cabo Verde, donde cuenta con seis hoteles.

III. STOCK DE INVERSIONES ESPAÑOLAS EN ÁFRICA. COMPARATIVA CON LAS INVERSIONES MUNDIALES ESPAÑOLAS Y CON LA INVERSIÓN DE OTROS PAÍSES

Los datos muestran que, a pesar de un sustancial aumento en las dos últimas décadas de la presencia de las empresas españolas en el continente africano, la inversión española es reducida si se compara con la que tenemos en otros continentes (véase el cuadro nº. 3 y los gráficos 2 y 3), ya que en el año 2021 suponían el 1,15 por 100 del total mundial. En este sentido, hay que destacar que más del 95 por 100 del total de las inversiones se localizan en países de Europa y América.

Como hemos visto en apartados anteriores, la inversión sectorial española en África se encuentra bastante diversificada, destacando los sectores de extracción de crudo, minerales, seguros, alojamiento y servicios financieros. Estos sectores de inversión no coinciden demasiado con aquellos en los que invierten las empresas españolas en otras regiones del mundo, dado que en el ámbito global y muy particularmente debido a las inversiones en América Latina, hay un predominio claro

de los servicios financieros y del suministro de energía, seguidos de las telecomunicaciones.

En todo caso, la presencia creciente de la inversión española en el continente ha hecho figurar a España entre los 12 mayores inversores entre 2018 y 2022 (según datos de Ernst and Young, 2023), apareciendo como los «socios emergentes», junto a Emiratos Árabes Unidos (EAU) o Suiza.

EE. UU. sigue siendo en los últimos años el inversor principal en número de proyectos, contribuyendo con el 13 por 100 del total en el continente desde 2016. EE.UU. concentra su inversión en proyectos en Sudáfrica (telecomunicaciones), en Egipto (servicios a empresas) y en Kenia (tecnología). Sin embargo, en términos de capital invertido, los principales inversores en el continente en los últimos años son los EAU, Francia e India. La inversión de los EAU se dirige, fundamentalmente, a los sectores de infraestructuras y de energías limpias, con una dedicación de fondos en particular a proyectos en Egipto y en Sudáfrica. Francia también ha mostrado gran interés en este sector, canalizando fondos a iniciativas en energía eólica, solar e hidroeléctrica. La inversión de China se ha moderado en los últimos años, pasando de representar el 11 por 100 del total en 2018 al 2,9 por 100 en 2022, aunque por capital acumulado sigue siendo el segundo, detrás de EAU, con un total de 150.000 millones de dólares invertidos en el continente en las últimas dos décadas.

En general, se observa que si hace dos décadas más del 50 por 100 de las inversiones extranjeras directas (IED) se concentraba en las industrias extractivas, hoy

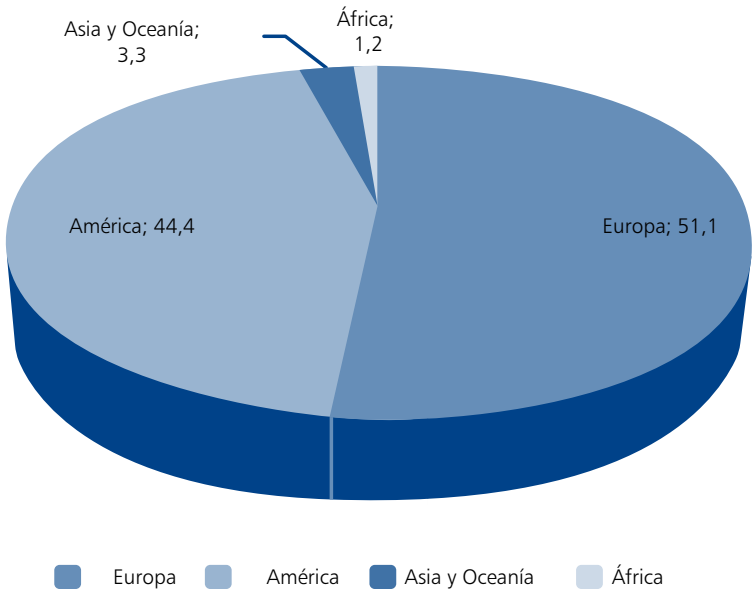
CUADRO Nº. 3
STOCK DE INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL MUNDO: CIFRAS

	2017	2018	2019	2020	2021	% TOTAL EN 2021
Total Mundo m€	472.255	475.773	516.111	454.753	499.119	100,0
Total África en m€	5.058	5.126	5.961	5.357	5.764	1,2
Total Europa en m€	231.106	216.241	234.534	218.884	255.217	51,1
Total Asia y Oceanía en m€	10.487	14.587	14.264	11.985	16.566	3,3
Total América en m€	225.604	239.819	261.352	218.526	221.572	44,4
Total Mundo en m€	472.255	475.773	516.111	454.753	499.119	100,0

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

GRÁFICO 2
ANÁLISIS GEOGRÁFICO DEL STOCK DE INVERSIONES ESPAÑOLAS 2021

Porcentaje



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

centradas, de modo que Kenia, Sudáfrica, Egipto y Marruecos recibieron el 75 por 100 de todas las realizadas desde 2010.

IV. FACTORES QUE LIMITAN LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN ÁFRICA

La propia dinámica de la internacionalización de las empresas españolas y su interés reciente explican, en gran medida, la todavía escasa presencia en este continente en comparación con otros destinos geográficos. No obstante, se pueden señalar algunos otros factores que la limitan de forma significativa:

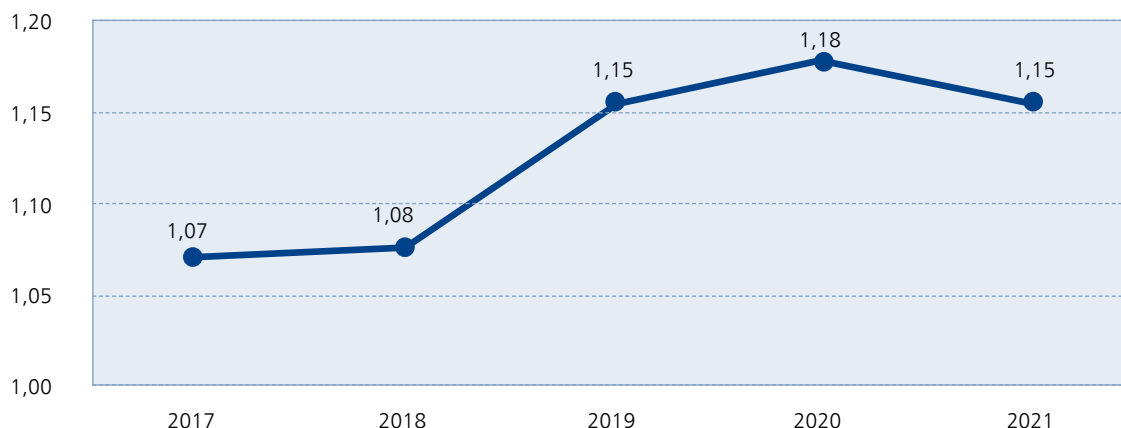
- En las consultas realizadas a las empresas españolas para entender y analizar su falta de presencia a través de la inversión en África, se señala de forma recurrente la barrera que supone en la mayoría de los países encontrar un entorno poco competitivo para realizar negocios. Así, se destacan los difíciles trámites administrativos, el exceso de burocracia, los largos plazos y la corrupción generalizada como obstáculos significativos para llevar iniciativas ambiciosas en el continente. De hecho, la mayor parte de las economías africanas está por

tan solo es el 10 por 100, reflejando el enfoque de las economías africanas hacia una mayor diversificación de su estructura productiva en sectores con mayor capacidad de creación de empleo y que acompañen la urbanización y el crecimiento de la

población de clase media (Ernst & Young, 2023). En 2022, el sector que mayores flujos recibió fue el de las tecnologías limpias, señalando una orientación clara hacia la inversión en energías renovables. Sin embargo, estas inversiones están bastante con-

GRÁFICO 3
PORCENTAJE DE STOCK DE INVERSIONES EN ÁFRICA SOBRE EL TOTAL MUNDIAL

Porcentaje



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

debajo de la media del último informe publicado del *Doing Business* del Banco Mundial (2), aunque el 25 por 100 de las reformas registradas en todo el mundo en 2020 fuesen realizadas en países de esta región. No obstante, en muchas de las

economías africanas existen monopolios en los sectores de provisión de servicios básicos como la electricidad, el agua o el transporte, lo cual dificulta enormemente la participación de la inversión extranjera en ellos. La dificultad para encon-

trar mano de obra formada también es mencionada frecuentemente por las empresas como una limitación para la inversión en el continente.

— Escasez de acuerdos de promoción y protección recíproca

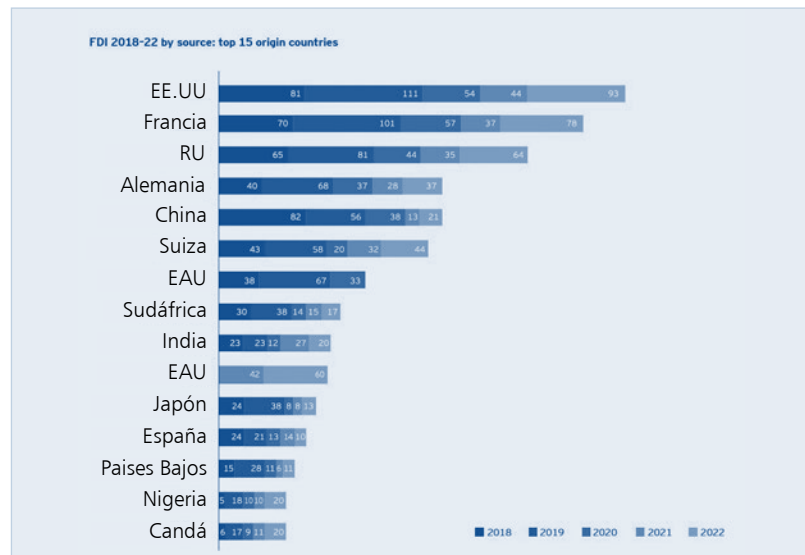
GRÁFICO 4
PRINCIPALES SECTORES DE INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL MUNDO EN 2021 (STOCK)

Porcentaje



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio.

GRÁFICO 5
NÚMERO DE PROYECTOS FINANCIADOS CON IED EN ÁFRICA



Fuente: A pivot to growth, EY Attractiveness (2023).

de las inversiones exteriores (APPRI). Estos acuerdos son tratados de naturaleza recíproca destinados a proteger las inversiones internacionales de las empresas mediante la reducción de la incertidumbre política y jurídica en el exterior. Su objetivo es minimizar los riesgos políticos y proporcionar una mayor seguridad jurídica al inversor mediante el reconocimiento, por los dos países signatarios, de determinadas obligaciones y garantías a las inversiones efectuadas en ambos países recíprocamente. La cobertura otorgada por los APPRI se aplica a la fase del posestablecimiento de la inversión, una vez que la misma se ha realizado de conformidad con la legislación del país receptor. Debido a las reducidas inversiones de las empresas en la región, la Administración española ha priorizado la firma de este tipo de acuerdos con países de otras

zonas, como los de América Latina y Asia (3).

— En términos de rentabilidad y riesgo, las inversiones españolas presentan una matriz de riesgos relativamente compensada. Así, las empresas españolas tienden a invertir en países donde los derechos de propiedad se respetan en mayor medida. Las desviaciones de esa pauta para asumir mayores riesgos se explican por una mayor rentabilidad esperada, ya sea en términos de tamaño de mercado o dinamismo económico, o por ventajas comparativas en la mitigación de riesgos. El grueso de la inversión exterior española se destina a países industriales, y fuera de ellos se ha especializado en América Latina (Escribano, 2012). Es evidente que, según varios indicadores objetivos del riesgo, la mayoría de los países de África, en especial

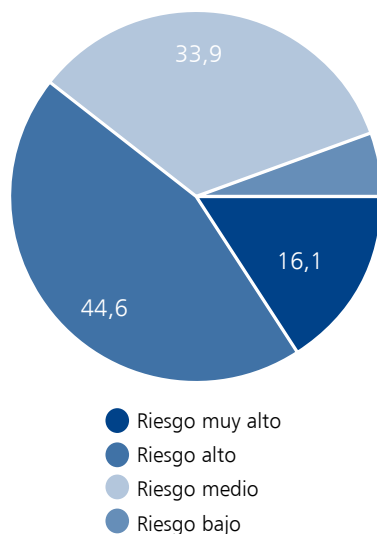
de la región subsahariana, se encuentran entre los niveles más altos de riesgo. No obstante, como muestran los resultados del estudio realizado por Ainhoa Marín para el Real Instituto Elcano (Marín, 2020), puede que la percepción del riesgo para las empresas españolas sea incluso mayor de lo que correspondería a estos indicadores. En efecto, la percepción de las empresas por realizar actividades en África se reduce de manera muy significativa cuando la empresa española ya ha realizado algún tipo de actividad en el continente (gráfico 6a). Por ello se puede concluir diciendo que las mayores percepciones del riesgo se deben en cierta medida a la falta de experiencia y, por tanto, de conocimiento, de la empresa española de África.

Además, como señala el mencionado estudio, las empresas españolas que no tienen experiencia en los mercados africanos (gráfico 6b) encuentran un menor riesgo en los mercados asiáticos y latinoamericanos menos arriesgados que los africanos, a pesar de que el análisis muestra cómo varios países latinoamericanos y asiáticos tienen indicadores de riesgo más elevados que otros africanos.

Pero además de esta percepción errónea en términos de riesgo, parece que no se está valorando adecuadamente la rentabilidad de las inversiones en África. Según señala el informe de Naciones Unidas de 2023 (UNDP SDG Impact, 2023), la rentabilidad de las inversiones medida por la tasa interna de retorno (TIR) y el retorno en inversiones (ROE), estaría en el caso de las inversiones en África en el entorno del 15-20 por 100,

GRÁFICO 6A
PERCEPCIONES DE RIESGO DE LA EMPRESA
ESPAÑOLA SOBRE NEGOCIOS EN ÁFRICA

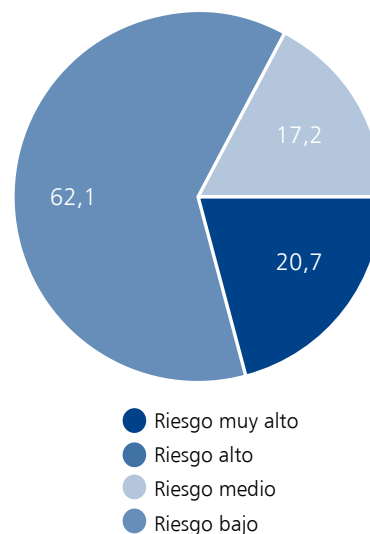
Empresas con experiencia en África



Fuente: Cuestionario Elcano sobre empresas españolas y negocios en África (2020).

GRÁFICO 6B
PERCEPCIONES DE RIESGO DE LA EMPRESA
ESPAÑOLA SOBRE NEGOCIOS EN ÁFRICA

Empresas sin experiencia en África



Fuente: Cuestionario Elcano sobre empresas españolas y negocios en África (2020).

muy por encima del retorno en otras áreas.

V. PERSPECTIVAS

Existen diversas razones que pueden contribuir a impulsar las inversiones de las empresas españolas en el continente africano en los próximos años. Entre ellas, se pueden destacar las siguientes:

— Crisis globales y la incorporación de las economías africanas en la cadena de valor

La pandemia del COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania han incrementado significativamente la incertidumbre en el escenario global. Ello ha promovido estrategias por parte de las empresas y de los Gobiernos hacia la diversificación de proveedores, el

aumento de las existencias *stocks*, el establecimiento de redes paralelas de aprovisionamiento, así como la relocalización de partes del proceso productivo (*reshoring*), la localización en países vecinos (*nearshoring*), o en países más cercanos en principios económicos y con menores probabilidades de conflicto geopolítico (*friendshoring*). En este sentido, dentro del conjunto de economías africanas, las del norte de África tienen altas posibilidades de constituir un destino de las inversiones españolas en los próximos años. Además, en la medida en que la fragmentación de los procesos productivos a nivel global está llevando a un desarrollo de las cadenas de valor global, estas economías tienen

muchos activos para integrarse en aquellas lideradas por economías de la UE-27, en particular en la transformación y ensamblaje de los *inputs* intermedios, como se muestra en el alto contenido europeo de sus exportaciones (Gandoy y Díaz-Mora, 2023). Si el resto de los países de África subsahariana adoptan estrategias para promover la inversión directa extranjera en este sentido, tendrán mayores probabilidades de integración en estas cadenas. Hay sectores de especialización de la industria española, como el de los automóviles, la industria química, los textiles, la industria agroalimentaria y los bienes de equipo que tienen grandes probabilidades de fomentar las inversiones de este tipo.

— *Búsqueda de mercado*

Parece un hecho que las empresas tendrán incentivos en posicionar la oferta más cerca de la demanda y, en este sentido, la búsqueda de un mercado con amplias perspectivas de crecimiento como el africano puede crecer en interés para las empresas españolas. Así, las previsiones de crecimiento demográfico del continente (NN. UU., 2023) señalan que en 2050 la población de África rondará los 2.500 millones, es decir que más del 25 por 100 de la población mundial será africana (40 por 100 a finales de siglo), generando grandes necesidades de consumo y de servicios. Además de este dividendo demográfico, las perspectivas de crecimiento se prevé que estarán por encima de la media en los próximos años (FMI, WEO 2023), facilitando el dividendo demográfico, el aumento de la renta disponible, el nacimiento de la clase media, y el crecimiento del mercado continental a través de African Continental Free Trade Area (AFCTA). En este sentido, una de las razones fundamentales de la inversión es la búsqueda de mercados con potencial de crecimiento (Dunning, 1988), puesto que un mercado de grandes dimensiones y en expansión permite que las empresas generen economías de escalas y alcance.

— *Ratificación y entrada en vigor de AFCTA*

Efectivamente, la ratificación y la entrada en vigor del acuerdo para la creación de una zona de libre comercio en el continente el 30 de mayo de 2019 puede suponer gran-

des oportunidades para las empresas que inviertan en el continente. En efecto, el acuerdo firmado por todas las economías africanas salvo Eritrea, un total de 55, contempla la creación de la mayor zona de libre comercio del mundo desde la creación de la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 1995. Se abre así un mercado de más de 1.200 millones de personas, un producto interior bruto de más de 3,4 billones de dólares y grandes perspectivas para el aumento de las exportaciones intrafricanas y por tanto de la diversificación, la integración de la región en las cadenas de valor globales y la generación de empleos. Por ello, las empresas españolas que se posicionen ya en este mercado y busquen alianzas con socios locales africanos, podrán aprovechar las oportunidades que surgirán en el futuro. Algunos sectores que se beneficiarán más directamente de la puesta en marcha de este gran mercado serán, en particular, el de los bienes de consumo, en particular la industria agroalimentaria y el de la movilidad, especialmente el del sector de automoción (Ernst & Young, 2023).

— *Búsqueda de eficiencia por menores costes y regulación más laxa*

A pesar del nacimiento de una creciente clase media en algunos de los países del continente africano, sigue existiendo una sustancial diferencia con el nivel de salarios en España, lo cual constituye una ventaja a la hora de invertir. Además, estas economías tienen en general menores costes fiscales y una regula-

ción laboral y medioambiental menos exigente, lo cual hace más atractiva la inversión para la producción allí. No obstante, es necesario tener en cuenta que el compromiso de la Unión Europea por la lucha contra el cambio climático irá obligando a las empresas a asumir progresivamente mayores costes en este sentido. Así, por ejemplo, el Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono de la Unión Europea, regulado en el Reglamento 2023/956 del Parlamento Europeo y del Consejo de 10 de mayo de 2023, aborda efectivamente el riesgo de fuga de carbono y fomenta una producción industrial más limpia en países no pertenecientes a la Unión Europea.

— *Necesidad de inversiones en estos países para mitigar y adaptarse al impacto del cambio climático*

De hecho, África será una de las regiones que sufrirá más el impacto del aumento de las temperaturas globales. Para hacer frente a ese desafío y cumplir con los objetivos que muchos de estos países se han marcado, serán necesarias mayores inversiones en ámbitos para descarbonizar la economía y apostar por la transición energética, por un lado y adaptarse a las consecuencias del aumento de las temperaturas, la escasez de agua, las inundaciones y la sequía. Como señalan la Agencia Internacional de Energías Renovables (IRENA) y el Banco Africano de Desarrollo, el potencial del continente en energía solar es de 7.900 GW, el de energía hidroeléctrica de 1.753 GW y de energía eólica de 461 GW. Las empre-

sas españolas son líderes en la construcción y gestión de infraestructuras para la provisión de este tipo de energías, además de la construcción de desaladoras, en el diseño de soluciones de regadío para hacer frente a la sequía o en modelos urbanísticos para hacer frente al aumento del nivel del mar en las costas.

— *Global Gateway de la Unión Europea*

Con esta iniciativa, la UE pretende movilizar hasta 300.000 millones de euros en inversiones sostenibles hasta 2027 en las infraestructuras digitales, de energía y de transporte, en salud, educación y en fomentar el talento, además del medioambiente y el cambio climático. De este modo, se pretende contribuir a la transformación socioeconómica, verde y digital a través de la aportación de fuentes innovadoras de financiación. Los tres tipos de fondos serán las donaciones, por un monto de hasta 18.000 millones de euros de los programas de ayuda externa de la UE; hasta 135.000 millones de inversiones realizadas por la UE a partir del EFSD+ (Fondo Europeo para el Desarrollo Sostenible) y otros instrumentos financieros, y 145.000 millones de inversiones a financiar por las instituciones financieras y de desarrollo europeas. El hito inaugural de Global Gateway fue el paquete de inversión África-Europa, con una inversión de aproximadamente 150.000 millones de euros destinados a reforzar la cooperación con los socios africanos, lo que representa más del 50 por 100 de la dotación total, para promover la inversión pública y privada en favor del crecimiento sosteni-

nible y la creación de empleo para su población joven y en expansión.

— *Política de materiales raros de la UE*

El acceso a un suministro sostenible y estable de materias primas críticas es un desafío compartido para la comunidad global, para la UE y para España, teniendo en cuenta nuestros intereses en energías renovables y la apuesta por vehículos eléctricos. Se necesitan minerales estratégicos para el desarrollo de la industria europea, en especial tierras raras, para la fabricación de imanes de alta potencia para motores eléctricos, baterías de iones de litio, pantallas de visualización, lámparas fluorescentes, sistemas de audio y vídeo y otros equipos de alta tecnología. También se requiere niobio, para los aceros especiales para la construcción y para aleaciones utilizadas en la producción de turbinas de gas, y cobalto, para baterías cargadas de iones de litio para vehículos eléctricos, dispositivos móviles y sistemas de almacenamiento de energía y litio para las baterías recargables para vehículos eléctricos y sistemas de almacenamiento de energía. Es cierto que China es el mayor productor mundial de materias primas críticas, pero algunos países africanos se encuentran entre los principales productores mundiales, como Sudáfrica, Marruecos o Nigeria, entre otros. Esas materias son esenciales para la actual transición verde y digital, como el litio, el cobalto, el vanadio, y para los sectores de defensa. Por todo ello, las empresas españolas se verán

cada vez más incentivadas a buscar inversiones en estos países que les permitan acceder a estas materias primas.

— *El alto nivel de endeudamiento de las economías africanas*

Aunque los niveles de endeudamiento del conjunto de la región se han estabilizado en torno al 60 por 100 desde 2021 y se espera que vayan descendiendo lentamente a partir de 2024 (FMI, 2023), del conjunto de países del continente, 36 países tienen problemas de endeudamiento o tienen un riesgo muy elevado de estarlo, mientras otros 16 se enfrentan a mercados de bonos extremadamente caros, ocho veces más que los de los países desarrollados. Debido a los elevados tipos de interés, la proporción media de recursos dedicados al pago del servicio de la deuda respecto a los ingresos públicos es en torno al 10,5 por 100 en la región, casi tres veces más que las principales economías avanzadas. Por ello, las autoridades africanas están insistiendo en atraer inversión como forma de crear valor añadido en sus sectores productivos, sin incrementar el endeudamiento público. En este sentido, la Unión Africana insiste en sus encuentros con la Unión Europea en que las inversiones son clave para la creación de empleo en la región.

La estrategia Horizonte África de la Secretaría de Estado de Comercio, revisada y actualizada en 2023, busca acompañar a las empresas españolas en sus iniciativas de inversión en el continente africano, usando sus instrumentos institucionales y financieros para mitigar el riesgo y promover la inversión privada en proyectos de interés para los países africanos

vinculados con el desarrollo de infraestructuras físicas en los sectores climático y energético, transporte, agroindustria, recursos hídricos y digitalización. Entre otras medidas, se pretende: I) estrechar la colaboración con otros países de la UE en el continente, fundamentalmente a través de la iniciativa Global Gateway, fomentando, además, la participación de las empresas españolas en proyectos de inversión desarrollados en el marco de la misma; II) diversificar y flexibilizar los instrumentos de apoyo financiero a la internacionalización; III) potenciar proyectos de inversión del sector privado, en particular, aquellos que puedan contar con apoyo financiero con cargo al Fondo de Internacionalización de la Empresa (FIEM) en esquemas de partenariado público privado; y IV) promover proyectos en esquemas de cofinanciación con las instituciones financieras internacionales.

VI. CONCLUSIÓN

La inversión española en África es un fenómeno reciente, pero con grandes posibilidades de aumentar en el medio plazo. Esta presencia con vocación de permanencia puede ser fundamental para contribuir a fomentar la diversificación de las exportaciones en este continente y, por tanto, del tejido productivo. No obstante, para ello es clave asegurar un buen nivel de educación de los países receptores y una mejora sustancial del entorno de negocios. En este sentido, hay que destacar la importancia de mejorar la educación básica para contar con una mano de obra formada, la necesidad de definir marcos regulatorios claros y estables y aumentar la seguridad jurídica para que el sector privado se pueda desarrollar efectivamente. Con esas condiciones, el flujo de inversión española podría ser un excelente instrumento para compartir el conocimiento y fomentar la diversificación exportadora

a través de nichos de creación de valor. Dado el elevado crecimiento de la población joven africana, las autoridades deberían fomentar ejes de diversificación productiva que tengan capacidad de generación de empleo, facilitando la llegada de fondos externos y el saber hacer de empresas como las españolas, en sectores clave para el desarrollo a largo plazo, como las iniciativas que faciliten la transición verde, la construcción de infraestructuras clave, la digitalización y la industria manufacturera, especialmente la de mayor contenido tecnológico. Existen en la actualidad factores que pueden animar a las empresas españolas a aprovechar las oportunidades existentes en el continente africano, apoyándose en los instrumentos que faciliten la minoración del riesgo.

NOTAS

(1) Nos vamos a fijar solamente en el dato de stock (última cifra disponible a 31 de diciembre de 2021) por estar los datos de flujo mucho menos consolidados. La fuente de todos los datos, cuadros y gráficos es el registro de inversiones de España, Secretaría de Estado de Comercio.

(2) Debido a irregularidades detectadas en los informes del *Doing Business* en 2018 y 2020, el Banco Mundial detuvo la publicación del informe y encargó una serie de revisiones sobre el informe y la metodología.

(3) Con el Tratado de Lisboa, la inversión extranjera directa pasa a ser una competencia exclusiva de la UE, integrándose en la Política Comercial Común. Como consecuencia, a partir de la entrada en vigor del Tratado el 1 de diciembre de 2009, la UE pasa a ser quien tiene la capacidad de negociar y firmar acuerdos de protección de inversiones, si bien, dado que estos acuerdos incluyen solución de diferencias inversor-Estado y esta es una competencia exclusiva de los Estados miembros (EE. MM.), los nuevos acuerdos europeos de protección de inversiones se consideran de competencia compartida y deben ser ratificados tanto por el Parlamento Europeo como por los EE. MM. No obstante, aunque de facto es competencia de la UE su negociación, y de hecho ya se han negociado algunos acuerdos a nivel UE (Canadá, Chile, etc.) los EE. MM. siguen pudiendo modernizar y negociar nuevos APPRI con países con los que no esté negociando la Comisión.

BIBLIOGRAFÍA

- AGYEMANG-BADU, A. A. y GALLARDO OLMEDO, F. (2020). Inversión directa extranjera en África: retos de futuro. *Información Comercial Española*, 914, pp. 37-56.
- ÁLVAREZ LÓPEZ, E., MYRO, R. y VEGA CRESPO, J. (2016). La inversión las empresas españolas exterior, ¿se reinicia la gran ola expansiva? *Papeles de Economía Española*, 150.
- ERNST & YOUNG. (2023). *Africa attractiveness report 2023*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2023). *World Economic Outlook*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2023). *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2023). *Africa-In Pursuit of Stronger Growth and Resilience*.
- GANDOY, R., DÍAZ-MORA, C., GONZÁLEZ-DÍAZ, B., MARTÍNEZ, C. y MERINO, F. (2023). *Value chains between EU countries and other member countries of the union for the Mediterranean*.
- MARÍN, A. (2020). *La empresa española en África subsahariana, estrategias, experiencias y riesgos*. REAL INSTITUTO ELCAÑO.
- REQUEJO, J. (2026). La incorporación de la economía española a los mercados mundiales. *La economía española en el reinado de Juan Carlos I, Información Comercial Española ICE. Revista de Economía*, 889-890, pp. 17-26.
- SECRETARÍA DE ESTADO DE COMERCIO. (2023). *Revisión de la Estrategia Horizonte África*, [https://comercio.gob.es/es-es/NotasPrensa/2023/Paginas/Revisi por 100C3 por 100B3n-Horizonte- por 100C3 por 10081frica.aspx](https://comercio.gob.es/es-es/NotasPrensa/2023/Paginas/Revisi%20por%20100C3%20por%20100B3n-Horizonte-%20por%20100C3%20por%2010081frica.aspx)
- ÚBEDA, F. y DURÁN, J. J. (2013). Factores determinantes de la multinacionalización de la economía española y su efecto en el comercio exterior. *Información Comercial Española ICE. Revista de Economía*, 870, pp. 11-30.
- UNCTAD. (2022). *Economic Development in Africa Report*.
- UNCTAD. (2023). *SDG Impact*.
- UNITED NATIONS. (2022). *World Population Prospects*.
- WORLD BANK COUNTRY CLIMATE AND DEVELOPMENT REPORT (CCDR) (World Bank, 2022).
- WORLD ECONOMIC FORUM. (2020). *The Global Competitiveness Report*.

COLABORACIONES

IV. MULTINACIONALES ESPAÑOLAS

Resumen

El estudio de las multinacionales (MN) es especialmente relevante al ser un reflejo hacia el exterior de su país de origen, pero no exento de complejidad. Este trabajo identifica las MN españolas (2022) y las caracteriza atendiendo a su grado de «multinacionalización» y localización geográfica de sus filiales extranjeras. También analiza cómo contribuyen en la creación de valor y su reparto entre los agentes implicados. Entre los principales resultados está la alta heterogeneidad observada entre las MN españolas que se refleja en su compromiso internacional (alta concentración en unos pocos grupos) y en la creación de valor y su reparto.

Palabras clave: multinacional, España, filial, creación de valor, *stakeholder*.

Abstract

The study of multinational corporations (MNCs) is of particular relevance, as they serve as an outward reflection of their country of origin. However, their study is not without complexity. This paper identifies Spanish MNCs in 2022 and characterizes them according to their degree of multinationalization and the geographical location of their foreign subsidiaries. Additionally, it analyzes their contribution to value creation and its distribution among the actors involved. The principal outcome is the pronounced heterogeneity among Spanish MNCs, as evidenced by their international engagement (high concentration in a few groups) and their value creation.

Keywords: multinational, Spain, subsidiary, value creation, *stakeholder*

JEL classification: D33, F23, M16.

CARACTERIZACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR DE LAS MULTINACIONALES ESPAÑOLAS

Marisa RAMÍREZ-ALESÓN (*)

Nuria ALCALDE-FRADEJAS

Manuel ESPITIA-ESCUER

Universidad de Zaragoza

I. INTRODUCCIÓN

La importancia de las multinacionales (MN) en el contexto económico global es ampliamente reconocida. Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon o Facebook, lideran el *ranking* mundial, y presentan ingresos superiores al conjunto de varias economías. Por ejemplo, Apple, la empresa más valiosa en 2023, alcanzó los 2,7 billones de euros de capitalización bursátil, casi el doble del PIB anual para España en ese mismo año (1,5 billones de euros) y valor únicamente superado por el PIB anual de siete economías mundiales (por orden, EE. UU., China, Alemania, Japón, India, Reino Unido y Francia), según datos del Fondo Monetario Internacional para 2023(1). Estas empresas son generadoras de valor (riqueza) y contribuyen al desarrollo económico de sus países, y con su expansión internacional, al desarrollo económico de todo el mundo.

Algunas MN españolas han conseguido escalar posiciones, situándose entre las 350 empresas con mayor capitalización bursátil mundial, grupos como el de Inditex (puesto 92), Iberdrola (191), Banco Santander (203) o BBVA (302)(2). Y llegan a 20, según *The Global 2000* (Forbes, 2023).

Un rasgo que caracteriza a las MN españolas es que la mayor actividad internacional se concentra en un número reducido de ellas. García-Canal *et al.* (2012), a pesar de identificar unas 2.469 multinacionales, constatan que son 16 las que concentran la mayor parte de las inversiones realizadas en el exterior durante 1986-2010. Es más, la mayoría de las multinacionales de su muestra (58 por 100) realizaron una única operación internacional en esos veinticinco años.

Desde entonces, el proceso de internacionalización de las empresas españolas ha avanzado progresivamente, pero poco se conoce de sus características y grado de «multinacionalización». Precisamente este se convierte en el primer objetivo de este trabajo. Se considera una multinacional a una organización integrada por filiales localizadas en el exterior, que son controladas desde su sede central última (Durán, 2020), que está ubicada en España (es decir, último inversor que no es controlado por ningún otro). La medida de su grado de «multinacionalización» se obtiene en base a una serie de indicadores que reflejan dos dimensiones diferentes: la amplitud de la «multinacionalización» (número de mercados en los que

opera) y su profundidad (actividad y filiales extranjeras).

El segundo objetivo es identificar la generación de rentas (creación de valor) de las MN españolas y el reparto de las mismas entre los diferentes partícipes o *stakeholders* que contribuyen a su obtención. Las MN favorecen el desarrollo de la economía nacional y, a través de sus filiales en el extranjero, el desarrollo de los distintos mercados en los que están presentes. Las empresas realizan actividades que satisfacen las necesidades de sus clientes, reconocen oportunidades tecnológicas, mejoran la eficiencia, generan empleo, pagan salarios, obtienen beneficios y pagan impuestos (Huerta y García Olaverri, 2023). Pero para realizar esa actividad económica requieren de la colaboración de los propietarios de los diferentes recursos necesarios (trabajadores, proveedores de recursos, agentes financieros, accionistas, Estado) que esperan ser recompensados por su contribución. En el trabajo se toma como referencia el valor añadido bruto generado por las MN no financieras españolas y su reparto entre los diferentes grupos de interés en el período 2018-2022.

Para alcanzar ambos objetivos se utiliza la base de datos Orbis como fuente de información principal. Esta base permite identificar las MN españolas, sus filiales y localizaciones, y ofrece información contable y financiera relacionada con el reparto del valor añadido. Se identifican 848 grupos multinacionales de propiedad última española en 2022, que presentan 16.447 filiales extranjeras localizadas en más de 160 mercados internacionales.

El trabajo se estructura de la siguiente forma. En la sección dos se realiza una breve revisión de las principales medidas del grado de «multinacionalización» utilizadas en la literatura. En la tercera sección se identifican las MN españolas y se describen brevemente para, la siguiente sección (cuarta), analizar su grado de «multinacionalización». La sección cinco profundiza en la localización de las filiales de las MN identificadas. En la sexta sección se realiza un análisis de la creación de valor de las MN no financieras y su reparto entre los principales partícipes o *stakeholders*; cuyo análisis temporal se presenta en la séptima sección. El último apartado recoge las principales conclusiones del trabajo.

II. MEDICIÓN DEL GRADO DE «MULTINACIONALIZACIÓN»

La «multinacionalización» hace referencia a la expansión de una empresa fuera de su mercado interno hacia mercados extranjeros (Hennart, 2011). A pesar de la aparente sencillez del concepto, uno de los principales obstáculos en el estudio de las multinacionales es precisamente su identificación y medición. La literatura ha ido proporcionando diferentes constructos y mediciones que se aproximan al grado de «multinacionalización» de una empresa, sin alcanzar un consenso generalizado sobre cómo medir correctamente este fenómeno (Nguyen, 2017). Por una parte, están aquellas que reflejan la profundidad de la «multinacionalización», generalmente manifestada a través de la actividad internacional de las filiales extranjeras de la empresa. Por otra, aquellas que miden la amplitud o alcance de la «multinacionalización», asociadas a la dispersión geográfica de sus

actividades en el extranjero (presencia en mercados o regiones geográficas). Pero sí que existe cierto acuerdo en considerar que esas medidas son complementarias y reflejan dimensiones diferentes de la internacionalización de la empresa, por lo que pueden combinarse.

Estas medidas, a su vez, pueden ser discretas o continuas. Las medidas discretas están basadas en el recuento de filiales extranjeras (Vernon, 1971; Berry, 2001; Chadha y Berrill, 2020) y/o de mercados geográficos en las que están presentes (Morck y Yeung, 1991; Lu y Beamish, 2004; Berrill y Hovey, 2018). Aunque estas medidas han sido criticadas porque proporcionan información simplista y potencialmente engañosa sobre la verdadera participación extranjera de la empresa (Rugman y Hoon, 2011), siguen siendo ampliamente utilizadas.

Las medidas continuas engloban un conjunto diverso entre las que se incluyen aquellas que se calculan como la relación entre el tamaño de las operaciones en el extranjero (a través de las ventas, activos, beneficios o filiales, entre otras) y el total de operaciones (Geringer *et al.*, 2000; Mathur *et al.*, 2001; Li, 2007; Yang *et al.*, 2013). Estas han sido de las más utilizadas para recoger el compromiso internacional de la empresa, pero tampoco están exentas de críticas, como ya pusieron de manifiesto Errunza y Senbet (1981, p. 415): «No solo son arbitrarias, sino que no serían comparables entre empresas o incluso entre filiales de una empresa multinacional». Además, tampoco permiten reflejar la dispersión de las actividades internacionales de la MN entre regiones geográficas heterogéneas. Precisamente, para cubrir este vacío, surgen otras

medidas continuas que utilizan índices de entropía basados en las ventas (Hitt *et al.*, 1997; Dass, 2000), en el número de empleados (Kim *et al.*, 1989, 1993) o en el número de filiales (Miller y Pras, 1980; Chkir y Cosset, 2001; Ramírez-Alesón y Espitia-Escuer, 2001a,b).

En definitiva, los problemas de medición existentes provocan que se observe una gran heterogeneidad en la literatura a la hora de identificar a las multinacionales y medir su grado de «multinacionalización», por lo que la tendencia es a utilizar varias medidas simultáneamente.

III. IDENTIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES ESPAÑOLAS

Estos problemas se agravan en España debido, además, a la dificultad para disponer de datos e información. No existen listados públicos oficiales que enumeren a las multinacionales españolas y, salvo algunas muy reconocidas como por ejemplo Inditex, Banco Santander, BBVA, Telefónica o Repsol, su identificación resulta compleja o puede dar lugar a malentendidos. Así, hay empresas como Endesa, Compañía Española de Petróleos, Fomento de Construcciones y Contratas o NH Hotel Group que, aunque tienen su origen en España y/o una larga vinculación con nuestro país, han sido objeto de compras por empresas extranjeras, convirtiéndose en filiales de multinacionales extranjeras. Otras, como Ferrovial, han optado, recientemente, por localizar su sede social fuera de España.

En este trabajo se considera como multinacional española al grupo empresarial con sede

social en España que ejerce la propiedad y el control de un conjunto de filiales (aunque se traten de entidades jurídicamente independientes), algunas de las cuales se encuentran localizadas en el extranjero. Es decir, aquel grupo empresarial con filiales fuera de España cuya última matriz dominante es española.

Para su identificación se parte de la base de datos *Orbis* que ofrece información tanto sobre la propiedad de la matriz última, el conjunto de sus filiales nacionales y extranjeras, como la información consolidada del grupo empresarial, la cual ofrece una visión conjunta, integrando la información tanto de la matriz como de las filiales, independientemente de su localización geográfica. De esta forma, se identifican 848 MN activas con sede en España y con al menos una filial extranjera en el año 2022(3). En concreto, acaparan un total de 37.255 filiales, de las cuales 16.447 filiales están presentes en 163 mercados internacionales repartidos por todo el mundo. Cabe indicar que se han realizado algunos ajustes previos a la obtención final de la muestra, tales como eliminar cualquier matriz intermedia que perteneciese a un grupo empresarial dentro de la muestra. Por ejemplo, Prosegur Compañía de Seguridad y Prosegur Cash aparecían como dos grupos multinacionales distintos, si bien Prosegur Compañía de Seguridad es matriz de Prosegur Cash (posee el 85 por 100 de sus acciones) y, por tanto, sus cuentas consolidadas ya incluyen la información de Prosegur Cash. O cuando se observaba la existencia de dos empresas distintas que identifican al mismo grupo, la empresa *holding* y la que desarrolla la actividad económica, se ha seleccionado finalmente

esta última una vez comprobado que refleja mejor la actividad del grupo empresarial (por ejemplo, en el caso de Pontegadea e Inditex, se ha optado por dejar en la muestra a Inditex). Además, se ha prestado atención a aquellas empresas con CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) 6420 (actividad de *holding*) o 7010 (actividad de sede central) buscando información que permitiera sectorizarlas en el caso de tener una actividad no financiera (por ejemplo, aparece como matriz de grupo multinacional español la empresa Avot Inversiones que tiene código CNAE 6420, pero cuyas cuentas consolidadas reflejan la actividad del grupo Antolin-Irausa dedicado a la fabricación de componentes para el automóvil).

Aunque no se puede identificar correctamente el grado de representatividad de la muestra, al no existir estadísticas oficiales sobre MN españolas, se puede establecer que la muestra es adecuada para alcanzar los objetivos propuestos. En primer lugar, porque se ha comprobado que las MN españolas altamente reconocidas se encuentran dentro de la muestra. En segundo lugar, porque la representación de las empresas que cotizan en el mercado continuo de valores, mayoritariamente con actividad internacional, es alta (83 por 100). Y, porque al utilizar como aproximación la información sobre grupos empresariales no financieros proporcionada por la Central de Balances del Banco de España (CBBE, 2022), se observa que la cobertura es del 84 por 100, siendo superior al 48 por 100 cuando se detalla por sectores. A este respecto, cabe señalar que la actividad económica (sector) que desarrollan las empresas se recoge a través de la clasificación NACE Rev. 2 a 4

CUADRO N.º 1.
BREVE DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

ACTIVO (MILLONES DE EUROS)					
SECTOR	NÚMERO MN	MEDIA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIACIÓN TÍPICA
Energía	20	1.5620	43,8	154.667	36.174,7
Industria	218	662	11,4	29.983	2.627,3
Comercio y hostelería	116	511	10,6	14.244	1.507,3
Información y comunicaciones	34	5.136	4,1	109.642	20.033,2
Construcción e inmobiliarias	109	1.363	14,0	37.580	4.762,0
Transporte y almacenaje	30	1.920	15,8	39.303	7.308,9
Financieras y seguros	57	64.237	15,3	1.734.659	257.749,1
Resto	264	436	3,8	12.051	1.102,4
Total	848	5.511	3,8	1.734.659	68.550,9
NÚMERO DE EMPLEADOS					
SECTOR		MEDIA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIACIÓN TÍPICA
Energía		5.134	127	40.090	9891,5
Industria		2.204	17	164.997	11.588,3
Comercio y hostelería		2.876	1	70.865	9.337,3
Información y comunicaciones		6.508	30	103.651	19.843,6
Construcción e inmobiliarias		3.285	2	126.786	13.746,6
Transporte y almacenaje		3.857	33	66.044	12.215,8
Financieras y seguros		9.878	13	206.462	31.814,4
Resto		2.036	1	141.800	10.141,2
Total		3.199	1	206.462	14.002,6

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

dígitos y se agrupa siguiendo los criterios que utiliza el Banco de España para clasificar a los grupos empresariales no financieros en siete sectores, a los que se añade el sector de la actividad financiera y de seguros, obteniendo finalmente ocho sectores: energía, industria, comercio y hostelería, información y comunicaciones, construcción y actividades inmobiliarias, transporte y almacenaje, actividad financiera y de seguros y resto.

De acuerdo a los balances consolidados, las MN españolas identificadas acumulan unos activos totales de más de 4,6 billones de euros y da empleo directo a

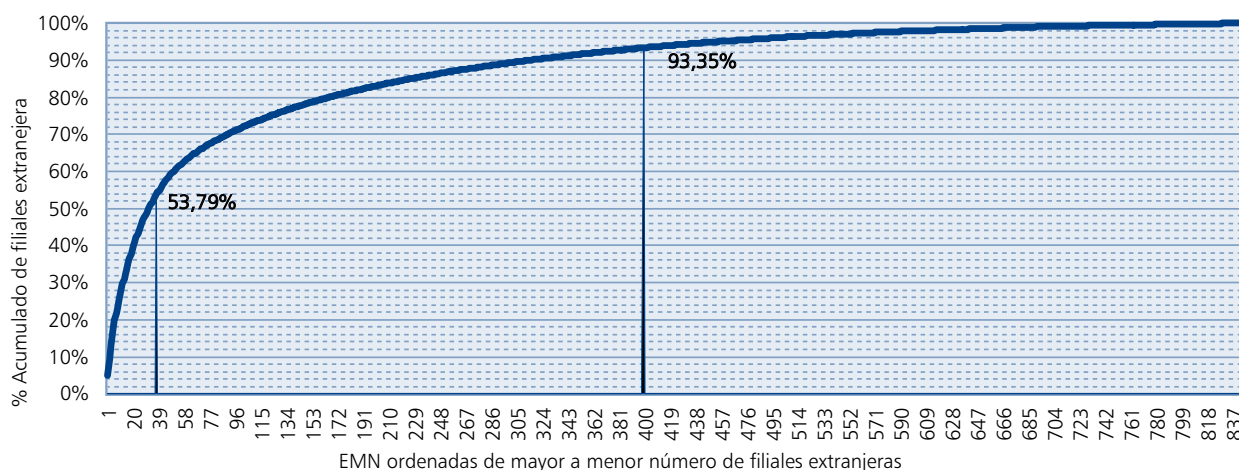
2.712.488 personas. Atendiendo a los umbrales establecidos en la Directiva Delegada (UE) 2023/2775 de la Comisión de 17 de octubre de 2023 que ajusta los criterios de tamaño de las empresas o grupos, el 83,5 por 100 de nuestra muestra son grupos grandes (708 de los 848 identificados). La distribución de la muestra en los ocho sectores mencionados, así como los estadísticos descriptivos de los activos totales y número de empleados en cada sector aparecen reflejados en el cuadro n.º 1.

Las MN de mayor tamaño medio se sitúan en los sectores financiero, energía, e información y comunicaciones. Cabe destacar,

además, que en todos los sectores se observa que las MN son muy heterogéneas en tamaño, tal y como muestra el alto valor de la desviación típica. En todos ellos existe un reducido número de MN de gran tamaño que concentran la mayor parte de los activos y el empleo.

Además, analizando el número de filiales se observa que la «multinacionalización» es un fenómeno heterogéneo, con grandes diferencias en el número de filiales controladas por las diferentes MN. Solamente hay 37 MN que cuentan con más de 100 filiales en el extranjero, acumulando en conjunto 8.847 filiales en el extranjero (el 53,8 por 100 del total de filiales

GRÁFICO 1
CURVA DE LORENZ (FILIALES EXTRANJERAS)



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

extranjeras identificadas). Las MN que tienen entre 6 y 100 filiales extranjeras son 362 y acumulan 6.507 filiales (39,6 por 100 del total). Finalmente, 449 MN, más de la mitad de la muestra (52,9 por 100), tienen menos de 6 filiales en el extranjero, acumulando 1.093 filiales (6,6 por 100 del total). Estas asimetrías se reflejan en el gráfico 1, donde se representa la curva de Lorenz calculada acumulando el número de filiales extranjeras. Se mantiene la alta concentración empresarial que se había observado en los estudios que analizaban la inversión directa española en el exterior a finales del siglo XX (p.e., Durán 1989) o principios del XXI (por ejemplo, García-Canal *et al.*, 2012).

IV. DESCRIPCIÓN DEL GRADO DE «MULTINACIONALIZACIÓN»

La descripción del grado de «multinacionalización» de las MN españolas identificadas se obtiene al calcular aquellas medidas de profundidad y alcance, habitualmente utilizadas en la literatura

previa, para las que hay disponibilidad de datos, y que resultan complementarias entre sí, dando una perspectiva holística del fenómeno. En concreto, estas se basan en el número de filiales en el extranjero y en su localización, que son los dos atributos de la «multinacionalización» más utilizados en la literatura (por ejemplo, Aggarwal *et al.*, 2011; Nguyen, 2017). El número de filiales en el extranjero y su peso sobre el total de filiales permiten aproximarse al compromiso internacional que tiene la empresa, siendo mayor cuanto más altos sean sus valores. El número de mercados extranjeros mide el alcance o la amplitud de la expansión internacional. En el ámbito de la internacionalización, se consideran mercados diferentes no solo a los países, sino también a aquellas zonas geográficas con características especiales y con autonomía (como son el caso de Hong Kong perteneciente a China; o Gibraltar a Gran Bretaña). En el presente trabajo se han identificado 163 mercados, a los que se le añade una zona que

no está identificada en la base de datos (definida como desconocida). El número medio de filiales por mercado geográfico es otra medida de profundidad de la internacionalización porque permite observar si existe cierta concentración de filiales en determinados mercados. Estos mercados se han agrupado en ocho regiones geográficas, siguiendo el criterio establecido en la base Orbis, con la única excepción de incluir la Unión Europea de los 26 (no incluye España), por ser una zona de mercado único para las empresas españolas y donde su presencia es muy alta. Así, las regiones geográficas son las siguientes: Unión Europea, Resto de Europa, América del Norte, Resto América, Extremo Oriente y Asia Central, Oriente Medio, África y Oceanía. Se añade una zona con los mercados para los que no se conoce su localización en el extranjero, denominada Desconocida.

El análisis del número de filiales y el número de regiones por separado no permite identificar si las empresas optan por estar

muy dispersas en los mercados (muchos países y/o regiones, pero con poca presencia de filiales en cada mercado) o concentrarse en unos pocos países/regiones (pocos países y/o regiones, pero con una gran presencia de filiales en ellos). Para corregir este problema se calcula el índice de diversificación de mercado global (GMD, por sus siglas en inglés), desarrollado por Miller y Pras (1980), que se basa en los índices de concentración y permite medir la diversificación geográfica de una empresa, siendo más diversificada cuanto mayor sea el valor del índice. La formulación de esta medida, que se basa en el porcentaje de filiales que posee una empresa en la región «a» ($a=1, 2, \dots, N$) sobre el total de filiales en el extranjero (f_a), es la siguiente:

$$GMD = -\sum_{a=1}^N f_a \ln f_a$$

Todas estas variables y sus principales estadísticos se recogen en el cuadro n.º 2. Se observa que las MN de la muestra tienen en media unas 19 filiales extranjeras presentes en seis

mercados pertenecientes a casi tres regiones geográficas. La importancia de las filiales extranjeras sobre el total de filiales en el grupo es alta, siendo del 47 por 100, reflejando que, para cada filial en España, se dispone de otra en el extranjero. Sin embargo, se vuelve a observar que entre las MN españolas existe una gran asimetría (alta heterogeneidad) en términos de su presencia o compromiso internacional, atendiendo a los valores mínimos, máximos y su desviación estándar. Así, destaca la alta variabilidad observada en el número de filiales extranjeras que va desde una única filial hasta más de 800 (este último corresponde a Iberdrola). De forma similar, se observa que el número de mercados extranjeros en los que desarrollan actividad va desde un solo mercado a 77 (47 por 100 del total de mercados). O el porcentaje de filiales extranjeras sobre el total de filiales de la MN que representa desde el 1 por 100 al 100 por 100.

Esta alta heterogeneidad se detalla mejor cuando clasificamos a las MN en tres categorías atendien-

do a si el número de filiales extranjeras es inferior a 6, entre 6 y 100 o dispone de más de 100 filiales repartidas por el mundo (cuadro n.º 2). Los valores medios obtenidos en cada categoría presentan notables diferencias entre ellos, destacando los de las categorías extremas, siendo la categoría central (6-100 filiales extranjeras) la que tiene valores más próximos a los observados para el total de la muestra.

La internacionalización no afecta por igual a todos los sectores, ni todos tienen el mismo grado de participación, tradición o experiencia internacional (cuadro n.º 3). Destacan tres sectores porque sus multinacionales son las más activas en el ámbito internacional, aunque no sean las más numerosas, observándose diferencias entre ellos. En estos sectores la presencia de MN con más de seis filiales supera ampliamente el 50 por 100. Las 20 multinacionales del sector energético tienen en promedio más del 50 por 100 de sus filiales en el exterior, con casi 100 filiales repartidas en 13 mercados de cuatro regiones geográficas diferentes. El 30 por 100 de las MN de este

CUADRO N.º 2.
DESCRIPTIVOS DEL GRADO DE «MULTINACIONALIZACIÓN» DE LAS MN ESPAÑOLAS

GRADO DE «MULTINACIONALIZACIÓN»	MEDIA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIACIÓN ESTÁNDAR	FILIALES EXTRANJERAS (MEDIA)		
					<6	6-100	>100
Número filiales extranjeras	19,40	1,00	803,0	59,36	2,43	17,98	239,11
Filiales extranjeras/filiales totales	0,47	0,01	1,00	0,28	0,39	0,56	0,66
Número mercados extranjeros	6,09	1,00	77,00	8,17	1,89	8,58	32,70
Filiales extranjeras/mercado	2,07	1,00	24,33	2,21	1,35	2,38	7,86
Número de regiones	2,69	1,00	8,00	1,82	1,54	3,66	7,11
Mercado/región	1,86	1,00	9,63	1,18	1,25	2,34	4,51
GMD	0,64	0,00	1,92	0,54	0,32	0,96	1,38

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

CUADRO N.º 3.
DESCRIPCIÓN DEL GRADO DE «MULTINACIONALIZACIÓN» POR SECTOR

GRADO «MULTINACIONALIZACIÓN»		ENERGÍA	INDUSTRIA	COMERCIO Y HOSTELERÍA	INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS	TRANSPORTE Y ALMACENAE	FINANCIERAS Y SEGUROS	RESTO
Número de MN	<6	6	128	65	16	63	17	24	130
	6-100	8	83	49	15	39	12	26	130
	> 100	6	7	2	3	7	1	7	4
	Total	20	218	116	34	109	30	57	264
Total filiales extranjeras		1.988	2.991	1.122	930	2.690	485	2.929	3.312
Media filiales extranjeras		99,40	13,72	9,67	27,35	24,68	16,17	51,39	12,55
Filiales extranjeras/filiales totales		0,53	0,56	0,50	0,68	0,33	0,51	0,38	0,44
Número mercados extranjeros		12,85	5,74	4,69	9,26	6,29	4,57	8,09	5,73
Filiales extranjeras/mercado		5,52	1,70	1,76	1,89	2,28	2,25	3,64	1,84
Número de regiones		3,80	2,68	2,40	3,21	2,50	2,30	2,95	2,73
Mercado/región		2,75	1,80	1,62	2,33	1,89	1,79	2,13	1,82
GMD		0,74	0,67	0,58	0,81	0,56	0,49	0,63	0,67

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

sector tienen más de 100 filiales extranjeras, destacando especialmente grupos multinacionales como el de Iberdrola (con más de 800 filiales extranjeras repartidas por todo el mundo), seguido por Naturgy (con 298) o Repsol (con 264). Las multinacionales del sector de información y comunicaciones (34) son las que en media tienen el mayor índice de diversificación global y la mayor proporción de filiales en el exterior sobre el total de filiales (68 por 100), aunque el número medio de filiales en el exterior baja notablemente con respecto a las del sector energético. Telefónica (217 filiales extranjeras), Amadeus IT Group (210) o Indra (158) destacan en este sector. En el sector financiero y de seguros se han identificado 57 multinacionales que tienen en promedio 51 filiales repartidas en ocho mercados pertenecientes a unas cuatro regiones geográficas diferentes.

El Banco Santander (con 768 filiales extranjeras), Acek Desarrollo y Gestión industrial (278), Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (271) o Cantiles XXI (233) son las multinacionales financieras con mayor número de filiales en el extranjero.

Precisamente, la mayoría de las MN destacadas tienen una larga y consolidada experiencia internacional que se inició o reforzó en los años noventa, al concurrir al proceso de privatización y liberalización que afectó a estos sectores en América Latina.

El sector con un menor promedio de filiales en el extranjero es el de comercio y hostelería (9,67) aunque una de cada dos filiales está fuera de las fronteras nacionales, en unos cinco mercados pertenecientes a 2,4 regiones geográficas. Se observa que el número medio de filiales por mercado es de los más bajos (junto

con industria), lo que podría estar reflejando una preferencia por la concentración (pocos mercados con amplia presencia en ventas), aunque no se puede comprobar al no disponer del dato de ventas en cada mercado. Es el sector con menor proporción de MN con más de 100 filiales extranjeras, identificándose solo dos: Meliá Hotels International con una gran tradición internacional (129 filiales extranjeras) y Hoteles Turísticos Unidos (124).

V. PRINCIPALES MERCADOS DE DESTINO

Los principales destinos de las multinacionales españolas han ido cambiando a lo largo del tiempo, aunque reflejando un fuerte carácter birregional entre América y Europa (Durán, 2022). Esta preferencia se observa también en nuestra muestra, tanto cuando se analiza por número de MN dife-

rentes como por número de filiales extranjeras localizadas en esas regiones geográficas, aunque con algunas diferencias (véase el cuadro n.º 4). A pesar de esa concentración geográfica, que ha caracterizado a la internacionalización de las multinacionales españolas (García-Canal *et al.*, 2012), se observa que en la actualidad han expandido sus filiales en casi todos los mercados del mundo (se han identificado 163 mercados).

Las regiones geográficas donde hay una mayor presencia de MN españolas son la Unión Europea (635 MN) y el Resto de América (472). A cierta distancia le siguen en importancia Resto de Europa (299) y América del Norte (289). Estas regiones también son las que acogen un mayor número de filia-

les españolas, pero Resto de América pasa a ser la zona en la que se localizan un mayor número de filiales (4.735), aunque levemente superior a la de la Unión Europea (4.623), quizás debido a que Gran Bretaña ya no forma parte de ella y ha sido un mercado de destino habitual de las empresas españolas.

Cuando la unidad de análisis es el mercado de destino, Portugal es el país con mayor presencia de MN españolas (359), seguido de México (288) y Estados Unidos (286). Le siguen en importancia los países europeos y del Resto de América que han sido destinos habituales de las MN. Marruecos (con 145 MN) y China (con 115 MN) han escalado posiciones y actualmente se encuentran entre los 15 mercados con mayor presencia

de MN españolas. Atendiendo a la presencia de filiales españolas, la importancia de los mercados varía, observándose que el mercado prioritario es el estadounidense (2.435 filiales) con más del doble de filiales que los siguientes países en importancia que son México (1.187) o Portugal (1.092). García-Canal *et al.*, (2012) mostraron que fue a partir del 2006 cuando se empieza a observar esta evidencia, que se mantiene en la actualidad. Con menos de 1.000 filiales, pero en puestos destacados, se encuentran Brasil, Gran Bretaña, Chile y Francia.

El análisis sectorial muestra que las principales regiones geográficas son mayoritariamente las mismas (cuadro n.º 5), aunque su importancia varía y, espe-

CUADRO N.º 4.
PRINCIPALES REGIONES GEOGRÁFICAS Y MERCADOS DE LAS MN ESPAÑOLAS

REGIÓN GEOGRÁFICA	NÚMERO MN	PRINCIPALES MERCADOS (> 100 MN)	NÚMERO FILIALES EXTRANJERAS	PRINCIPALES MERCADOS (> 500 FILIALES)
Unión Europea	635	Portugal (359)	4.623	Portugal (1092)
		Francia (233)		Francia (570)
		Italia (206)		Alemania (544)
		Alemania (177)		Italia (540)
		Polonia (118)		
Resto de Europa	299	Gran Bretaña (215)	1.393	Gran Bretaña (869)
América del Norte	289	EE. UU. (286)	2.749	EE. UU. (2.435)
Resto de América	472	México (288)	4.735	México (1.187)
		Brasil (190)		Brasil (958)
		Colombia (168)		Chile (719)
		Chile (165)		
		Perú (128)		
		Argentina (114)		
Extremo Oriente y Asia Central	219	China (115)	942	
Oriente Medio	95		278	
África	217	Marruecos (145)	651	
Oceanía	53		432	
Desconocida	66		644	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

cialmente, cuando se analizan los mercados de destino. Las MN del sector energético muestran preferencia por el continente americano, siendo los principales destinos EE. UU., Brasil y México. Le siguen en importancia la Unión Europea y Oceanía, donde Australia destaca por posicionarse como el tercer mercado de destino más importante. En el sector industria es la Unión Europea la región geográfica preferente, con un mayor número de filiales extranjeras, donde destacan países como Francia e Italia (en el tercer y quinto puesto). A cierta distancia, se encuentra el Resto de América, siendo México el destino prioritario de la zona y el segundo más importante para las MN industriales. Finalmente, destacan América del Norte con EE. UU. (primer mercado) y Extremo Oriente y Asia Central con China (cuarto mercado). En el sector comercio y hostelería se observa una preferencia por la Unión Europea (con países como Portugal, Italia y Francia) y Resto

de América (México). Aunque el Resto de Europa es la tercera región en la que se localizan más filiales, ningún país se encuentra entre las cinco primeras posiciones. Sin embargo, Estados Unidos vuelve a ser un mercado de destino habitual (tercero en importancia) y destaca Marruecos (África) en sexta posición. Las MN de la información y comunicaciones se encuentran principalmente en las regiones geográficas de América y Europa, destacando Estados Unidos 1º, Brasil 2º, México 3º, Gran Bretaña 4º y Chile 5º como los mercados en los que se han localizado un mayor número de filiales. Las MN que se dedican al transporte y almacenaje localizan sus filiales en la Unión Europea en países como Polonia o Portugal, pero es Gran Bretaña (Resto de Europa) el principal mercado de destino, seguido por Estados Unidos (América del Norte). En un sexto puesto destaca Sudáfrica como país de destino más importante. Para las MN del sector financiero y de seguros,

las regiones de Resto de América (México y Chile) y Unión Europea (Portugal y Luxemburgo) son los más importantes, pero vuelve a ser Estados Unidos (América del Norte) el mercado donde más filiales se localizan. Finalmente, las MN que se dedican al resto de actividades presentan pautas similares, donde el Resto de América (México y Chile), la Unión Europea (Portugal) y América del Norte (Estados Unidos) vuelven a destacar. Para estos grupos, el Resto de Europa con Gran Bretaña como mercado preferente, les sigue en importancia.

VI. CREACIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE VALOR ENTRE PRINCIPALES STAKEHOLDERS

El segundo de los objetivos propuestos es identificar la creación de valor de las MN españolas y su reparto entre los diferentes partícipes o *stakeholders* que contribuyen a su obtención.

Cabe recordar que el objetivo último de las empresas en general es crear valor, pero no solo valor para los accionistas o propietarios, sino valor para todos los *stakeholders* o interesados en la empresa. Así, los modelos de gestión empresarial dominantes en los últimos años, impulsados por declaraciones como la del Business Roundtable Statement en 2019 o el Manifiesto de Davos en 2020, profundizan en el análisis del reparto de las rentas generadas por la empresa entre los diferentes grupos de interés. Su sustento teórico se halla en la teoría de los *stakeholders* (Freeman, 1984), según la cual la actividad de la empresa no debe ser percibida únicamente como un mecanismo de generación de beneficios para los propietarios (teoría del accionista de Friedman, 1962),

CUADRO N.º 5. NÚMERO DE FILIALES POR REGIÓN GEOGRÁFICA Y SECTOR

ÁREA GEOGRÁFICA	ENERGÍA	INDUSTRIA	COMERCIO Y HOSTELERÍA	INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES	CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS	TRANSPORTE Y ALMACENAJE	FINANCIERAS Y SEGUROS	RESTO
Unión Europea	281	1.024	402	201	610	149	920	1.036
Resto de Europa	105	284	100	84	143	98	273	306
América del Norte	568	479	77	134	513	101	451	426
Resto de América	523	594	371	360	760	50	959	1.118
Extremo Oriente y Asia Central	33	363	46	52	97	8	93	250
Oriente Medio	24	44	8	24	71	7	14	86
África	27	102	92	34	118	45	39	194
Oceanía	152	25	4	8	145		45	53
Desconocida	56	76	22	33	233	27	135	62

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

sino como una herramienta para la creación y distribución de valor entre los grupos de interés.

El valor añadido, definido como diferencia entre el valor de la producción final y el valor de los consumos en el proceso de producción, constituye una medida del valor generado por la empresa a través de sus propios procesos. Representa una medición del primer excedente empresarial, el cual se distribuye entre los diversos stakeholders (empleados, proveedores de capital propio y ajeno, Estado y reinversión en el propio negocio).

El reparto de rentas en las MN es un tema complejo que involucra múltiples factores y actores. Una gestión equilibrada y justa de las rentas por parte de las MN puede contribuir al desarrollo económico sostenible y a la reducción de desigualdades tanto en el país de origen (en este caso, España) como en los mercados internacionales donde estas empresas multinacionales operan. El objetivo de este apartado es, pues, cuantificar el valor añadido generado por el agregado de las MN españolas y su reparto entre los principales grupos de interés (4).

La base de datos *ORBIS* proporciona información sobre el valor añadido de las empresas, calculando el mismo como la suma de las remuneraciones percibidas por los diferentes partícipes en la empresa. Así, el dato de valor añadido que proporciona la base resulta de la suma de los gastos de personal (GP), gastos financieros (GF), gastos por depreciación/amortización (GD), gastos por impuestos (TAX) y beneficio neto (BN) de cada empresa. Atendiendo a su generación cabe hablar, por tanto, del valor añadido bruto total generado por la empresa (VAB), el cual resulta de la suma del valor añadido bruto a través de

la actividad principal de la empresa (valor de la producción derivada de la actividad de la empresa menos el importe de los bienes y servicios consumidos para ello) más los ingresos financieros y los resultados extraordinarios.

La información sobre el VAB no está disponible para una gran parte de los grupos financieros o de seguros, cuya contabilidad es específica y resulta diferente a la utilizada en el resto de las actividades. Por tanto, para este análisis, se han considerado exclusivamente las MN no financieras identificadas en 2022 (791). De este conjunto, se han excluido 13 MN para las que la base de datos no presentaba la información necesaria, obteniendo una muestra final de 778 MN no financieras.

En conjunto, las MN españolas no financieras de esta muestra generaron alrededor de 183.050 millones de euros en 2022. Esta

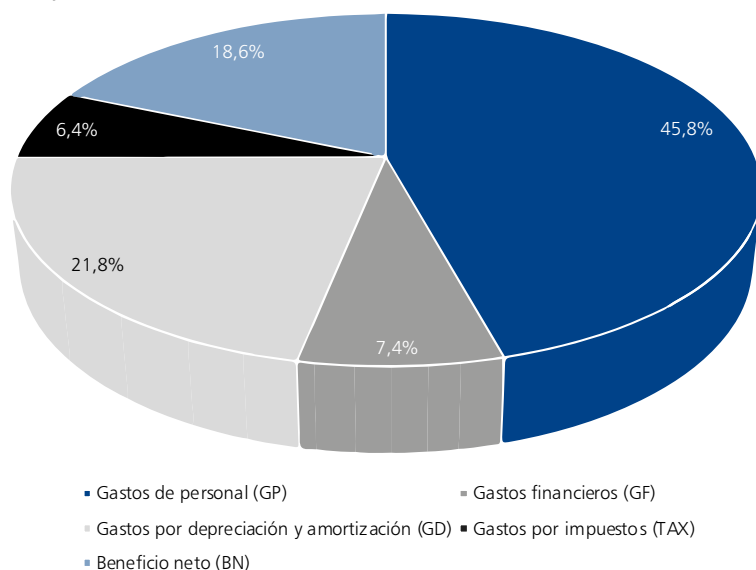
cifra representa el 80 por 100 del VAB que reporta el Banco de España para los grupos consolidados no financieros en 2022 (227.229 millones de euros) (5), y se sitúa cerca del PIB que en 2022 reportaron algunos países enteros como Grecia (208.030 millones de euros).

Considerando el agregado de las MN de la muestra, en el gráfico 2 se representa la distribución de las rentas generadas en 2022 entre los diferentes partícipes o *stakeholders*.

Como se observa en el gráfico 2, los trabajadores perciben alrededor del 46 por 100 de las rentas generadas, mientras que el 54 por 100 restante son rentas no laborales, destinadas a retribuir a los proveedores de financiación ajena (7,4 por 100), contribuir a la Hacienda pública a través del pago de impuestos (6,4 por 100) y rentabilizar al factor capital, me-

GRÁFICO 2
REPARTO DE LAS RENTAS GENERADAS

Porcentajes



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en *Orbis*.

CUADRO N.º 6.
REPARTO DE RENTAS GENERADAS EN LAS MN EN MEDIA Y POR PERCENTILES
Porcentaje

	MEDIA	PERCENTIL 25	PERCENTIL 50 MEDIANA	PERCENTIL 75
Gastos de personal (GP)	63,1	47,3	62,8	77,2
Gastos financieros (GF)	5,4	0,9	2,4	5,6
Gastos por impuestos (TAX)	4,5	1,1	4,1	8,1
Gastos por depreciación y amortización (GD)	15,3	6,4	11,5	18,2
Beneficio neto (BN)	11,7	4,7	14,4	27,6

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

diante las dotaciones a la regeneración de los equipos productivos (21,8 por 100) y el beneficio neto obtenido por los propietarios (18,6 por 100). Dicho beneficio ha podido ser reinvertido en la actividad empresarial o repartido entre los propietarios mediante dividendos, pero sobre este aspecto no se dispone de información.

El reparto de rentas observado es muy similar al que se deduce de los datos correspondientes a 2022

presentados por el Banco de España para los grupos consolidados no financieros españoles (44 por 100 rentas laborales y 56 por 100 rentas no laborales) (6). Estas cifras agregadas esconden, sin embargo, una elevada heterogeneidad. Así, como puede observarse en el cuadro n.º 6, en el que se reflejan la media simple y las medidas de posición (cuartiles) obtenidas a partir de los datos de reparto individuales, en la mitad de las MN no financieras identificadas la partici-

CUADRO N.º 7.
REPARTO DE RENTAS GENERADAS POR SECTOR

SECTOR	NÚMERO DE MN	GASTOS DE PERSONAL (%)	GASTOS FINANCIEROS (%)	IMPUESTOS (%)	GASTOS DE DEPRECIACIÓN (%)	BENEFICIO NETO (%)
Energía	20	18,0	11,1	13,1	26,7	31,1
Industria	214	48,4	3,2	7,4	17,4	23,5
Comercio y hostelería	115	56,9	3,8	5,0	14,6	19,8
Información y comunicaciones	34	37,3	9,9	2,8	40,8	9,2
Construcción e inmobiliarias	105	64,2	7,9	4,1	10,3	13,5
Transporte y almacenaje	30	59,5	10,1	1,1	23,5	5,7
Resto	260	63,8	4,9	4,6	12,8	13,9
Total general	778	45,8	7,4	6,4	21,8	18,6

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

pación de las rentas laborales en el VAB supera el 62,8 por 100. Es importante señalar, por tanto, que los resultados derivados de los datos agregados que se presentan en el gráfico 2 vienen determinados especialmente por lo que ocurre en las grandes MN, pero no serían representativos de aquellas MN con menor compromiso internacional, existiendo una alta heterogeneidad entre ellas que depende de múltiples factores tales como su tamaño, sector de actividad, productividad, situación financiera, etc.

Uno de los factores que más afecta a la distribución de la renta entre los diferentes partícipes es la actividad económica (cuadro n.º 7). Así, las actividades en las que la participación de los trabajadores en las rentas generadas ha sido más elevada en 2022 son aquellas más intensivas en mano de obra como la construcción e inmobiliarias y todas las actividades incluidas en el sector servicios (transporte y almacenaje, comercio y hostelería, y resto), a excepción de informaciones y comunicaciones, actividad considerada por el Instituto Nacional de Estadística como de alta tecnología o tecnología punta (por ejemplo, en el grupo liderado por Telefónica la participación de los gastos de personal en el VAB es un 29 por 100). La participación más baja de las rentas laborales en las rentas totales se produce en el sector energético. Así, por ejemplo, en Iberdrola y Repsol los gastos de personal suponen alrededor del 17 por 100 del VAB.

Prestando atención ahora a la participación de los beneficios netos en las rentas generadas, se sitúan a la cabeza los sectores de energía (31,1 por 100) (7), industria (23,5 por 100) y comercio y hostelería (19,8 por 100).

Al estudiar el peso de las rentas laborales en el total de rentas generadas, resulta interesante descomponerlo en sus factores determinantes. Así, la participación de los gastos de personal en el VAB puede expresarse como el cociente entre el gasto medio por empleado y la productividad por empleado, tal como se recoge en la siguiente expresión:

$$\frac{GP}{VAB} = \frac{\frac{GP}{n_{empl}}}{\frac{VAB}{n_{empl}}} = \frac{W}{P}$$

Siendo GP los gastos de personal, VAB el valor añadido bruto total, n_{empl} el número de empleados, W la retribución o gasto medio por empleado (8) y P la productividad por empleado.

Por tanto, la proporción de las rentas generadas que se destina a los trabajadores puede aumentar ya sea por un incremento del gasto medio por empleado, o por una disminución de su productividad. Es decir, cuanto más elevada sea la retribución del factor trabajo en relación a su productividad, mayor será la participación de los trabajadores en las rentas generadas. La inversa de esta ratio (P/W) se considera habitualmente como

indicador de competitividad. Así, cuanto mayor sea la productividad del factor trabajo en relación a su retribución, mayor es la competitividad de la empresa.

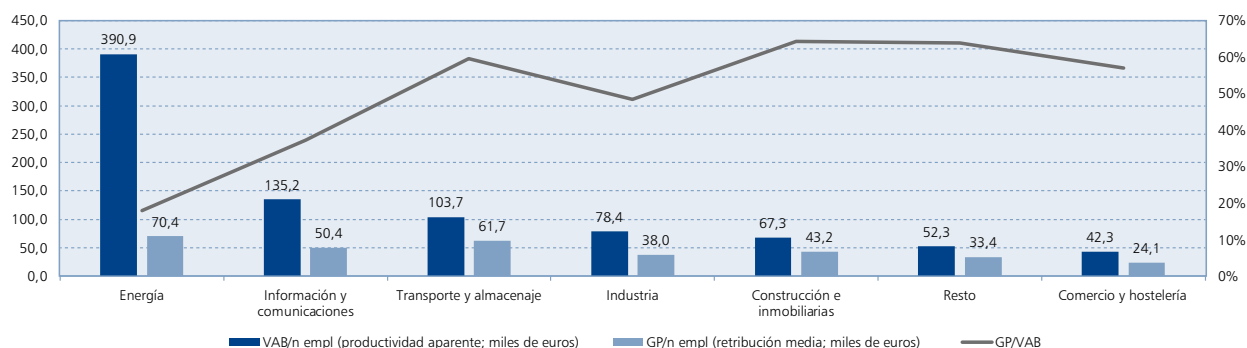
En el gráfico 3 se muestra la descomposición de la ratio en sus respectivos factores para cada una de las actividades económicas. Los sectores se han ordenado en función de su productividad. En el sector de la energía es donde se obtiene una mayor productividad por empleado (390.900 euros de VAB por empleado) y también el gasto medio es el más elevado (70.400 euros por empleado). En el extremo opuesto, se sitúa comercio y hostelería, donde se obtiene la menor productividad por empleado (42.300 euros) y el menor gasto medio (24.100 euros).

Conseguir un ahorro en costes laborales es un argumento utilizado habitualmente para justificar la internacionalización (Dunning, 1988; Blonigen, 2005, o Mudambi y Puck 2016, entre otros). Aunque no se dispone de datos desagregados por filiales y, por tanto, no es posible hacer un análisis detallado de la influencia de la «mul-

tinacionalización» en el reparto de rentas, en el cuadro n.º 8 se presenta dicho reparto cuando las MN se clasifican atendiendo al número de filiales en el extranjero. Igual que en apartados previos, se han generado tres categorías: multinacionales con más de 100 filiales en el extranjero (28), multinacionales con un número de filiales en el extranjero que oscila entre 6 y 100 (331), y multinacionales con menos de 6 filiales en el extranjero (419).

Como puede observarse, al aumentar el grado de «multinacionalización», disminuye el peso de las rentas laborales en la distribución de las rentas totales y aumenta el del resto de conceptos (gastos financieros, impuestos, depreciación y amortización, y beneficio neto). Por tanto, cuanto mayor es el número de filiales en el extranjero, se observan unos costes laborales unitarios inferiores. No obstante, estas diferencias pueden venir explicadas, en gran medida, por el efecto tamaño (medido implícitamente a través del número de filiales en el extranjero) y la diferente composición sectorial de las MN incluidas en cada categoría.

GRÁFICO 3
PRODUCTIVIDAD Y GASTO DE PERSONAL POR EMPLEADO SEGÚN SECTOR



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

CUADRO N.º 8.
REPARTO DE RENTAS GENERADAS ATENDIENDO AL NÚMERO DE FILIALES EXTRANJERAS

NÚMERO DE FILIALES EN EL EXTRANJERO	NÚMERO DE EMPRESAS	GASTOS DE PERSONAL (%)	GASTOS FINANCIEROS (%)	IMPUESTOS (%)	GASTOS DE DEPRECIACIÓN (%)	BENEFICIO NETO (%)
>100	28	40,4	8,1	7,6	24,5	19,4
Entre 6 y 100	331	50,4	7,2	4,9	19,7	17,8
<6	419	62,2	4,0	4,3	13,0	16,5

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

VII. VALOR AÑADIDO Y SU DISTRIBUCIÓN EN EL PERÍODO (2018-2022) EN LAS MN

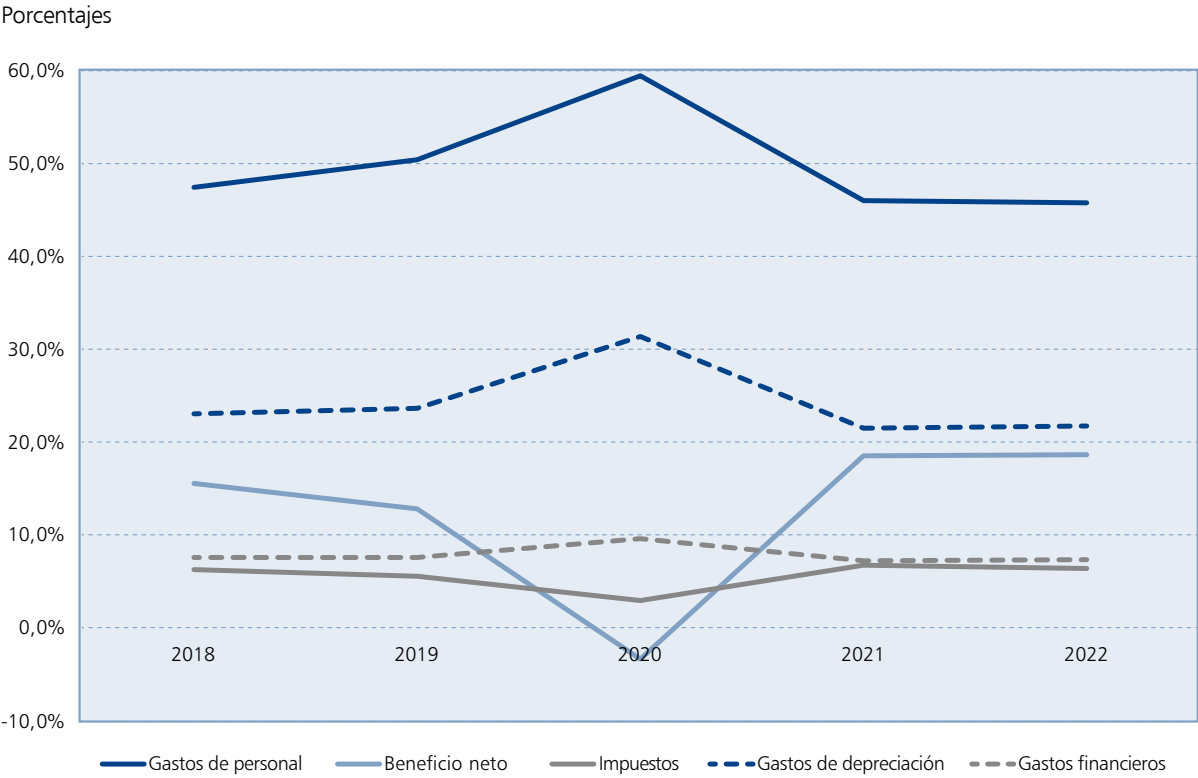
En este apartado se presentan algunos datos sobre la evolución

del VAB generado por las MN no financieras españolas en el período 2018-2022 y su reparto entre los diferentes partícipes. Para realizar los análisis se han utilizado únicamente aquellas MN para las que la información estaba disponi-

ble para cada uno de los cinco años considerados (674). De esta forma, se garantiza la homogeneidad de la muestra y comparabilidad de los resultados a lo largo del período. El VAB generado por las 674 multinacionales españolas consideradas (y sus filiales) pasó de 148.721 millones de euros en 2018 a 173.138 millones en 2022, lo que supone un crecimiento nominal acumulado del 16,4 por 100 en los cuatro años (cifra algo inferior al 20,6 por 100 que reporta el Banco de España para los grupos no financieros en el mismo período).

Respecto al reparto de estas rentas entre los diferentes partícipes, la tendencia, reflejada en el gráfico 4, sugiere una disminución en las rentas laborales (que pasan

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL REPARTO DE RENTAS GENERADAS, 2018-2022



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis

CUADRO N.º 9.
EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA RATIO GP/VAB, 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022	VARIACIÓN NOMINAL (2018-2022)	VARIACIÓN REAL (2018-2022)
Muestra total							
Datos de retribución media y productividad en miles de euros						%	%
Retribución media, miles de euros (W)	36,7	39,1	37,1	38,5	40,2	9,5	-2,3
Productividad trabajo, miles de euros (P)	76,4	77,6	62,6	84,2	87,8	14,8	2,5
> 100 filiales extranjeras							
Retribución media (W)	39,2	43,3	39,1	40,8	42,5	8,5	-3,3
Productividad trabajo (P)	91,0	92,0	71,1	101,0	105,1	15,5	3,0
Entre 6 y 100 filiales extranjeras							
Retribución media (W)	33,6	33,7	34,4	36,0	38,3	14,0	1,6
Productividad trabajo (P)	58,8	61,8	51,8	66,0	73,0	24,1	10,7
Menos de 6 filiales extranjeras							
Retribución media (W)	33,6	34,7	35,1	36,0	36,1	7,3	-4,2
Productividad trabajo (P)	56,4	55,1	52,0	63,1	58,6	3,9	-7,4

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

del 48 por 100 en 2018 al 46 por 100 en 2022) y, como consecuencia, un aumento de las rentas no laborales (del 52 por 100 en 2018 al 54 por 100 en 2022). Dentro de éstas destaca la tendencia creciente en la participación de los beneficios netos (del 15,2 por 100 al 18,5 por 100). Con la excepción de la crisis del 2020, el resto de las partidas se mantienen en porcentajes bastante estables. La crisis del coronavirus en 2020 supuso una fuerte paralización de la actividad de las MN y una importante caída del VAB (disminuyó un 25 por 100 respecto al año anterior), lo que, unido al esfuerzo por mantener las plantillas, llevó a un aumento de la participación de las rentas laborales (59,2 por 100). Las amortizaciones y provisiones se

mantuvieron en cifras similares (son gastos fijos) lo que unido a la disminución del VAB, llevó a que aumentase su participación porcentual en el reparto. Una parte importante de los gastos financieros también son fijos por lo que su participación en el VAB también aumentó en dicho ejercicio. Por el contrario, las rentas que dependen en mayor medida de la actividad de la empresa (beneficios netos e impuestos) se redujeron sustancialmente en 2020, disminuyendo su peso en las rentas totales. Obsérvese que el agregado de los beneficios netos fue negativo en dicho ejercicio.

La tendencia observada hacia una pérdida progresiva de cuota de las rentas laborales en las rentas generadas es un he-

cho que lleva produciéndose de manera generalizada en la economía española desde comienzo de este siglo, tal como ponen de manifiesto algunos estudios como Fernández (2012) y Huerta y García Olaverri (2023). Estos últimos autores también señalan una tendencia hacia una mayor participación de los beneficios netos en las rentas totales. A nivel internacional, diversos organismos (OCDE, 2015; BCE, 2023) así como investigaciones académicas (Karabarbounis y Neiman, 2014; Autor *et al.*, 2020, entre otros) documentan en los países desarrollados una tendencia global en las últimas décadas hacia la disminución progresiva de la participación de las rentas laborales en el VAB,

atribuyéndola a factores como el aumento de poder de las empresas, el progreso tecnológico y la globalización.

Al estudiar los componentes que determinan la participación de los gastos de personal en las rentas generadas en las MN, se observa en el cuadro n.º 9 que a lo largo de este período el incremento nominal de la productividad de los empleados de las MN ha sido de un 14,8 por 100, mientras que su retribución media ha crecido un 9,5 por 100. Descontando el efecto de la inflación, en términos reales, la retribución media a los trabajadores ha caído un 2,3 por 100, mientras la productividad media ha aumentado un 2,5 por 100. Por tanto, a nivel agregado, el menor peso de las rentas laborales viene motivado por un incremento logrado en la productividad de los trabajadores y una reducción de su retribución real.

Atendiendo al grado de internacionalización, el peso de las rentas laborales sobre el VAB se ha reducido (y, consecuentemente, su competitividad ha aumentado) en las dos categorías que incluyen a las MN con mayor número de filiales en el extranjero, mientras que lo contrario ha ocurrido en las multinacionales con menos de seis filiales en el extranjero. A partir de las tasas de variación en términos reales experimentadas por la productividad y la retribución de los empleados en cada categoría, recogidas en el cuadro n.º 9, se deduce que en las multinacionales más grandes la productividad ha aumentado un 3 por 100, mientras que su retribución real ha disminuido lo que supone una pérdida de poder adquisitivo (-3,3 por 100). El mayor incremento en la

productividad se ha logrado en las multinacionales que tienen entre 6 y 100 filiales en el extranjero. En este caso, aunque los trabajadores han participado de los resultados derivados del incremento en la productividad, el aumento real de la retribución ha sido muy inferior al de la productividad (un 1,6 por 100 frente a un 10,7 por 100). Finalmente, en las empresas menos internacionalizadas, se ha producido una caída en términos reales tanto de la productividad, como de la retribución media a los empleados, siendo superior la caída de la productividad, lo que ha conducido a un incremento del peso de las rentas laborales sobre el VAB en el período analizado.

VIII. CONCLUSIONES

El presente trabajo está dirigido a identificar las actuales MN españolas con un doble objetivo, caracterizar su grado de «multinacionalización» y analizar la creación de valor y su distribución entre los diferentes partícipes o *stakeholders*. Para ello se utiliza la base de datos Orbis de la que se obtiene la información necesaria para el último año disponible (2022). Los principales resultados que se pueden extraer son los siguientes:

- La «multinacionalización» es un fenómeno complejo de medir y, para ello, se han utilizado diferentes medidas complementarias que recogen las dimensiones de la internacionalización de la empresa, especialmente profundidad y alcance.
- La «multinacionalización», como estrategia empresarial, resulta un fenómeno heterogéneo por lo que existen grandes diferencias en el grado alcanzado por las MN españolas. Se observa

una alta concentración del número de filiales extranjeras localizadas por cualquier parte del mundo en un número reducido de MN (en la muestra utilizada, 37 MN acumulan más del 50 por 100 de todas las filiales extranjeras identificadas). En cambio, se observa que más del 50 por 100 de la muestra tienen menos de seis filiales extranjeras.

- Se aprecian diferencias sectoriales en el grado de «multinacionalización» de las MN españolas. El sector energético, el de informática y comunicaciones y el financiero tienen las empresas más activas en el ámbito internacional. En el lado opuesto se encuentra el sector de comercio y de hostelería, aunque también destacan algunas MN con un alto compromiso internacional.
- Se observa una concentración geográfica en las regiones de la Unión Europea y Resto de América, aunque en la actualidad las MN españolas están presentes en casi todos los mercados del mundo (más de 160 mercados) de todas las regiones geográficas.
- Los principales mercados donde hay mayor concentración de MN y de sus filiales son EE. UU., Portugal y México, mercados habituales de la expansión internacional española. También empiezan a destacar mercados como el de China y Marruecos.
- La generación y reparto de rentas en las MN españolas involucra múltiples factores y actores que, además, tiene consecuencias directas sobre el desarrollo económico y la distribución equilibrada de la riqueza generada. En conjunto, las MN españolas no financieras de la muestra

ANEXO 1
GRADO DE «MULTINACIONALIZACIÓN» DE LAS 30 MN ESPAÑOLAS CON MÁS FILIALES EXTRANJERAS

NOMBRE MULTINACIONAL	SECTOR	N.º DE FILIALES EXTRANJERAS	FILIALES EXTRANJERAS / TOTAL	N.º DE MERCADOS	Nº DE REGIONES	GMD
Iberdrola, S.A.	Energía	803	0,80	33	8	1,47
Banco , Santander, S.A.	Financieras y seguros	768	0,74	42	8	1,42
Acciona, S.A.	Construcción e inmobiliarias	537	0,62	51	8	1,82
Applus Services, S.A.	Resto	413	0,87	76	8	1,83
ACS Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	Construcción e inmobiliarias	408	0,68	36	8	1,29
Industria de Diseño Textil, S.A.	Industria	346	0,87	53	7	1,45
Naturgy Energy Group, S.A.	Energía	298	0,65	25	8	1,25
Acek De, S.A. rrollo y Gestión Industrial, S.L.	Financieras y seguros	278	0,64	42	8	1,62
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	Financieras y seguros	271	0,29	23	5	1,20
Repsol, S.A.	Energía	264	0,63	35	8	1,49
Corporación Financiera Alba, S.A.	Construcción e inmobiliarias	243	0,69	48	8	1,57
International Consolidated Airlines Group, S.A.	Transporte y almacenaje	241	0,82	20	7	1,37
Grifols, S.A.	Industria	234	0,89	35	8	1,37
Cantiles Xxi, S.L.	Financieras y seguros	233	0,83	18	6	0,66
Telefónica, S.A.	Información y comunicaciones.	217	0,73	22	6	1,06
Caixabank, S.A.	Financieras y seguros	217	0,22	23	6	0,78
Amadeus IT Group, S.A.	Información y comunicaciones.	210	0,97	77	8	1,85
Grupo Empre, Sarial , San José, S.A.	Construcción e inmobiliarias	206	0,60	20	6	1,23
Fundación Bancaria Caixa d'Estalvis y Pensions de Barcelona	Financieras y seguros	203	0,46	26	8	1,44
Santa Lucia, S.A. Compañía de Seguros y Reaseguros	Financieras y seguros	194	0,38	22	5	1,04
Obrascon Huarte Lain , S.A.	Construcción e inmobiliarias	183	0,38	23	6	1,30
Prosegur Compañía De Seguridad, S.A.	Resto	180	0,75	29	8	1,06
Indra Sistemas, S.A.	Información y comunicaciones.	158	0,39	37	8	1,47
Técnicas Reunidas, S.A.	Energía	153	0,58	35	8	1,81
Ebro Food, S.A.	Industria	144	0,87	21	7	1,32
CIE Automotive, S.A.	Industria	141	0,82	17	6	1,41
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.	Industria	140	0,73	42	8	1,68
Meliá Hotels International, S.A.	Comercio y hostelería	129	0,54	26	6	1,37
Cobega, S.A.	Construcción e inmobiliarias	128	0,78	33	6	1,56
Hoteles Turísticos Unidos, S.A.	Comercio y hostelería	124	0,59	21	7	0,79

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en Orbis.

generaron un VAB de 183.050 millones de euros en 2022, cuyo reparto fue un 46 por 100 para rentas laborales y el resto rentas no laborales.

— Se observa una alta heterogeneidad en la creación de valor y su reparto entre los partícipes por parte de las diferentes MN no financieras españolas que varía en función del tamaño, sector y grado de «multinacionalización». Concretamente, las MN con mayor número de filiales en el extranjero presentan a nivel agregado unos menores costes laborales unitarios.

— En cuanto a su evolución, el análisis de la generación y reparto de rentas en las MN no financieras durante el período 2018-2022 evidencia una disminución en la participación de las rentas laborales en el VAB (que pasa del 48 por 100 en 2018 al 46 por 100 en 2022) y, como consecuencia, un aumento de las rentas no laborales (del 52 por 100 en 2018 al 54 por 100 en 2022). Dentro de estas destaca la tendencia creciente en la participación de los beneficios netos (del 15,2 por 100 al 18,5 por 100). Esta evidencia coincide con la observada a nivel general en los países desarrollados y requiere de un estudio más profundo de sus causas y consecuencias.

El análisis realizado sobre las MN españolas pone de manifiesto una serie de características que resulta necesario destacar. Cada una de las MN identificadas desarrolla sus propias estrategias de internacionalización, observándose una gran diversidad entre ellas. Además, un número reducido de empresas concentra la mayor parte de la participación empresarial española en el exterior, por lo que se pone de manifiesto que

siguen siendo necesarias las políticas públicas dirigidas a fomentar, impulsar y apoyar la internacionalización de aquellas MN españolas que han iniciado su expansión internacional, pero es limitada; y de aquellas que, teniendo potencial, no han iniciado este proceso. Los resultados en términos de creación de valor presentan una situación en la que destaca una gran capacidad de creación de valor añadido por parte de estas MN de forma conjunta, observándose también diferencias entre ellas. Además, la distribución del valor entre los *stakeholders* está caracterizada por la reducción del peso que corresponde a las rentas laborales frente a las rentas de capital. Las políticas públicas, la regulación y la cooperación internacional son esenciales para asegurar que las actividades de las empresas multinacionales contribuyan al desarrollo económico sostenible y a la reducción de las desigualdades.

NOTAS

(*) Los autores agradecen el apoyo proporcionado por el proyecto PID2021-123154NB-I00 financiado por MCIN/AEI/10.13039/501100011033 y «FEDER una manera de hacer Europa» y por el grupo de investigación COMPETE (S52_23R) del Gobierno de Aragón (ESPAÑA) y FEDER.

(1) <https://www.imf.org>

(2) <https://companiesmarketcap.com> (último acceso en mayo 2024).

(3) En el momento de elaboración del trabajo, la mayor parte de las empresas no habían presentado las cuentas correspondientes al año 2023. Para identificar las filiales extranjeras se exige un mínimo del 10 por 100 de la propiedad (https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/foreign-direct-investment-fdi/indicator-group/english_9a523b18-en último acceso en mayo 2024), considerando dos niveles.

(4) Tal como indica el Banco de España, una ventaja del valor añadido en los análisis agregados es que la adición de los valores añadidos de un grupo de empresas no genera duplicidades (lo

cual si ocurre con la cifra de producción).

(5) El Banco de España considera grupos consolidados no financieros españoles con independencia de que la matriz última sea española o no. En nuestra muestra nos hemos ceñido a grupos consolidados no financieros españoles en los que la matriz última es española (y que además posean filiales en el extranjero).

(6) Concretamente, a partir de las cifras presentadas en el cuadro n.º 2.1.1. del anejo sobre grupos consolidados no financieros del informe del Banco de España 2022, se ha calculado que los gastos de personal suponen un 44 por 100 del total de las rentas generadas, los gastos financieros un 8 por 100, los gastos por depreciación son un 23 por 100, los gastos por impuestos un 6 por 100 y el beneficio neto un 18 por 100. Para realizar estos cálculos y que resulten lo más comparables posible con los presentados en este trabajo las rentas totales generadas se han obtenido como suma del valor añadido bruto al coste de los factores más los ingresos financieros y las partidas de resultados extraordinarios que se proporcionan en dicho cuadro n.º 2.1.1.

(7) Tal como se indica en el *Observatorio de márgenes empresariales del Banco de España, Informe Trimestral 2023/T3*, la intensa recuperación de la actividad económica tras la pandemia y la caída de las exportaciones de combustible de Rusia han provocado un aumento muy significativo de los márgenes en el sector de energía y carburantes.

(8) Dentro de los gastos de personal se incluyen no solo los salarios, sino también las cargas sociales, por lo que la variable *W* representa el gasto medio por empleado.

BIBLIOGRAFÍA

AGGARWAL, R., BERRILL, J., HUTSON, E. y KEARNEY, C. (2011). What is a multinational corporation? Classifying the degree of firm-level multinationality. *International Business Review*, 20. <https://doi:10.1016/j.ibusrev.2010.11.004>

AUTOR, D., DORN, D., KATZ, L. F., PATTERSON, C. y REENEN, J. VAN (2020). The fall of the labor share and the rise of superstar firms. *Quarterly Journal of Economics*, 135, pp. 645–709. <https://doi:10.1093/qje/qjaa004>

- BCE-BANCO CENTRAL EUROPEO. (2023). Economic Bulletin, 4/2023. https://www.ecb.europa.eu/press/economicbulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202304_04~0dee9ead8e.en.html
- BERRILL, J. y HOVEY, M. (2018). An empirical investigation into the internationalisation patterns of UK firms. *Transnational Corporations Review*, 10. <https://doi:10.1080/19186444.2018.1551593>
- BERRY, H. (2001). When does Multinationality Increase Firm Value? Evidence from US and Japanese firms 1974-97. Mimeo, Wharton School, University of Pennsylvania. <http://www-management.wharton.upenn.edu/berry/documents/multinationality.pdf>
- BLONIGEN, B. A. (2005). A review of the empirical literature on FDI determinants. *Atlantic Economic Journal*, 33, pp. 383-403. <https://doi:10.1007/s11293-005-2868-9>
- CBBE-CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA (2022). Resultados anuales de las empresas no financieras 2022. Banco de España, Eurosistema. 274 p. doi: <https://doi.org/10.53479/33573>.
- CHADHA, P. y BERRILL, J. (2020). Multinationality of UK firms – a longitudinal study based on sales and subsidiaries data. *Multinational Business Review*, 29(2), pp. 281-299. <https://doi:10.1108/MBR-03-2020-0065>.
- CHKIR, I. E., y COSSET, J. C. (2001). Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 11, pp. 17-37. [https://doi:10.1016/S1042-444X\(00\)00040-2](https://doi:10.1016/S1042-444X(00)00040-2).
- DASS, P. (2000). Relationship of firm size, initial diversification, and internationalization with strategic change. *Journal of Business Research*, 48, pp. 135-146. [https://doi:10.1016/S0148-2963\(98\)00097-6](https://doi:10.1016/S0148-2963(98)00097-6).
- DUNNING, J. H. (1988). The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*, 19(1), pp. 1-31. <https://doi:10.1057/palgrave.jibs.8490372>.
- DURÁN, J. (1989). Inversión directa y resultados de las empresas multinacionales españolas. *Papeles de Economía Española*, 39, pp. 339-353. Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/articulos/inversion-directa-y-resultados-de-las-empresas-multinacionales-espanolas/>
- DURÁN, J. (2020). Coevolución de la interdependencia en la globalización. La regionalización de la empresa multinacional española. Monográfico: Actividad empresarial en la pandemia de la covid-19. Economistas, 170.
- DURÁN, J. (2022). Desacoplamiento entre la inversión directa en el exterior y las economías (de localización) de los países de destino. *Economistas*, 177, pp. 157-162. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8385541&info=resumen&idioma=SPA>
- ERRUNZA, V. R. y SENBET, L. W. (1981). The Effects of International Operations on the Market Value of the Firm: Theory and Evidence. *J Finance*, 36. <https://doi:10.2307/2327024>.
- FERNÁNDEZ, M. J. (2012). La distribución funcional de la renta en España y en la UEM en la última década. *Cuadernos de Información económica*, 231, pp. 33-38. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/la-distribucion-funcional-de-la-renta-en-espana-y-en-la-uem-en-la-ultima-decada/>
- FRIEDMAN, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago, IL/London: University of Chicago Press.
- FORBES. (2023). *The Global 2000*. <https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=4bc3aaeb5ac0>
- FREEMAN, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- GARCÍA-CANAL, E., GUILLÉN, M. F. y VALDÉS-LLANEZA, A. (2012). La internacionalización de la empresa española. *Perspectivas empíricas. Papeles de Economía Española*, 132, pp. 64-81.
- GERINGER, J. M., TALLMAN, S. y OLSEN, D. M. (2000). Product and international diversification among Japanese multinational firms. *Strategic Management Journal*, 21(1), pp. 51-80. [https://doi:10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200001\)21:1<51::AID-SMJ77>3.0.CO;2-K](https://doi:10.1002/(SICI)1097-0266(200001)21:1<51::AID-SMJ77>3.0.CO;2-K).
- HENNART, J. F. (2011). A theoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance. *Global Strategy Journal*, 1(1-2), pp. 135-151. <https://doi:10.1002/gsj.8>.
- HITT, M. A., HOSKISSON, R. E., y KIM, H. (1997). International diversification: Effects on innovation and firm performance in product-diversified firms. *Academy of Management Journal*, 40(4), pp. 767-798. doi: 10.2307/256948
- HUERTA, E., AND GARCÍA OLAVERRI, C. (2023). Competitividad empresarial y reparto de rentas: asignaturas pendientes. *Panorama social*, 37, pp. 67-80. <https://www.funcas.es/articulos/competitividad-empresarial-y-reparto-de-rentas-asignaturas-pendientes/>.
- KARABARBOUNIS, L., y NEIMAN, B. (2014). The global decline of the labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), pp. 61-103. <https://doi:10.1093/qje/qjt032>.
- KIM, W. C., HWANG, P. y BURGERS, W. P. (1989). Global diversification strategy and corporate profit performance. *Strategic Management Journal*, 10, pp. 45-57. <https://doi:10.1002/smj.4250100105>.
- KIM, W. C., HWANG, P. y BURGERS, W. P. (1993). Multinationals' diversification and the risk-return trade-off. *Strategic Management Journal*, 14, pp. 275-286. <https://doi:10.1002/smj.4250140404>.
- LI, L. (2007). Multinationality and performance: A synthetic review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 9(2), pp. 117-139. <https://doi:10.1111/j.1468-2370.2007.00205.x>.
- LU, J. W., y BEAMISH, P. W. (2004). International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis. *Academy of Management Journal*, 47(4), pp. 598-609. <https://doi:10.2307/20159604>.
- MATHUR, I., SINGH, M. y GLEASON, K. C. (2001). The evidence from Canadian firms

on multinational diversification and performance. <i>The Quarterly Review of Economics and Finance</i>, 41(4), pp. 561–578. https://doi:10.1016/S1062-9769(00)00076-4. MILLER, J. C. y PRAS, B. (1980). The effects of multinational and export diversification on the profit stability of U. S. corporations. <i>Southern Economic Journal</i>, 46(3), pp. 792–805. https://doi:10.2307/1057148. MORCK, R. y YEUNG, B. (1991). Why Investors Value Multinationality. <i>Journal of Business</i>, 64(2), pp. 165–187. https://doi:10.1086/296532. MUDAMBI, R. y PUCK, J. (2016). A Global Value Chain Analysis of the 'Regional Strategy' Perspective. <i>Journal of Management Studies</i>, 53(6), pp. 1076–1093. https://doi:10.1111/joms.12189.	NGUYEN, Q. T. K. (2017). Multinationality and Performance Literature: A Critical Review and Future Research Agenda. <i>Management International Review</i>, 57, pp. 311–347. https://doi:10.1007/s11575-016-0290-y. OCDE. (2015). <i>The Labour Share in G20 Economies</i>. https://www.oecd.org/g20/topics/employment-and-social-policy/The-Labour-Share-in-G20-Economies.pdf RAMÍREZ-ALESÓN, M., y ESPITIA-ESCUER, M. (2001a). El comportamiento estratégico de la gran empresa española. <i>Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa</i>, 10(3), pp. 9–23. RAMÍREZ-ALESÓN, M. y ESPITIA-ESCUER, M. (2001b). The Effect of International Diversification Strategy on the	Performance of Spanish — Based Firms During the Period 1991-1995. <i>Management International Review</i> (MIR), 41, pp. 291–315. RUGMAN, A. M. y HOON OH, C. (2011). Methodological issues in the measurement of multinationality of US firms. <i>Multinational Business Review</i>, 19(3), pp. 202–212. https://doi:10.1108/1525383111172630/FULL/PDF. VERNON, R. (1971). <i>Sovereignty at Bay: The multinational spread of US enterprises</i>. New York: Basic Books. YANG, Y., MARTINS, P. S. y DRIFFIELD, N. (2013). Multinational Performance and the Geography of FDI: Evidence from 46 Countries. <i>Management International Review</i>, 53(6), pp. 763–794. https://doi:10.1007/s11575-013-0180-5.
--	--	--

Resumen

Este artículo analiza la estrategia de reshoring en el contexto de las cadenas de valor globales. A través de una revisión de la literatura especializada, se define el concepto de reshoring, así como los factores impulsores, obstáculos y retos asociados a esta estrategia. Estos aspectos se evidencian en una muestra de 240 empresas manufactureras españolas. Los resultados indican que la decisión de relocalizar no es muy común, siendo el reshoring, en gran medida, parcial, recuperándose ciertos procesos productivos, pero no la totalidad de las operaciones productivas. Además, la relocalización tiende a realizarse hacia el país de origen, principalmente en la compra de materias primas y productos intermedios, seguida de otras actividades productivas. Los motivos principales son el mayor control sobre la cadena de valor y la cercanía al cliente junto con el deseo de ser más sostenible. El artículo concluye con recomendaciones directivas y de políticas públicas, subrayando la necesidad de favorecer el desarrollo de capacidades locales y el impulso de la innovación, la sostenibilidad y la competitividad a nivel global.

Palabras clave: reshoring, sostenibilidad, outsourcing, offshoring.

Abstract

This article analyzes the reshoring strategy in the context of global value chains. Through a review of specialized literature, the concept of reshoring is defined, along with its driving factors, obstacles, and challenges. These aspects are evidenced in a sample of 240 Spanish manufacturing companies. The results indicate that the decision to reshore is not very common, with reshoring being primarily partial, recovering specific productive processes but not the entirety of the operations. Additionally, relocation tends to be directed towards the country of origin, mainly in purchasing raw materials and intermediate products, followed by other productive activities. The main motivations are greater control over the value chain, proximity to the customer, and the desire to be more sustainable. The article concludes with managerial and public policy recommendations, emphasizing the need to promote the development of local capabilities and the drive for innovation, sustainability, and global competitiveness.

Keywords: reshoring, sustainability, outsourcing, offshoring

JEL Classification: M15, M16.

RESHORING Y REGIONALIZACIÓN DE LAS CADENAS DE VALOR GLOBALES: EVIDENCIA EN SECTORES MANUFACTUREROS (*)

José PLA BARBER

Andrea PALLÁS ROCAFULL

Ana BOTELLA ANDREU

Universitat de València

I. INTRODUCCIÓN

EN la actual coyuntura global, la economía mundial atraviesa un período de notable transformación, marcado por la confluencia de diversas tendencias macroeconómicas y tecnológicas. Factores como el creciente proteccionismo, las políticas públicas intervencionistas, la importancia de la sostenibilidad, y los avances en la industria 4.0 están delineando un escenario que apunta hacia una cierta desglobalización de la economía (Petricevic y Teece, 2019). Este cambio se ve potenciado por eventos disruptivos recientes como la pandemia del COVID-19 y las tensiones geopolíticas actuales, que han sumergido al mundo en un estado de constante incertidumbre y han impulsado una reflexión profunda sobre la configuración de la economía global. En este contexto, se ha revigorizado el debate sobre la fragilidad de las cadenas de valor globales (CVG) y los retos asociados al aprovisionamiento en economías alejadas (OCDE, 2020). El bloqueo del canal de Suez por el buque Ever Given o las guerras en Ucrania y Palestina no han hecho más que alertarnos sobre otros posibles riesgos futuros y su compleja naturaleza. Dichos riesgos podrán tener un mayor o menor impacto y una mayor o menor probabilidad de ocurrencia, pero

deberán asumirse como inevitables. En este nuevo entorno, caracterizado por una creciente incertidumbre, dinamismo y complejidad, se hace imprescindible reconsiderar el diseño de las CVG, buscando no solo eficiencia, sino también una mayor resiliencia ante futuras adversidades (Pallás-Rocaful et al., 2024).

La resiliencia en las CVG hace referencia a su capacidad para recuperarse después de una disrupción en un período de tiempo aceptable, y puede lograrse mediante distintas estrategias (Su y Junge, 2023). Una tendencia que se está extendiendo en algunas cadenas es un viraje hacia la regionalización de estas. Esto implica la configuración de cadenas con menos eslabones, más cortas y flexibles, sacrificándose eficiencia productiva a cambio de mejoras en la seguridad del suministro (Shih, 2020). Estas cadenas regionalizadas estarán orientadas hacia la colaboración entre economías que se encuentran geográficamente próximas (Gandoy y Díaz-Mora, 2020). Además, las principales empresas multinacionales en estas cadenas —tanto fabricantes como grandes distribuidores— probablemente diversificarán su base de proveedores fomentando relaciones cooperativas a largo plazo (McKinsey, 2020) y el creci-

miento de la producción internacional sobre una base más local o regional (UNCTAD, 2020).

En muchos casos, esta estrategia supondrá la vuelta a los mercados finales de parte de las operaciones de producción que previamente habían sido trasladadas al extranjero. Esta reorganización a nivel empresarial de la producción se conoce como *reshoring* y representa una reevaluación significativa de las decisiones de localización de la producción y suministro en las cadenas de valor, donde las empresas buscan un equilibrio óptimo entre costes y calidad, volumen y personalización (Pallás-Rocaful et al., 2024). Así, el fenómeno del *reshoring* emerge como una estrategia de interés primordial, no solo para la comunidad académica, sino también para los líderes empresariales y políticos, marcando un giro notable en las estrategias de globalización y producción empresarial. Esta estrategia implica una reconsideración sobre cómo y dónde se producen los bienes, en un momento en que las dinámicas globales están en constante evolución.

Dada la importancia de esta estrategia en las futuras decisiones de localización de las empresas, este artículo se centra en el análisis exhaustivo del *reshoring* para una muestra de empresas manufactureras españolas. En una primera parte, mediante la revisión de literatura especializada, definimos el concepto de *reshoring* abarcando sus múltiples interpretaciones y dimensiones. Adicionalmente, reflejamos los factores impulsores detrás de esta estrategia, así como los obstáculos y retos que conlleva. Destacamos, además, cómo elementos contextuales tales como el tamaño de la empresa y la industria pueden influir en la im-

plantación de esta estrategia. En una segunda parte, realizamos un análisis empírico sobre una muestra representativa de 240 empresas, proporcionando una perspectiva detallada sobre cómo los líderes empresariales perciben diversas facetas del *reshoring*. Se examinan las actividades productivas previamente deslocalizadas que son susceptibles de ser relocalizadas, las motivaciones para adoptar esta estrategia y los resultados obtenidos. El artículo concluye con una serie de recomendaciones dirigidas tanto a directivos como a formuladores de políticas públicas. Se busca así fomentar la adopción del *reshoring* como una estrategia viable, subrayando la necesidad de crear un entorno propicio que favorezca el desarrollo de capacidades locales y la implementación de políticas que impulsen la innovación, la sostenibilidad y la competitividad a nivel global.

II. EL RESHORING: FUNDAMENTOS CONCEPTUALES

1. Definición y tipología

El *reshoring*, también conocido como *back-shoring*, *back-sourcing* o *back-reshoring* entre otros, tradicionalmente hace referencia al retorno al país de origen (o a países cercanos) de actividades empresariales que, previamente, fueron deslocalizadas a territorios extranjeros (Barbieri et al., 2018). Es decir, el *reshoring* (i.e., relocalización) es la contraparte del *offshoring* (i.e., deslocalización).

Una visión inicial centrada en el país de origen fue introducida en un artículo seminal por Gray et al. (2013). Según estos autores, el *reshoring* está fundamentalmente relacionado con la

localización donde van a realizarse las actividades de fabricación, independientemente de quién esté realizando las actividades de fabricación en cuestión. Así, se identifican cuatro posibles alternativas:

- Reshoring interno* (in-house reshoring), en el que una empresa reubica actividades de fabricación que se realizan en instalaciones *offshore* de su propiedad total a instalaciones al país de origen, también de su propiedad total.
- Reshoring para externalización* (reshoring for outsourcing), en el que una empresa traslada actividades de fabricación que se realizan en instalaciones *offshore* de su propiedad total a proveedores con base en el país de origen.
- Reshoring para internalización* (reshoring for insourcing) en el que una empresa reubica actividades de fabricación que se realizan por proveedores *offshore* a instalaciones en el país de origen de su propiedad total.
- Reshoring externalizado* (outsourced reshoring) en el que una empresa traslada actividades de fabricación que están siendo realizadas por proveedores en el extranjero a proveedores con base en el país de origen.

Este escenario puede ampliarse si en la decisión de localización no solo consideramos el país de origen. Un ejemplo claro en los últimos años es el de empresas europeas que están reubicando algunas de sus actividades, a veces en países europeos distintos al suyo de origen y, en otras ocasiones, en países no europeos, pero geográfica y/o institucionalmente más cercanos. Para incorporar

CUADRO N.º 1.
POSIBLES ESTRATEGIAS DE *RESHORING*

RESHORING: RETORNO DE ACTIVIDADES PREVIAMENTE DESLOCALIZADAS, CUYO PROCESO PUEDE DESARROLLARSE DE DIFERENTES MANERAS		
ESTRATEGIA EMPRESARIAL	DESCRIPCIÓN	EJEMPLO
Implica la internalización de la actividad; afecta al país de origen de la empresa; pero no tiene por qué afectar a inversiones previamente deslocalizadas (IDE) previa		
1. <i>Reshoring</i> basado en IDE	Recuperación de operaciones deslocalizadas previamente mediante IDE (durante los años de deslocalización intensa, 90s-2000) en el país de origen de la empresa.	Cerrar una planta de producción localizada en un mercado extranjero y reubicarla en el país de origen de la empresa.
2. <i>Reshoring</i> de proceso (recuperación total o parcial de procesos)	Recuperación de procesos en el país de origen sin implicar deshacer inversiones (en términos de IDE), pero con inversiones de capital en origen.	Invertir en impresoras 3D para acabar los productos en el país de origen de la empresa (habiéndose desarrollado esta actividad en mercados extranjeros previamente).
Puede o no implicar la internalización de la actividad (podría afectar a la red de proveedores); no afecta al país de origen de la empresa; afecta a IDE previa		
3. <i>Nearshoring</i>	Recuperación de inversiones previamente deslocalizadas (IDE) en un país que es cercano al país de origen de la empresa.	Cerrar una planta de producción exterior y reubicarla en países que son competitivos, pero también más cercanos geográficamente. Por ejemplo, si la empresa fuera europea, podría ser el caso de relocalizar actividades ubicadas previamente en Asia en países como Marruecos o Polonia.
4. <i>Friendshoring</i>	Recuperación de inversiones previamente deslocalizadas (IDE) en un país que es cercano, en términos políticos / institucionales, al país de origen de la empresa.	Cerrar una planta de producción exterior y relocalizarla en países percibidos como amigables (relacionado con la distancia psíquica o institucional). Podría ser una empresa europea reubicando alguna actividad en otro mercado europeo distinto al suyo de origen.
Afecta a la red de proveedores (externalización); puede o no afectar al país de origen de la empresa; no afecta a IDE previa		
5. Regionalización de la base de proveedores	Búsqueda de proveedores considerados de mayor confianza. Podría ser porque estuvieran más cerca al país de origen y se perciba menor riesgo.	Si la empresa fuera europea, podría ser el caso de cambiar proveedores asiáticos por europeos, o por proveedores del norte de África, Turquía, etc.
6. Localización de la base de proveedores	Búsqueda de proveedores en el país de origen.	Por ejemplo, cambiar proveedores asiáticos por proveedores del país de origen de la empresa, cuando es posible.

Fuente: Elaboración propia.

este hecho, algunos autores sugirieron distinguir entre *back-reshoring*, cuando la relocalización de la producción se dirige hacia el país de origen, y *near-reshoring* (Fratocchi *et al.*, 2014), si está orientada hacia países cercanos al país de origen. Adicionalmente, si introducimos el tipo de gobernanza el escenario se vuelve más complejo. Así, a partir de la revisión de la literatura corres-

pondiente y pensando en casos reales, en el cuadro n.º 1 mostramos diferentes estrategias en las que podría concretarse la decisión de *reshoring*, pudiendo darse alrededor de tres variables: el tipo de gobernanza escogido para el retorno de la actividad, el país al que vuelve la actividad y si la operación de retorno afecta a inversión directa extranjera previa o no.

2. Motivos, factores contextuales y resultados

La literatura académica ha especificado diversos motivos y razones inherentes al proceso de *reshoring*, destacándose la complejidad del fenómeno y las múltiples dimensiones que pueden influir en esta decisión. Uno de los principales motivos es la *reducción de costes y mejora*

de la eficiencia operativa. Aunque inicialmente el *offshoring* se adoptó para disminuir los costes laborales, los costes ocultos relacionados con el transporte, la logística, la comunicación y los problemas de calidad comenzaron a socavar dichas ventajas. En este sentido, el *reshoring* emerge como una solución viable para mejorar la eficiencia operativa y obtener costes totales más bajos (Gray et al., 2013; Fratocchi et al., 2016). Las empresas trasladaron actividades al extranjero basadas en costes fácilmente medibles y han relocalizado al experimentar los riesgos y desafíos no anticipados de esta estrategia.

Otro motivo importante es la mejora en la calidad del producto y el control de los procesos. El *reshoring* permite a las empresas ejercer un mayor control sobre sus operaciones de producción, asegurando así el cumplimiento de altos estándares de calidad (Ancarani et al., 2015). Además, el *reshoring* facilita una respuesta más rápida y flexible a los cambios en la demanda del mercado, un aspecto crucial en un entorno que cada vez demanda productos más personalizados y es más volátil (Martínez-Mora y Merino, 2014; Barbieri et al., 2018).

La sostenibilidad y el efecto «made in» también impulsan el *reshoring*. El interés en prácticas sostenibles y en la reducción de la huella de carbono está motivando a las empresas a adoptar esta estrategia (Fratocchi y Di Stefano, 2019). Las cadenas de suministro más cortas y locales no solo reducen las emisiones de CO₂, sino que también fortalecen el compromiso con la responsabilidad ambiental. El efecto «made in» mejora la imagen de marca y la disposición de compra al relocalizar la produc-

ción, especialmente en industrias como la moda de lujo, donde se valoran la transparencia en la trazabilidad de los productos y la reducción del impacto ambiental (Ancarani et al., 2015; Di Mauro et al., 2018; Robinson y Hsieh, 2016).

La resiliencia en la cadena de suministro y cercanía al cliente son otra consideración clave. Las recientes interrupciones en la cadena de suministro global han demostrado la importancia de contar con cadenas más cortas y resilientes, y el *reshoring* emerge como una estrategia esencial para mitigar estos riesgos, ofrecer una mayor estabilidad operativa y un servicio más personalizado al cliente final (Pla Barber et al., 2021).

Además, las mejoras en tecnología avanzada, como la industria 4.0, han hecho que la manufactura local sea más viable y competitiva. La automatización y la robótica están cerrando la brecha de costes con la producción *offshore*, permitiendo a las empresas de todos los tamaños aprovechar el *reshoring* para fortalecer su competitividad en el mercado global (Kinkel, 2014). Esta transición hacia la producción avanzada requiere habilidades y conocimientos especializados para operar y gestionar tecnologías complejas, una demanda que se encuentra más frecuentemente en países desarrollados con sistemas educativos y de formación profesional mejor preparados (Ancarani y Di Mauro, 2018).

Finalmente, las políticas gubernamentales e incentivos económicos juegan un papel determinante en el *reshoring*. Los marcos regulatorios y los incentivos fiscales pueden facilitar y estimular la relocalización,

apoyando la reintegración de las actividades productivas dentro del país y subrayando la interacción entre el sector empresarial y las políticas públicas en la configuración de las prácticas comerciales globales (Ancarani et al., 2019; Bailey et al., 2018).

Por otra parte, la investigación académica ha identificado que los patrones de relocalización en las empresas varían considerablemente en función de algunas características específicas, tales como el tamaño y el sector industrial al que pertenecen. Además, es importante reconocer que, aunque los resultados de adoptar estrategias de *reshoring* aún no se han testado de manera definitiva, la evidencia sugiere que esta estrategia tiene el potencial de influir en múltiples aspectos de la actividad empresarial, como puede ser el rendimiento financiero y operativo, así como el aprendizaje organizativo.

La investigación no es concluyente con respecto a la influencia del tamaño empresarial. Kinkel (2014) y Kinkel y Maloca (2009) demostraron que la relocalización de la fabricación apenas ocurre entre las pequeñas y medianas empresas (pymes). En la misma línea, Fratocchi et al. (2016), cuyo conjunto de datos abarca varios países de origen, mostraron que el *reshoring* era ligeramente más utilizado por las grandes empresas. Sin embargo, otros estudios encontraron una mayor propensión al *reshoring* en pequeñas empresas en comparación con las grandes (Canham y Hamilton, 2013). En general, la evidencia preliminar parece sugerir que el *reshoring* ocurre tanto en empresas grandes como pequeñas. Por un lado, las grandes empresas pueden tener mayores recur-

sos y capacidades para gestionar los desafíos logísticos y financieros del *reshoring*. Su escala de operaciones les permite absorber los costes iniciales asociados con el traslado de la producción y aprovechar economías de escala en el país de origen. Sin embargo, también pueden enfrentarse a desafíos significativos debido a la mayor complejidad de sus cadenas de suministro globales (Fratocchi et al., 2016). El estudio de Kearney (2024) realizado sobre 120 ejecutivos de empresas multinacionales americanas reveló la intención de estas compañías de minimizar la dependencia de una única nación para sus operaciones de manufactura, siendo China el foco de atención para la mayoría de las empresas que buscan reducir específicamente su dependencia del gigante asiático. El informe también destaca un interés concurrente en el *nearshoring*, dirigido especialmente hacia México y Canadá. Esta inclinación se observa primordialmente en empresas de gran tamaño y en aquellas que ya poseen instalaciones en el extranjero, lo que sugiere que, aunque la relocalización es una prioridad, el *nearshoring* emerge como una estrategia complementaria que las empresas están dispuestas a explorar para atenuar riesgos y aprovechar las ventajas de la proximidad geográfica y económica.

Por otro lado, para las pymes el *reshoring* puede ser una estrategia atractiva para simplificar operaciones, mejorar el control de calidad y fortalecer la relación con los clientes locales. La decisión puede estar más influida por la flexibilidad operativa y la capacidad de respuesta rápida a las demandas del mercado local que por las economías de escala, de ahí el uso mayoritario en estas empresas de *reshoring* externo. El

European Reshoring Monitor, iniciativa que analizó operaciones de *reshoring* puro en suelo europeo entre 2015 y 2018, revelaba evidencias claras en algunos países, como por ejemplo en los sectores manufactureros italianos, donde se observó cierta recuperación en pymes de empleos, procesos y fábricas, así como iniciativas emprendedoras en subsectores que estaban desapareciendo (Barbieri et al., 2018).

En lo que respecta a los sectores, la investigación académica sugiere que el *reshoring* se ha utilizado en una amplia gama de sectores manufactureros, evidenciándose un interés creciente en esta estrategia por parte de un número cada vez mayor de empresas. Sin embargo, la viabilidad y atractivo del *reshoring* varían considerablemente en función de factores como el coste de producción, la importancia de las economías de escala, y las dinámicas competitivas específicas de cada sector. En industrias donde los costes de producción y las economías de escala son determinantes críticos de la competitividad, como en el caso de los textiles y la confección, la organización global de las cadenas de valor suele ser la opción más eficiente. Esta opción se ve reforzada por las presiones de los distribuidores por mantener bajos los precios y minimizar los inventarios (Pla Barber et al., 2021). No obstante, recientemente las tendencias en materia de circularidad, sostenibilidad y huella hídrica/carbono podrían alterar esta evidencia; así, por ejemplo, las grandes cadenas españolas de moda están relocalizando parcialmente producciones a países más próximos a sus mercados de origen.

Por otro lado, algunos países están adoptando políticas

industriales específicas para proteger y fomentar el desarrollo en sectores de tecnologías emergentes, como la inteligencia artificial, las energías renovables y la tecnología 5G. Estas políticas pueden incentivar el *reshoring* al promover un ecosistema que favorece la innovación local y la protección de la propiedad intelectual (Miroudot, 2020). La tendencia hacia el *reshoring* es particularmente pronunciada en industrias caracterizadas por una alta intensidad innovadora y donde la diferenciación o personalización del producto es fundamental (Pla Barber et al., 2021). Sectores como la maquinaria y los bienes de equipo, la electrónica y la industria del automóvil están mostrando una mayor inclinación hacia el *reshoring* (UNCTAD, 2020). La razón subyacente es que la alta complejidad de los productos, la demanda de personalización y los pequeños tamaños de lote hacen más atractiva la producción cercana al mercado objetivo. Esta proximidad permite a las empresas responder de manera más ágil y eficiente a las cambiantes demandas de los consumidores y mantener un control más estricto sobre la calidad y la innovación del producto (Kinkel, 2014).

Por último, en cuanto a los efectos del *reshoring*, estos pueden materializarse en diferentes dimensiones (Tsai y Urtmezer, 2023). Es importante señalar que la evidencia empírica sobre los beneficios financieros directos del *reshoring* sigue siendo limitada, sin embargo, algunos estudios han identificado un impacto positivo derivado no directamente de un aumento en la rentabilidad, sino más bien de un incremento en la flexibilidad operativa y estratégica al acercar las operaciones de

producción a los mercados finales (Gray *et al.*, 2017). Esta proximidad mejora la capacidad de las empresas para responder de manera más ágil a las fluctuaciones del mercado y a las demandas de los consumidores, lo cual puede traducirse en ventajas competitivas significativas a largo plazo. Adicionalmente, algunos trabajos indican que las empresas que toman la decisión de realizar *reshoring* mejoran su competitividad mediante una mayor productividad y refuerzan su capacidad para adaptarse y responder a desafíos inesperados, aprovechando una mejor optimización del trabajo, tecnologías avanzadas y una estrategia centrada en el valor de sus activos (Lampón y González-Benito, 2020). Sin embargo, este impulso hacia una mayor eficiencia y resiliencia se ve claramente influido por la integración y sinergia con las redes y capacidades locales, lo que subraya la importancia de una cuidadosa planificación y evaluación de las actividades que van a relocalizarse para asegurar que se complementen y beneficien de las fortalezas locales (Baraldi *et al.*, 2018). Además, la estrategia de diversificar proveedores como parte de las prácticas de *reshoring* no solo es una respuesta a la necesidad de mitigar riesgos y evitar interrupciones en la cadena de suministro, sino que también representa un enfoque proactivo para construir una red de suministro más robusta y resiliente (Pallás Rocafull *et al.*, 2024). Este enfoque hacia la resiliencia de la red, basado en la diversificación y la integración de proveedores locales, contribuye significativamente a la capacidad de una empresa para confrontar entornos volátiles y cam-

biantes, asegurando una continuidad operativa más estable (Choudhary *et al.*, 2022).

Un efecto indirecto adicional del *reshoring* es el aprendizaje organizativo. Huq *et al.* (2016) mostraron cómo algunas empresas lograron desarrollar nuevas habilidades absorbiendo el conocimiento de sus socios de *outsourcing* más competentes. Estas empresas no solo replicaron sus relaciones *offshore* anteriores, sino que también adaptaron sus recursos y reconfiguraron sus cadenas de suministro para beneficiarse de las ventajas únicas de la producción local (Gray *et al.*, 2017). Por otro lado, otros trabajos han mostrado que el *reshoring* no solo aumenta la conciencia sobre las capacidades que se habían perdido, sino que también promueve un mayor intercambio de conocimiento interno, lo que mejora las operaciones *post-reshoring* y proporciona una ventaja competitiva. Sin embargo, estos investigadores también resaltaron que el éxito del *backshoring* depende del tiempo; específicamente, la recuperación de capacidades esenciales se vuelve más complicada

cuanto más tiempo se hayan externalizado las operaciones (Nujen *et al.*, 2018). Por otro lado, existe también un problema de desajuste de conocimiento que puede causar percepciones de riesgo distorsionadas y variaciones en la tolerancia al riesgo entre los distintos roles dentro de una empresa. Ciabuschi *et al.* (2019) argumentaron que, aunque el aprendizaje experiencial suele darse en la localidad donde se realiza la operación, las decisiones de relocalización están predominantemente influidas por las casas matrices en el país de origen. Estas sedes pueden poseer un conjunto de conocimientos basados en experiencias menos directas y potencialmente diferentes, lo que conlleva cierta miopía estratégica.

III. ANÁLISIS EMPÍRICO

1. Muestra y obtención de datos

Para aportar evidencias empíricas en el contexto español, realizamos la siguiente secuencia de tareas. Primero, seleccionamos una población de 1.000 empresas manufactureras de la base de datos ORBIS, basándonos en

GRÁFICO 1
DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS EN LA MUESTRA POR CADA SECTOR INDUSTRIAL



CUADRO N.º 2.
ACTIVIDADES DE LA CADENA DE VALOR QUE FUERON DESLOCALIZADAS POR LAS EMPRESAS DE LA MUESTRA

ACTIVIDAD SECTOR	I+D	DISEÑO	COMPRA DE MATERIAS PRIMAS	COMPRA DE PRODUCTOS INTERMEDIOS	PRODUC- CIÓN	MARKETING Y/O POSVENTA
Tradicionales – 57 empresas en total	1	4	37	36	21	7
Avanzados – 183 empresas en total	13	25	128	121	67	56
TOTAL empresas que hicieron <i>offshoring</i> (% del total de la muestra)	14 5,8 %	29 12,1 %	165 68,8 %	157 65,4 %	88 36,7 %	63 26,3 %
TOTAL empresas que no hicieron <i>offshoring</i>	226	211	75	83	152	177

Fuente: Elaboración propia.

sus códigos CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) y asegurándonos de que todas fueran internacionales. El objetivo fue obtener una muestra variada y equilibrada en términos de sectores manufactureros, tamaño de las empresas e internacionalización, para representar de manera precisa el fenómeno del *reshoring*. Posteriormente, diseñamos y administramos un cuestionario basado en la revisión de la literatura, obteniendo 240 respuestas válidas. Esta información se complementó con datos secundarios provenientes de las bases de datos ORBIS y SABI.

El gráfico 1 refleja la distribución final por sectores. La muestra incluye sectores «tradicionales», como los del hábitat, así como industrias más «avanzadas», como las de maquinaria y equipo, piezas de automóvil y componentes de electrónica y ordenadores, entre otras. Es probable que encontremos diferencias entre estos sectores en cuanto a la decisión de relocalizar operaciones debido principalmente a

la distinta configuración de sus cadenas de valor.

2. Análisis de estrategias de *offshoring* y *reshoring*

Tanto el *offshoring* como el *reshoring* son decisiones estratégicas de localización empresarial en el contexto de la actividad internacional. Es importante señalar que las empresas no pueden relocalizar operaciones si no las han deslocalizado previamente. Por ello, en esta sección, primero analizaremos las estrategias de *offshoring* de las empresas de nuestra muestra, para luego enfocarnos en las acciones de *reshoring* que pudieran haber llevado a cabo.

2.1. *Offshoring*

Las 240 empresas deslocalizaron alguna actividad o proceso en algún momento. En el cuadro n.º 2, indicamos el número de empresas que decidieron deslocalizar según sectores, así como las actividades que deslocalizaron. Algunas de ellas trasladaron al exterior más de una actividad.

Se observa que, en la mayoría de los casos se deslocalizaron actividades como la compra de materias primas y productos intermedios, seguidas por las actividades productivas y las relacionadas con el *marketing* y los servicios de posventa. Esto se debe, probablemente, a la dependencia de estas industrias manufactureras de insumos que se encuentran principalmente en países asiáticos. Además, durante los años en que la deslocalización estuvo en auge, hubo una tendencia hacia la «destrucción» de la industria auxiliar en países avanzados como España. A nivel sectorial, no se aprecian diferencias significativas entre los sectores más tradicionales y los más avanzados.

2.2. *Reshoring* o relocalización

En el caso de las operaciones de relocalización, encontramos que, de las 240 empresas, solo 32 llevaron a cabo *reshoring*, lo que representa un 13,3 por 100 de la muestra. De estas, 15 pertenecen a sectores tradicionales y 17 a sectores avanzados. Así, 208 empresas de la muestra declararon no haber desarrollado estrategias de relocalización. Cabe destacar que algunas empresas realizaron más de una operación de relocalización, resultando un total de 70 actividades de relocalización. En el cuadro n.º 3 mostramos esta información con mayor detalle.

Siguiendo una tendencia similar a la deslocalización, observamos que las actividades más frecuentemente relocalizadas fueron la compra de productos intermedios y la compra de materias primas, seguidas por las actividades productivas. En los sectores tradicionales, las dos primeras categorías fueron las que más se relocalizaron, mientras que la relocalización de

CUADRO N.º 3.
ACTIVIDADES DE LA CADENA DE VALOR RELOCALIZADAS

ACTIVIDAD SECTOR	I+D	DISEÑO	COMPRA DE MATERIAS PRIMAS	COMPRA DE PRODUCTOS INTERMEDIOS	PRODUCCIÓN	MARKETING Y/O POSVENTA	OTRAS ACTS.
Tradicional – 40 operaciones	2	2	11	15	8	3	1
Avanzados – 28 operaciones	1	1	6	9	11	0	0
TOTAL operaciones de <i>reshoring</i> (% del total de la muestra)	3 1,3 %	3 1,3 %	17 7,1 %	24 10 %	19 7,9 %	3 1,3 %	1 0,4 %
SECTORES CONCRETOS							
Textil hogar	1	1	3	4	1	1	-
Textil moda	-	-	2	3	5	-	-
Textil otros	-	-	-	-	-	-	-
Mueble	-	-	1	1	-	-	1
Grifería, etc.	-	-	1	2	-	-	-
Iluminación	1	1	6	8	7	2	-
Cuero, etc.	-	-	-	-	1	-	-
Calzado	-	-	-	-	-	-	-
Maquinaria	-	-	-	-	1	-	-
Componentes electrónicos	-	-	1	1	-	-	-
Piezas y componentes automóvil	-	-	1	2	1	-	-
Juguete, etc.	-	-	-	-	2	-	1
Cerámica	1	1	-	3	1	-	-
Otros	-	-	2	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia.

las actividades productivas fue más frecuente en los sectores avanzados.

Al analizar los datos con más detalle, destacamos que en los sectores tradicionales la relocalización fue más frecuente en las industrias de textil hogar, iluminación y textil moda. También se observaron operaciones de relocalización en los sectores del juguete y artículos de deporte, cerámica, componentes electrónicos y piezas de automóvil. Estos datos indican que, aunque el *reshoring* no es una

práctica mayoritaria, las empresas que optan por esta estrategia tienden a centrarse en actividades clave dentro de sus cadenas de suministro, probablemente buscando una mayor eficiencia y control sobre estos procesos críticos.

Asimismo, contamos con información sobre si la relocalización fue total o parcial, dónde se relocalizaron estas actividades y si se internalizaron o externalizaron. Esta información nos permite aproximar el tipo de estrategia de *reshoring* llevada a cabo.

Según los datos, la mayor parte del *reshoring* fue parcial, es decir, la actividad o proceso relocalizado no se recuperó en su totalidad. Por ejemplo, empresas que tenían completamente deslocalizada la compra de materias primas pueden haber relocalizado solo una parte de estas compras, debido a que algunas materias primas solo están disponibles en mercados extranjeros.

Observamos que la mayoría de las actividades se han relocalizado en el mercado de origen, es decir, en España, seguido por

CUADRO N.º 4.
CARACTERÍSTICAS DE LAS OPERACIONES DE RELOCALIZACIÓN

ACTIVIDAD	I+D	DISEÑO	COMPRA DE MATERIAS PRIMAS	COMPRA DE PRODUCTOS INTERMEDIOS	PRODUCCIÓN	MARKETING Y/O POSVENTA	OTRAS ACTS.
SECTOR							
TOTAL operaciones de <i>reshoring</i> (% del total de la muestra)	3 1,3 %	3 1,3 %	17 7,1 %	24 10 %	19 7,9 %	3 1,3 %	1 0,4 %
<i>Reshoring</i> total (núm. operaciones)	1	1	2	1	7	2	-
<i>Reshoring</i> parcial (núm. operaciones)	2	2	15	23	11*	1	1
<i>Reshoring</i> en España	3	3	6	12	15	3	1
<i>Reshoring</i> en Europa	-	-	9	10	-	-	-
<i>Reshoring</i> en otra región	-	-	1*	1*	2**	-	-
<i>Reshoring</i> proveedores	1	1	13	20	5	1	-
<i>Reshoring</i> filial o fábrica propia	2	2	2**	4	14	2	1

Notas: *Una empresa dejó la respuesta en blanco.

**Dos empresas dejaron la respuesta en blanco.

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 5.
MOTIVOS POR LOS QUE SE RELOCALIZARON ESTAS ACTIVIDADES

ACTIVIDAD	I+D	DISEÑO	COMPRA DE MATERIAS PRIMAS	COMPRA DE PRODUCTOS INTERMEDIOS	PRODUCCIÓN	MARKETING Y/O POSVENTA	TOTAL
SECTOR							
Costes/ eficiencia operativa			6	13	11		30
Calidad y control procesos			6	11	12		29
Tecnología – permite producir en casa o cerca mejor o igual	1	1	4	11	11		28
Sostenibilidad	2	2	9	9	15		37
Ayudas/ incentivos Gobierno (núm. empresas)	1	1	1	4	3		10
Resiliencia cadena valor/ cercanía clientes		1	15	21	24		61
Otros-tensiones geopolíticas		1	6	7	8		22

Fuente: Elaboración propia.

Europa, con otras regiones siendo menos populares. Esto sugiere una preferencia por acercar las actividades al mercado de origen, especialmente en el caso de actividades más sofisticadas

o de mayor valor añadido como el diseño, la I+D o el *marketing*, así como en procesos productivos y la compra de productos intermedios. Sin embargo, en la compra de materias primas, la

relocalización tiende a orientarse más hacia la región europea en general, no solo hacia España.

Para la compra de materias primas y productos intermedios,

cuando se relocalizan, existe una preferencia por externalizar estos procesos, es decir, que sean otros proveedores los que realicen esta actividad para la empresa. En contraste, para el resto de las actividades, y especialmente en el caso de la producción, se prefiere internalizar el proceso, es decir, que sea la propia empresa la que se encargue de la actividad, lo que supone un mayor control sobre la misma.

El cuadro n.º 5 reporta los motivos por los que se hizo *reshoring*.

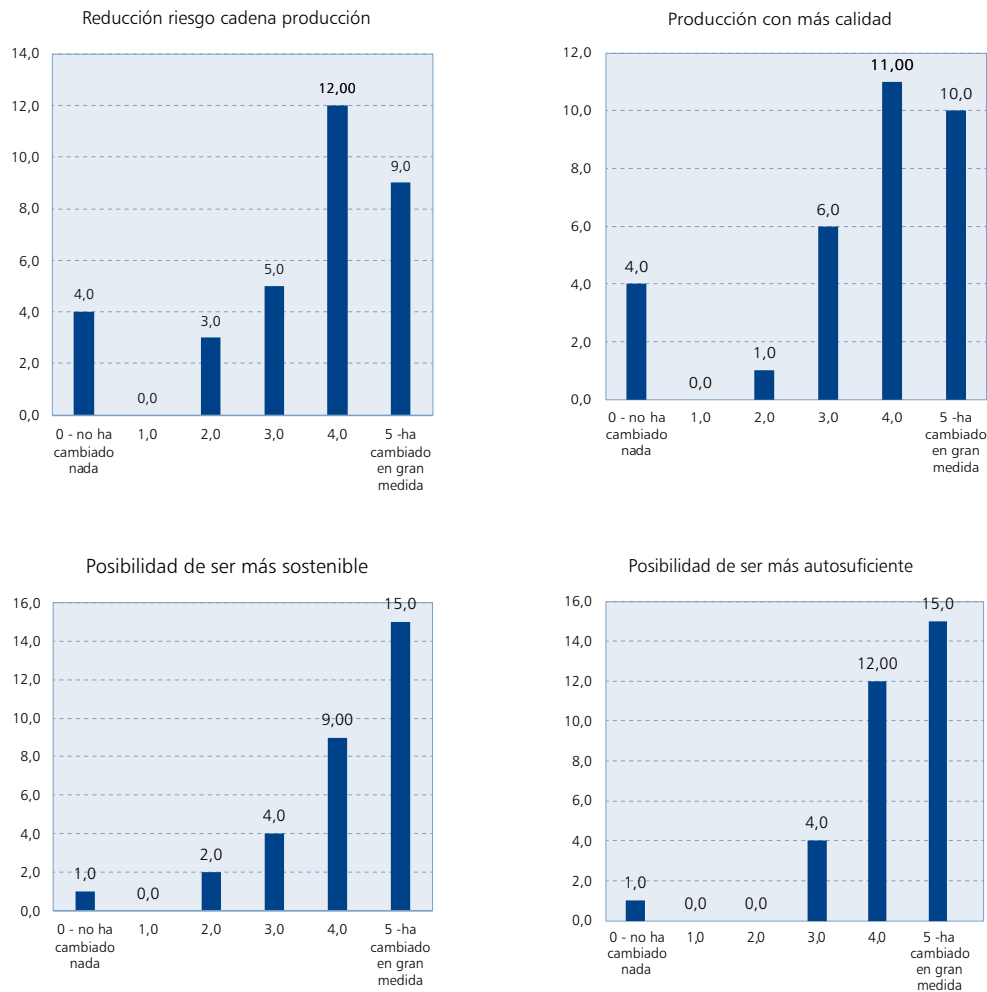
En cada una de las operaciones se podía especificar más de un motivo por el cual se había realizado dicha actividad.

Como puede observarse las dos motivaciones que destacan son la búsqueda de una mayor resiliencia de la cadena de valor/ cercanía al cliente así como la mejora de la sostenibilidad. Le siguen en importancia los aspectos relacionados con los costes y la eficiencia operativa, la mejora de la calidad y el control y la influen-

cia de las nuevas tecnologías. En menor medida se mencionan las ayudas o incentivos gubernamentales y otras motivaciones como las tensiones geopolíticas.

Si analizamos los resultados en las tres actividades relocalizadas más comunes, la pauta es similar. Tanto en producción, como en la compra de materias primas y productos intermedios, la mayor motivación ha sido mejorar la resiliencia de la cadena de valor así como la sostenibilidad de esta.

GRÁFICO 2
MEJORAS DE LA RELOCALIZACIÓN



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, valoramos las respuestas de los encuestados en dos áreas: las mejoras derivadas del proceso de *reshoring* y los problemas o barreras enfrentados al considerar esta decisión. La mayoría de las empresas que había relocalizado señalaron como principales resultados la mejora en sostenibilidad y autosuficiencia, seguido de la reducción del riesgo de la cadena y la mejora en la calidad de la producción.

En cuanto a las barreras y dificultades para proceder con las estrategias de *reshoring*, se recibieron algo más de 60 respuestas del total de 240 respuestas válidas. Alrededor de la mitad de estas empresas indicaron que esta estrategia se complica debido a la pérdida de competitividad en precios. Otros motivos destacados incluyen la escasez o ausencia de materias primas en origen (como el acero o el terciopelo, dependiendo de la industria), la complicación asociada a algunos procesos de fabricación, y factores como la política y la excesiva burocracia, entre otros.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En el contexto de un mundo cada vez más desglobalizado, las empresas afrontan retos sin precedentes que demandan una revisión profunda de sus estrategias de localización de la producción.

Los resultados de nuestro estudio empírico revelan que solo un pequeño porcentaje de las empresas que previamente habían realizado *offshoring* han desarrollado estrategias de relocalización o están considerando hacerlo. Esto demuestra que la decisión de relocalizar no es sencilla y que no se pueden ignorar las ventajas asociadas a la deslocalización, incluso en

un escenario global aparentemente más volátil. Los discursos optimistas de autoridades y académicos sobre las posibilidades de esta estrategia contrastan negativamente con la realidad empresarial.

Por otra parte, nuestros datos muestran que las empresas principalmente relocalizaron actividades como la compra de materias primas y productos intermedios seguidas por las actividades productivas. Esto refleja la conocida dependencia de las industrias manufactureras de mercados extranjeros para obtener materias primas e insumos, lo que motivó la deslocalización inicial. El retorno de estos procesos también sugiere una voluntad de las empresas de fomentar el abastecimiento local y utilizar materiales alternativos, lo que podría ser una vía hacia la innovación y la recuperación de cierta soberanía en la cadena de suministro. Esta estrategia es crucial, en un escenario de potencial regionalización de las CVG. Las decisiones de relocalización de estas actividades pueden otorgarles un mayor control, mejorando su competitividad en costes y haciéndolas más atractivas para las empresas líderes de las CVG, lo que podría atraer flujos comerciales de vuelta a regiones como Europa.

En segundo lugar, nuestros datos indican que la mayor parte del *reshoring* fue parcial; es decir, la actividad o proceso en cuestión no se recuperó en su totalidad. En este sentido, podemos hablar de una cierta tendencia al retorno de parte de los procesos productivos, pero queda lejos el retorno total, al menos en algunas industrias, en las que es difícil encontrar materias primas a nivel local o en las que se destruyeron las competencias y conocimientos básicos. Además, observamos que en la muestra se prefirió relocalizar en origen, principalmente en España, siendo

Europa el siguiente destino en importancia. La preferencia por retornar al país de origen puede explicarse por el deseo de las empresas de recuperar el control sobre la cadena de valor. Sin embargo, no siempre es posible en todos los casos. De hecho, observamos que las actividades de mayor valor añadido, como el diseño y la I+D, tienden a retornar directamente a España, mientras que otras como la compra de materias primas o productos intermedios se relocalizan también hacia Europa.

Los motivos principales para relocalizar fueron el mayor control sobre la cadena de valor y la cercanía al cliente junto con el deseo de ser más sostenible. Estas razones indican varias tendencias que conviene aprovechar. Por una parte, la pandemia de COVID-19 y las recientes tensiones geopolíticas han expuesto las vulnerabilidades de las cadenas de suministro globales, haciendo evidente la necesidad de tener operaciones más cercanas y controlables. La proximidad a los clientes también permite una respuesta más rápida a las demandas del mercado y una mayor flexibilidad operativa. Por otra parte, con el aumento de la conciencia ambiental y las regulaciones más estrictas, las empresas buscan reducir su huella de carbono y adoptar prácticas más sostenibles. Relocalizar operaciones puede ayudar a cumplir con estándares ambientales más rigurosos y mejorar la percepción de la marca entre los consumidores preocupados por la sostenibilidad. Este análisis subraya la importancia de tener cadenas de suministro más robustas y sostenibles en el contexto de un mundo cada vez más volátil e incierto.

En paralelo, las empresas de la muestra en general señalaron como dificultades en la implementación de esta estrategia el mantener una competitividad en precios,

así como la escasez o ausencia de ciertos productos en origen, la complicación intrínseca a algunos procesos de manufactura (encontrándose, en ocasiones, las habilidades requeridas solo en el extranjero), o ciertos factores políticos y burocráticos. Es sorprendente, en cierto modo, que las ayudas o incentivos gubernamentales no aparecieran como motivo para relocalizar cuando en España el Gobierno se ha mostrado muy proactivo en promover medidas encaminadas a la reindustrialización, siguiendo la línea de Europa. Todo pareciera indicar que las medidas orientadas a potenciar el *reshoring* no están dando los resultados esperados.

Las decisiones de relocalización son complejas y requieren una comprensión profunda de las implicaciones de esta estrategia a corto y largo plazo. Aunque el *reshoring* puede ofrecer soluciones a problemas específicos de la cadena de suministro, también implica desafíos significativos. A raíz de los resultados y el todavía escaso desarrollo potencial de esta estrategia, ofrecemos algunas recomendaciones clave para fortalecer la implementación de las estrategias de *reshoring* tanto a nivel directivo como en el ámbito de las políticas públicas.

Recomendaciones de carácter directivo

Los directivos que se enfrentan a la decisión de relocalizar deben adoptar un enfoque holístico y estratégico. Es esencial una planificación detallada y un análisis riguroso que considere factores como el impacto en la cadena de valor, la reacción de los *stakeholders* y los cambios en el entorno competitivo. A partir de la revisión teórica y los resultados del estudio empírico, ofrecemos las siguientes recomendaciones:

— Evaluación estratégica de la cadena de valor

Realizar un diagnóstico completo de la cadena de valor para identificar vulnerabilidades y oportunidades de mejora, analizando las condiciones del país *offshore* y del país destino (*backshoring* o *nearshoring*), así como dependencias críticas y riesgos asociados con la geopolítica, la economía y la estabilidad laboral, además de evaluar la infraestructura, disponibilidad de materias primas, talento local y recursos necesarios para la relocalización.

— Evaluación financiera

Realizar un análisis detallado de los costes frente a los beneficios de relocalizar, incluyendo incentivos gubernamentales y beneficios indirectos a largo plazo, y modelar el impacto financiero de la relocalización, considerando la inversión inicial y los ahorros a largo plazo en logística y producción.

— Evaluación del modelo de *reshoring* (interno/externo)

Establecer criterios claros para elegir entre *reshoring* interno o externo, y diseñar planes de acción específicos para cada modalidad, incluyendo tareas, tiempos y responsabilidades.

— Inversión en tecnología y desarrollo del capital humano

Evaluar la necesidad de invertir en tecnología avanzada y automatización para asegurar la competitividad de la producción relocalizada, así como implementar programas de formación y desarrollo para el personal local, asegurando que se cuenten

con las habilidades necesarias para manejar las nuevas tecnologías y procesos de producción

— Estrategia de cooperación múltiple

Evaluar e integrar verticalmente componentes clave de la cadena de valor para tener mayor control y flexibilidad en la producción y fomentar la colaboración local con proveedores, centros de investigación y Gobiernos para mejorar la innovación y capacidad de respuesta.

— Enfoque en la sostenibilidad y responsabilidad social

Integrar prácticas de producción sostenibles que minimicen el impacto ambiental y mejoren la imagen de marca, generando valor para la comunidad local a través del compromiso con el ecosistema de innovación local.

— Gestión del cambio y comunicación

Introducir sistemas de seguimiento de riesgos, planificación de escenarios, pruebas de estrés y planes de continuidad para nuevas disrupciones en las cadenas de valor. Establecer canales de comunicación efectivos sobre el proceso de *reshoring* y sus beneficios para alinear a todas las partes interesadas, incluidos trabajadores, proveedores y clientes, mientras se promueve una cultura organizativa que priorice la flexibilidad, adaptabilidad e innovación continua.

Cada empresa, sector y localización puede requerir un enfoque de *reshoring* único. Sin embargo, los principios de adaptabilidad, sostenibilidad, innovación tecnológica y colaborativa, e integración local delineados aquí, ofrecen una base

sólida sobre la cual las organizaciones pueden construir y ajustar sus estrategias de *reshoring* para lograr el éxito.

Recomendaciones de política pública

Para facilitar el desarrollo de medidas encaminadas a incentivar esta estrategia clave en nuestro actual contexto, proponemos también una serie de líneas de actuación en torno a las políticas públicas. Esta propuesta sigue un enfoque multidimensional que requiere la colaboración activa entre Gobiernos (tanto a nivel nacional como europeo) y empresas.

- Programas especializados de asesoramiento y compensación de costes para pymes

Implementar programas que ofrezcan asesoramiento personalizado y compensaciones financieras a pymes interesadas en relocalizar su producción, con el objetivo de nivelar los costes adicionales del *reshoring*, considerando la integración de evaluaciones de impacto ambiental y sostenibilidad, la creación de empleos en alta tecnología y la capacitación de empleados en los criterios para acceder a estas compensaciones.

- Soporte en la reestructuración y localización de proveedores

Proporcionar asistencia financiera y técnica la búsqueda de proveedores locales, reduciendo la dependencia de mercados como el chino. Ofrecer servicios de auditoría subsidiados para evaluar la capacidad, sostenibilidad y fiabilidad de los proveedores locales potenciales, ayudándolos a obtener certificaciones relevantes.

- Impulso al emprendimiento en sectores complementarios

Fomentar la creación de nuevas empresas en sectores auxiliares mediante incentivos económicos y programas de apoyo para desarrollar redes de proveedores locales más robustas. Desarrollar programas de mentoría que conecten los nuevos proyectos industriales con empresas establecidas y expertos del sector, promoviendo el intercambio de conocimientos y la innovación colaborativa.

- Colaboración entre la industria y centros de formación para la formación técnica

Establecer alianzas estratégicas entre el sector industrial y centros de formación para desarrollar programas adaptados a las necesidades del mercado laboral actual, enfocándose en habilidades tecnológicas avanzadas.

- Incentivos para la inversión en tecnología avanzada

Lanzar programas de incentivos fiscales, financieros y regulatorios que motiven a las empresas a invertir en nuevas tecnologías, como la impresión 3D y la automatización.

- Programa de incentivos a la sostenibilidad en la producción

Introducir incentivos para la adopción de procesos productivos sostenibles, disminuyendo la dependencia externa y alineando las prácticas industriales con las tendencias del mercado, incluyendo criterios de innovación, sostenibilidad, circularidad y descarbonización en las licitaciones y compras públicas

- Programas de cooperación internacional en *reshoring*

Promover acuerdos internacionales que faciliten el intercambio de mejores prácticas, tecnologías y talento en *reshoring*, así como implementar programas a nivel europeo de vigilancia de importaciones para evitar la competencia desleal de países que no cumplen con la legislación.

NOTAS

(*) Los autores agradecen la financiación recibida por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (PID2020-118340RB-I00) y por la Generalitat Valenciana CIAICO-2022065) y (PhD Grant ACIF/2021/322).

BIBLIOGRAFÍA

- ANCARANI, A. y DI MAURO, C. (2018). Reshoring and industry 4.0: How often do they go together? *IEEE Engineering Management Review*, 46(2), pp. 87–96.
- ANCARANI, A., DI MAURO, C. y MASALI, F. (2019). Backshoring strategy and the adoption of Industry 4.0: Evidence from Europe. *Journal of World Business*, 54(4), pp. 360–371.
- ANCARANI, A., DI MAURO, C., FRATOCCHI, L., ORZES, G. y SARTOR, M. (2015). Prior to reshoring: A duration analysis of foreign manufacturing ventures. *International Journal of Production Economics*, 169, pp. 141–155.
- BAILEY, D., CORRADINI, C. y DE PROPRIIS, L. (2018). 'Home-sourcing' and closer value chains in mature economies: The case of Spanish manufacturing. *Cambridge Journal of Economics*, 42(6), pp.1567–1584.
- BARBIERI, P., CIABUSCHI, F., FRATOCCHI, L. y VIGNOLI, M. (2018). What do we know about manufacturing reshoring? *Journal of Global Operations and Strategic Sourcing*, 11(1), pp. 79–122.
- CANHAM, S. y HAMILTON, R. T. (2013). SME internationalisation: Offshoring, 'backshoring', or staying at home in New Zealand. *Strategic Outsourcing: An International Journal*, 6(3), pp. 277–291.
- CHOUDHARY, N. A., RAMKUMAR, M., SCHOENHERR, T., RANA, N. P. y DWIVEDI, Y. K. (2022). Does reshoring affect the resilience and sustainability of supply chain

networks? The cases of apple and jaguar land rover. <i>British Journal of Management</i>, [Preprint]. https://doi.org/10.1111/1467-8551.12614 CIABUSCHI, F., LINDAHL, O., BARBIERI, P. y FRATOCCHI, F. (2019). Manufacturing reshoring: A strategy to manage risk and commitment in the logic of the internationalization process model. <i>European Business Review</i>, 31(1), pp. 139–159. DI MAURO, C., FRATOCCHI, L., ORZES, G. y SARTOR, M. (2018). Offshoring and backshoring: A multiple case study analysis. <i>Journal of Purchasing and Supply Management</i>, 24(2), pp. 108–134 FRATOCCHI, L., ANCARANI, A., BARBIERI, P., DI MAURO, C., NASSIMBENI, G., SARTOR, M., VIGNOLI, M. y ZANONI, A. (2016). Motivations of manufacturing reshoring: An interpretative framework. <i>International Journal of Physical Distribution & Logistics Management</i>, 46(2), pp. 98–127. FRATOCCHI, L., DI MAURO, C., BARBIERI, P., NASSIMBENI, G. y ZANONI, A. (2014). When manufacturing moves back: Concepts and questions. <i>Journal of Purchasing and Supply Management</i>, 20(1), pp. 54–59. FRATOCCHI, L. y DI STEFANO, C. (2019). Does sustainability matter for reshoring strategies? A literature review. <i>Journal of Global Operations and Strategic Sourcing</i>, 12(3), pp. 449–476 GANDOLY, R. y DÍAZ-MORA, C. (2020). El futuro de las cadenas globales de valor. Club de Exportadores e Inversores Españoles. Comité de Reflexión sobre Internacionalización. GRAY, J. V., ESENDURAN, G., RUNGTUSANATHAM, M. J. y SKOWRONSKI, K. (2017). Why in the world did they reshore? Examining small to medium-sized manufacturer decisions. <i>Journal of Operations Management</i>, 49–51(1), pp. 37–51. GRAY, J. V., SKOWRONSKI, K., ESENDURAN, G. y RUNGTUSANATHAM, M. J. (2013). The reshoring phenomenon: What supply chain academics ought to know and should do. <i>Journal of Supply Chain Management</i>, 49(2), pp. 27–33.	HUQ, F., PAWAR, K. S. y ROGERS, H. (2016). Supply chain configuration conundrum: How does the pharmaceutical industry mitigate disturbance factors? <i>Production Planning & Control</i>, 1–15. KEARNEY. (2024). <i>Made in America: Here to stay? 2024 Reshoring Index</i>. A.T. Kearney. KINKEL, S. (2014). Future and impact of backshoring—some conclusions from 15 years of research on German practices. <i>Journal of Purchasing and Supply Management</i>, 20(1), pp. 63–65. KINKEL, S. y MALOCA, S. (2009). Drivers and antecedents of manufacturing offshoring and backshoring—a German perspective. <i>Journal of Purchasing and Supply Management</i>, 15(3), pp. 154–165. LAMPÓN, J. F. y GONZÁLEZ-BENITO, J. (2020). Backshoring and improved key manufacturing resources in firms' home location. <i>International Journal of Production Research</i>, 58(20), pp. 6268–6282 MARTÍNEZ-MORA, C. y MERINO, F. (2020). Consequences of sustainable innovations on the reshoring drivers' framework. <i>Journal of Manufacturing Technology Management</i>, 31(7), pp. 1373–1390. McKINSEY. (2020). Resetting supply chains for the next normal. Ed. McKinsey & company. MIROUDOT, S. (2020). Reshaping the policy debate on the implications of COVID-19 for global supply chains. <i>Journal of International Business Policy</i>, 3(4), pp. 430–442. NUJEN, B. B., HALSE, L. L., DAMM, R. y GAMMELSÆTER, H. (2018). Managing reversed (global) outsourcing—the role of knowledge technology and time. <i>Journal of Manufacturing Technology Management</i>, 29(4), pp. 676–698. OECD. (2020). Covid-19 and Global Value Chains: Policy Options to Build More Resilient Production Networks. 3 June 2020. http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/covid-19-and-global-value-chains-policy-	options-to-build-more-resilient-production-networks-04934ef4/ ORBIS. (enero de 2024). Bureau van Dijk. Base de datos ORBIS. PALLÁS-ROCAFULL, A., PLA-BARBER, J., VILLAR, C. y HERVÁS-OLIVER, J. L. (2024). Enhancing firm resilience: how the Valencian textile cluster responded to COVID-19-induced GVC disruptions. <i>European Planning Studies</i>, 32(4), pp. 863–881. PETRICEVIC, O. y TEECE, D. J. (2019). The structural reshaping of globalization: Implications for strategic sectors, profiting from innovation, and the multinational enterprise. <i>Journal of International Business Studies</i>, 50(9), pp. 1487–1512. PLA-BARBER, J., VILLAR, C. y NARULA, R. (2021). Governance of global value chains after the Covid-19 pandemic: A new wave of regionalization? <i>BRQ Business Research Quarterly</i>, 24(3), pp. 204–213. ROBINSON, P. K. y HSIEH, L. (2016). Reshoring: a strategic renewal of luxury clothing supply chains. <i>Operations Management Research</i>, 9, pp. 89–101. SABI. (enero de 2024). Bureau van Dijk. Base de datos SABI. SHIH, W. (2020). Is it time to rethink globalized supply chains? <i>MIT Sloan Management Review</i>, March 19. https://sloanreview.mit.edu/article/is-it-time-to-rethink-globalized-supply-chains/. SU, W. y JUNE, S. (2023). Unlocking the recipe for organizational resilience: A review and future research direction. <i>European Management Journal</i>, 41(6), pp. 1086–1105. TSAI, T. Y. y URMETZER, F. (2023). A decisional framework for manufacturing relocation: Consolidating and expanding the reshoring debate. <i>International Journal of Management Reviews</i>. UNCTAD. (2020). World Investment Report. International Production Beyond the Pandemic. UNCTAD.
---	---	---

Resumen

Este estudio emplea datos del KSE Institute para analizar la respuesta desinversora de las empresas extranjeras con intereses en Rusia ante la invasión rusa de Ucrania. Los resultados muestran que aproximadamente un 10 por 100 de las empresas presentes en el mercado ruso antes de la invasión abandonaron Rusia y un 32 por 100 suspendió o redujo su actividad. No obstante, más de la mitad del total continúa operando allí. Las desinversiones por motivos reputacionales son más comunes en aquellas empresas inversoras que están más expuestas a la opinión pública. Las empresas españolas han seguido un comportamiento similar al de sus homólogas internacionales.

Palabras clave: desinversión exterior, reputación corporativa, *stakeholders*, Rusia, Ucrania.

Abstract

This study uses data from the KSE Institute to analyze the divestment response of foreign companies with interests in Russia following the Russian invasion of Ukraine. The results show that approximately 10 per cent of the companies present in the Russian market before the invasion have left Russia, and 32 per cent have suspended or scaled down their activities. However, more than half continue to operate there. Divestments for reputational reasons are more common among those investor companies that are more exposed to public opinion. Spanish companies have behaved similarly to their international counterparts.

Keywords: foreign divestment; corporate reputation, *stakeholders*, Russia, Ukraine.

JEL Classification: C21, F23, F51.

DESINVERSIÓN EXTERIOR REPUTACIONAL TRAS LA INVASIÓN RUSA A UCRANIA

Esteban GARCÍA-CANAL

Raquel GARCÍA-GARCÍA

Universidad de Oviedo

I. INTRODUCCIÓN

EL entorno político de los negocios internacionales ha tenido, tradicionalmente, una repercusión meramente local en aquellos países donde se generaban conflictos y abusos de poder por parte de los Gobiernos; por ejemplo, dificultando las operaciones en los mismos y comprometiendo la rentabilidad de las inversiones en el país, lo que podía derivar en la liquidación de la posición inversora de la empresa (Fernández-Méndez *et al.*, 2019). Sin embargo, en el entorno geopolítico actual, la potencial disrupción de los conflictos internacionales se multiplica debido no solo a la interdependencia estratégica de las cadenas de valor globales, sino también al creciente escrutinio público al que se ven sometidas las empresas multinacionales, tanto en su país de origen como en el extranjero.

En efecto, las empresas que continúan operando en entornos políticamente inestables o autoritarios pueden ser percibidas internacionalmente como cómplices o cooperadoras necesarias de posibles abusos de poder por parte de los Gobiernos locales. Esta percepción puede dañar su reputación global, afectar sus relaciones con socios comerciales y clientes, y provocar sanciones o boicots en mercados donde los consumidores y las autoridades

otorgan una gran importancia a la responsabilidad social y ética. En consecuencia, la interrelación entre el entorno político y la actividad empresarial se convierte en un desafío multidimensional que exige una gestión estratégica cuidadosa para mitigar riesgos y salvaguardar tanto la operación como la imagen corporativa en el ámbito internacional.

Bajo este prisma, el presente artículo examina la respuesta proporcionada por las empresas multinacionales que contaban con posiciones abiertas en el mercado ruso antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia el 24 de febrero de 2022. Para llevar a cabo el análisis, se ha explotado la base de datos elaborada por el KSE Institute de la Kyiv School of Economics, que recopila datos de todas las empresas que mantenían intereses en el mercado ruso a diciembre de 2021. A pesar de la elevada exhaustividad de esta base, en la realización del trabajo se han consultado datos adicionales; entre otros, los del Banco Mundial, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés) y *DataInvex*. Si bien se presta especial atención al caso de las empresas españolas, se analiza globalmente la respuesta de todas las compañías presentes en el mercado ruso según las fuentes consultadas. La invasión ha llevado a estas empresas a reevaluar significativamente sus estrategias

y operaciones en Rusia, obligando a muchas a reconsiderar su presencia en el país debido a la presión internacional, las sanciones impuestas por diversas naciones y la presión de la opinión pública. Los datos muestran que, pese a todo, más de la mitad de las empresas (57 por 100), han mantenido su posición inversora o comercial en Rusia. Han sido poco más del 10 por 100 las que han abandonado completamente el mercado ruso, priorizando su reputación global y el cumplimiento de las sanciones internacionales, si bien este porcentaje es mayor en el subgrupo de empresas inversoras. El resto de las empresas, el 32 por 100, ha optado por mantener una presencia limitada o buscar soluciones intermedias, equilibrando la necesidad de no ser vistas como cooperadoras con el régimen ruso y la protección de sus inversiones. Estos resultados evidencian que no resulta fácil para las empresas renunciar a las oportunidades de negocio que ofrece el país, abandonando las inversiones y relaciones comerciales establecidas. La explotación estadística de la base de datos del KSE Institute permitirá identificar el perfil de las empresas que son más propensas a acometer este tipo de desinversiones por motivos reputacionales. Previamente, se analiza en la siguiente sección el concepto de desinversión reputacional y se revisan la literatura y evidencias empíricas sobre el tema. II. DESINVERSIONES INTERNACIONALES, REPUTACIÓN CORPORATIVA Y GESTIÓN SIMBÓLICA La internacionalización de la empresa es un proceso dinámico que dista mucho de ser lineal,	pues las empresas acompañan gradualmente la asunción de riesgos con el aprendizaje sobre el propio proceso y el refuerzo de sus ventajas competitivas (Johanson y Vahlne, [1977 y 2003]). Se trata, por tanto, de un proceso con avances y retrocesos y, por esta razón, las inversiones en el exterior pueden ir acompañadas de desinversiones (Berry, 2010). Las desinversiones en un país pueden estar motivadas por una diversidad de factores. En primer lugar, existen factores directamente relacionados con la rentabilidad de la filial, como la incapacidad para crecer o ganar cuota de mercado debido a diferencias culturales o a la situación local de la industria (Berry, 2010). Sin embargo, estos no son los únicos (Schmid y Morschett, 2020). De hecho, causas relacionadas con la empresa en su conjunto, como su situación financiera o su estrategia competitiva, pueden llevar a liquidar la inversión en un país con el fin de mejorar la estructura financiera o alinear la estrategia corporativa con una nueva orientación (Sousa y Tan, 2015). Finalmente, factores macroeconómicos o políticos que afectan indirectamente las expectativas de rentabilidad futura de la subsidiaria también pueden explicar el abandono de un país (Fernández-Méndez, et al., 2019; García-Canal y Guillén, 2008). Frente a estas posibles razones, la investigación reciente viene poniendo de manifiesto un factor adicional que se presenta como clave en estos procesos y que está relacionado con el creciente escrutinio al que se ven sometidas las empresas multinacionales por parte de la sociedad y grupos de interés específicos con los que interactúan, bien en	su propio país, bien en otros países (normalmente desarrollados) en los que están presentes (Soule et al., 2014). En general, se tiende a pensar que la presencia de empresas multinacionales en países donde los Gobiernos atentan contra los derechos humanos o el derecho internacional viene a legitimar estos actos o, al menos, convierte a esas multinacionales en cooperadoras necesarias de ese tipo de actitudes. Por esta razón, muchas empresas optan por reducir o liquidar su presencia en dicho tipo de países, dando lugar a lo que podría denominarse «desinversiones por motivos reputacionales». Ejemplos de situaciones que han motivado la retirada de empresas multinacionales de ciertos países incluyen: el <i>apartheid</i> en Sudáfrica o las acciones represivas de la dictadura militar en Birmania durante el siglo pasado (Soule et al., 2014), la anexión de Crimea por Rusia en 2014 (Panibratov y Chen, 2022) y, en una escalada de la situación anterior, la reciente invasión de Ucrania también por parte de Rusia. y, en una escalada de la situación anterior, la reciente invasión de Ucrania también por parte de Rusia. En general, las desinversiones empresariales en países que promueven este tipo de acciones responden al deseo de las empresas de cuidar su reputación ante la sociedad en su conjunto. Buscan evitar la imagen de apoyo a regímenes controvertidos y prevenir posibles boicots por parte de diversos grupos de interés tanto en su país de origen como en otros. Pese a ello, al margen de las convicciones personales y de la cultura de la empresa en cuestión, estas decisiones conllevan un cálculo en el que se comparan las pérdi-
---	--	--

das económicas derivadas de la liquidación de la posición inversora con las asociadas al posible daño reputacional y consiguiendo cuota de mercado, así como otras posibles repercusiones legales. Esta circunstancia hace que el nivel desinversor no tenga por qué ser similar por parte de todas las empresas pertenecientes a un mismo sector o país. Además, como señalan Meyer y Estrin (2023), el debate ético sobre la decisión de abandonar de un país tiene cierta complejidad, pues también hay consideraciones éticas que llevarían a permanecer en el país, como las asociadas a la responsabilidad de la empresa con los trabajadores y clientes de la filial allí localizada.

La literatura muestra que las características del país de origen de la empresa, el nivel de contestación política y social y el comportamiento de sus homólogas en ese país determinan la probabilidad de que las empresas desinvieran (Soule *et al.*, 2014). Son los países con mayores niveles de libertades individuales y del mundo desarrollado los que suelen presentar mayores reacciones de rechazo a los abusos de poder de Gobiernos extranjeros (por ejemplo, Panibratov y Chen, 2022). Si nos centramos en el caso particular de las reacciones ante la invasión rusa de Ucrania en 2022, se observa que existen importantes diferencias entre países respecto a su actitud. La Resolución A/ES-11/L.1 de la Asamblea General de las Naciones Unidas como respuesta a dicha invasión obtuvo un amplio apoyo, siendo refrendada el 2 de marzo de 2022 por 141 países miembros. Tan solo cinco países votaron en contra (entre ellos la propia Rusia) y 35 se abstuvieron, estando 12 ausentes en el momento de la votación. Este clamoroso apoyo no parece tal cuando

se tiene cuenta que los países que no aprobaron la resolución, en su mayor parte países en desarrollo altamente poblados, como India o China, suponen dos tercios de la población mundial (Economist Intelligence Unit, 2022). En ellos, además, viene aumentando el número de empresas multinacionales (Guillén y García-Canal, 2009).

Dejando a un lado las diferencias entre países, las reacciones de las empresas en cada país distan de ser homogéneas. Pajuste y Toniolo (2022) analizaron una muestra de empresas cotizadas en los índices S&P500 y STOXX600, mostrando que las más rápidas en reaccionar tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia fueron aquellas que tenían una exposición muy limitada al mercado ruso en términos de facturación global. Hart *et al.* (2024) encontraron que, tras encuestar a una muestra representativa de la población estadounidense, el 66 por 100 de los ciudadanos estaban dispuestos a boicotear a las empresas que no abandonasen Rusia tras su invasión de Ucrania en 2022. De hecho, Balyuk y Fedyk (2023) hallaron que las empresas cotizadas estadounidenses más proclives a abandonar Rusia eran las más grandes, puesto que esto las hacía más sensibles a boicots dada su mayor visibilidad. A pesar de ello, Evenett y Pisani (2023) descubrieron que menos del 9 por 100 de las 1.404 empresas multinacionales de la Unión Europea (UE) o del G7 con filiales en Rusia al inicio de la invasión de Ucrania habían desinvertido en el país a finales de noviembre de 2022. Por su parte, el estudio de Huang *et al.* (2022) sobre una muestra global de empresas reveló que, aunque existía una correlación entre los indicadores *ESG* con la

retirada de Rusia, las empresas que abandonaban el país no liquidaban permanentemente sus posiciones, sino que estaban preparadas para volver después de un potencial fin del conflicto. Todas estas evidencias, tomadas en su conjunto, conducen a pensar que las consideraciones económicas y simbólicas coexisten junto con las morales o de conciencia.

De acuerdo con la denominada teoría de la Gestión Simbólica (Westphal y Park, 2020; Westphal y Zajac, 2013), las acciones de una empresa tienen un significado simbólico que va más allá de la acción en sí que se emprende y que trata de transmitir un mensaje de alineamiento con los intereses de los principales grupos de interés de la empresa o *stakeholders*. En algunos casos este alineamiento solo es aparente, dando lugar al fenómeno denominado como «desacoplamiento simbólico», que separa la imagen o la percepción pública de una empresa de sus acciones o prácticas reales (Westphal y Zajac, 1994). Esta separación puede ser intencional y estratégica con el objetivo de gestionar la reputación o la percepción externa de la empresa sin necesariamente cambiar sus operaciones o políticas internas. En todo caso, también es procedente reconocer la existencia de barreras de salida que dificultan la marcha de empresas en algunos sectores (Shapoval *et al.*, 2023). En las siguientes secciones se analiza en qué medida estas posibles barreras, así como los aspectos simbólicos, están presentes en las reacciones que se han observado en las empresas extranjeras presentes en Rusia desde el momento en que se desencadenó el conflicto entre Rusia y Ucrania el 24 de febrero de 2022.

III. DESINVERSIONES REPUTACIONALES ANTE LA INVASIÓN DE UCRANIA. EVIDENCIAS INTERNACIONALES.

El gráfico 1 muestra la evolución de la inversión directa recibida del exterior en Rusia, basada en datos agregados de la UNCTAD. En él se observa que la inversión recibida en Rusia procedente del exterior fue negativa en 2022, lo cual evidencia no ya la caída de la inversión recibida sino las importantes desinversiones que se produjeron en ese país como respuesta a la invasión de Ucrania.

Si bien los datos de la UNCTAD no permiten obtener información desagregada de las empresas presentes en Rusia o de sus inversiones, el KSE Institute ha recopilado información muy detallada a este respecto integrando datos de diversas fuentes, incluyendo los proyectos *SelfSanctions* (creado por el propio KSE Institute),

LeaveRussia (creado por voluntarios del campo de las tecnologías de la información en Ucrania) y el proyecto *CELI List of Companies Leaving and Staying in Russia* de la Universidad de Yale. La metodología completa seguida en la construcción de esta base de datos (base KSE en adelante) se puede consultar en Mylovanov et al. (2023).

La base KSE identifica a todas las empresas extranjeras con intereses en Rusia a finales de 2021 y hace un seguimiento de sus decisiones con respecto al mantenimiento de sus operaciones en el país desde el momento de la invasión, encontrándose en continua actualización. Por esta razón, más de dos años después de la invasión, este es un momento adecuado para valorar la existencia de este tipo de desinversiones ya que, como se verá más adelante, estas distan de ser inmediatas. Otra de las principales ventajas de esta base es su grado de cobertura de países inversores, incluyendo tanto paí-

ses alineados como no alineados con la ya mencionada Resolución A/ES-11/L.1 de la ONU.

A 19 de mayo de 2024 (última fecha de acceso para los propósitos de esta investigación), la base recogía información de 3.837 empresas extranjeras con presencia activa en Rusia (inversora o comercial). Específicamente, 1.531 contaban con una posición inversora contrastada en el país y las 2.306 restantes eran empresas en las que esa posición inversora no se había llegado a acreditar. Así pues, la base no solo recoge empresas con inversión directa en el exterior propiamente dicha en Rusia. De acuerdo con Shapoval et al. (2023, p. 5), la base de datos del KSE fue construida a partir de la combinación de una base de empresas extranjeras con participación en sociedades legalmente constituidas en Rusia y otra de compañías que tenían «conexiones comerciales y de negocios en Rusia». En este artículo se considera que las empresas con inversión directa en Rusia son aquellas para las que

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA ENTRANTE EN RUSIA (1992-2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la UNCTAD.

el KSE Institute ha identificado la existencia de filiales, categorizando al resto como empresas con conexiones comerciales.

En cuanto a su respuesta al conflicto entre Rusia y Ucrania, del total de 3.837 empresas extranjeras incluidas en la base a 19 de mayo de 2024, 390 habían abandonado el país, 1.225 habían suspendido las operaciones en territorio ruso y/o estaban explorando opciones de salida de dicho mercado y 2.181 seguían explotando el mercado ruso con normalidad. Tan solo en 41 de los casos no fue posible determinar la respuesta de la empresa.

El cuadro n.º 1 muestra la distribución de estas empresas en función de si mantenían una posición inversora contrastada o no, excluyendo los casos en los que no se conoce la respuesta de la empresa. Como se puede apreciar, hay una mayor propensión a abandonar el país por parte de las empresas con posición inversora debido a que tienen un mayor grado de visibilidad y se las puede presionar más fácilmente. Así lo refleja el valor de los residuos ajustados, que permiten contrastar la existencia de relaciones significativas entre las frecuencias esperadas y observadas en cada celda, complementando la significación global proporcionada por la chi-cuadrado. No obstante, en ambos casos el porcentaje de empresas que deciden mantener sus intereses inalterados en Rusia supera el 50 por 100.

El gráfico 2 muestra la distribución cruzada entre sectores de actividad y estado de la inversión, incluyéndose entre paréntesis el número de empresas de cada sector con intereses en Rusia antes de la invasión. En general, se observa que los

CUADRO N.º 1
REACCIÓN DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS PRESENTES EN RUSIA A LA INVASIÓN RUSA DE UCRANIA POR TIPO DE EXPOSICIÓN

	MANTENIMIENTO DE LA POSICIÓN	SUSPENSIÓN DE OPERACIONES	ABANDONO TOTAL	TOTAL
	1.304	919	42	2.265
Conexiones comerciales	57,57 % (0,18)	40,57 % (13,31)***	1,85 % (-20,78)***	100 %
Inversión directa extranjera	877	306	348	1.531
	57,28 % (-0,18)	19,99 % (-13,31)***	22,73 % (20,78)***	100 %
Total	2.181	1.225	390	3.796
	57,46 %	32,27 %	10,27 %	100 %

X^2 de Pearson = 507,49***

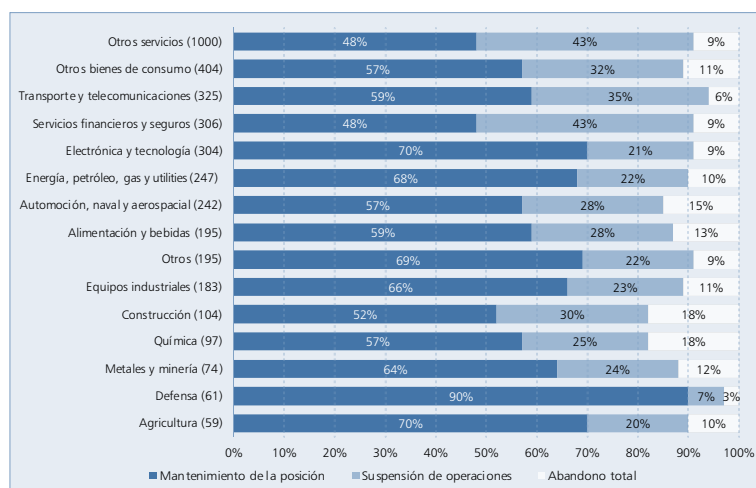
RESIDUOS AJUSTADOS ENTRE PARÉNTESIS

*** $P < 0,01$; ** $P < 0,05$; * $P < 0,1$.

sectores de servicios son los únicos en los que el porcentaje de empresas que permanecen en Rusia baja del 50 por 100. Este dato puede deberse a las mayores barreras de salida derivadas de costes hundidos que existen en los sectores primario y secundario.

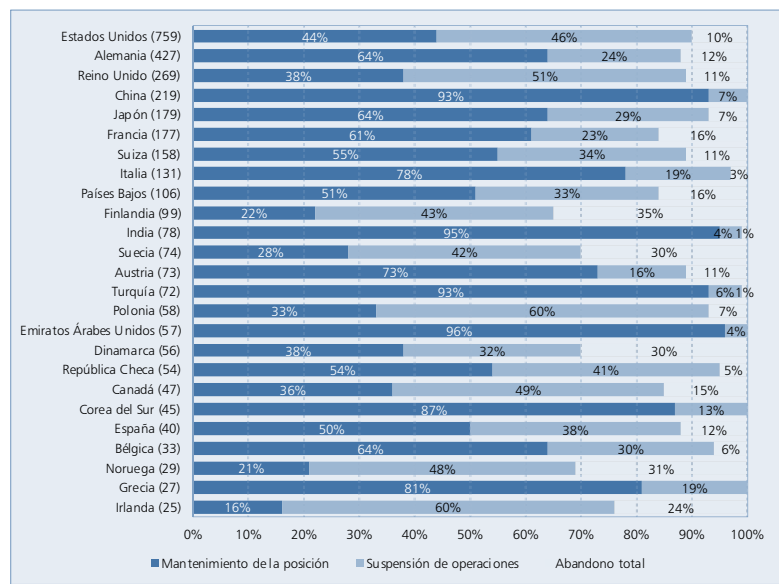
Pese a que la decisión de abandonar Rusia es individual de cada empresa, el entorno de cada país de origen es determinante. El gráfico 3 muestra el desglose de reacciones para los 25 países con mayor presencia en Rusia antes del conflicto, la cual dista de ser homogénea, sobre todo en lo

GRÁFICO 2
DECISIONES DE EMPRESAS EXTRANJERAS POR INDUSTRIA



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del KSE Institute.

GRÁFICO 3
DECISIONES DE EMPRESAS EXTRANJERAS POR PAÍS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del KSE Institute.

que a abandonar este mercado se refiere. En este sentido, se observa que países muy próximos geográficamente al conflicto, como los escandinavos y Polonia, tienen las menores tasas de permanencia. No obstante, países más próximos en términos políticos y estratégicos a Rusia, como China e India, tienen las mayores tasas de permanencia, superando estas el 90 por 100. Como se puede apreciar, ambos tipos de países son representativos de las mayores y menores presiones de la opinión pública dentro de cada país para el abandono de Rusia.

Ahondando en la distancia política entendida como el alineamiento entre países por motivos estratégicos, el cuadro n.º 2 recoge la tabulación cruzada de las reacciones de las empresas extranjeras presentes en Rusia en función de dos criterios de alineamiento político. El primer criterio es la pertenencia a la OTAN (Organización

del Tratado del Atlántico Norte) en el momento en que se produce la invasión. El segundo consiste en la distinción entre los países que ratificaron la Resolución A/ES-11/L.1

de la Asamblea General de las Naciones Unidas como respuesta a la invasión rusa de Ucrania y aquellos que no lo hicieron (bien por votar en contra, abstenerse o ausentarse), los cuales entendemos alineados con Rusia.

En el cuadro n.º 2 se observa que las empresas de los países que no son miembros de la OTAN o no ratificaron la resolución de Naciones Unidas están claramente sobrerrepresentadas en la categoría de permanencia en el país e infrarrepresentadas en las categorías que implican algún tipo de reacción. No obstante, se advierte que la ratificación de la Resolución A/ES-11/L.1 de la ONU es un factor más determinante para identificar la propensión a abandonar Rusia. Esta decisión, más reciente que la adhesión a la OTAN, está más alineada con el sentimiento de la opinión pública de cada país ante la invasión rusa. Como se puede apreciar, el abandono total de Rusia es mucho menor entre los países que no ratificaron la resolución que entre los países no

CUADRO N.º 2
REACCIÓN DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS PRESENTES EN RUSIA A LA INVASIÓN RUSA DE UCRANIA DE ACUERDO CON SU ALINEAMIENTO ESTRATÉGICO

	MANTENIMIENTO DE LA POSICIÓN	SUSPENSIÓN	ABANDONO TOTAL	TOTAL
Miembros OTAN	52,61 % (-8,396)***	36,56 % (7,786)***	10,83 % (1,689)*	100 %
No miembros OTAN	66,74 % (8,396)***	24,17 % (-7,786)***	9,08 % (-1,689)*	100 %
X² de Pearson = 73,56***				
Alineados con Rusia	87,88 % (13,463)***	10,72 % (-10,110)***	1,40 % (-6,383)***	100 %
No alineados con Rusia	53,76 % (-13,463)***	34,95 % (10,110)***	11,29 % (6,383)***	100 %

X² de Pearson = 182,69***

RESIDUOS AJUSTADOS ENTRE PARÉNTESIS
*** P<0,01; ** P<0,05; * P<0,1.

pertenecientes a la OTAN, entre los que se incluyen naciones como Suecia y Finlandia, que no eran miembros de la OTAN cuando se produjo la invasión.

La presión política y social en el país de origen parece ser, pues, uno de los determinantes de abandono del mercado ruso. Y esta parece estar condicionada por el nivel de progreso social en el país, tal como indican los resultados obtenidos con el *Social Progress Index* o *Índice de progreso social* (IPS) del año 2021 (cuadro n.º 3). El índice, desarrollado por la organización sin ánimo de lucro Social Progress Imperative, mide la capacidad de los países de satisfacer las necesidades sociales y medioambientales de sus ciudadanos en una escala de 0 a 100 a través de tres dimensiones: necesidades humanas básicas, bienestar fundamental, y oportunidades

de progreso. El análisis ANOVA realizado permite observar que existen diferencias significativas en la reacción de las empresas extranjeras a la invasión rusa de Ucrania de acuerdo con el IPS ($F = 149,58$; $P\text{-valor} < 0,01$). Asimismo, el test de comparación de medias de Scheffé determinó que existen diferencias significativas entre los distintos pares de reacciones. De este modo, los resultados apuntan a que un mayor grado de progreso social incrementa la suspensión de operaciones y el abandono de empresas en el mercado ruso.

No obstante, la presión no solo se circunscribe al ámbito geográfico de origen de las empresas, sino también a la exposición pública que estas tengan. El cuadro n.º 1 apuntaba a que, en general, las empresas cuya presencia en Rusia cuenta con mayor visibilidad (las inversoras)

son las más proclives a abandonar el país. Los análisis ANOVA y los tests de comparación de medias de Scheffé recogidos en los cuadros n.º 4 y 5 complementan este hallazgo mostrando que las empresas inversoras con un mayor número de empleados en Rusia, así como aquellas en las que el peso del negocio ruso es mayor en facturación global, han mostrado niveles superiores de abandono del mercado ruso tras la invasión de Rusia a Ucrania.

En la sección quinta se realiza un estudio econométrico para evaluar la importancia relativa de los factores relacionados con el país de origen, la industria y las características de la posición mantenida en Rusia en el tipo de respuesta a la invasión de Ucrania. No obstante, previamente se analiza la respuesta proporcionada por las empresas españolas al mismo.

IV. EL CASO ESPAÑOL

El gráfico 4 recoge la evolución de las inversiones brutas y netas de empresas españolas en Rusia (excluidas operaciones en empresas de tenencia de valores extranjeros o ETVEs) y las desinversiones como diferencia entre ambas, de acuerdo con las estadísticas de DataInVex. Como se puede apreciar, en el caso de España también se han producido desinversiones, tanto en 2022 como en 2023, si bien ha sido en este último año en el que se han producido en mayor cuantía.

Para situar las desinversiones españolas en Rusia en un contexto más amplio, el cuadro n.º 6 muestra la distribución de desinversiones españolas por países ordenados de mayor a menor de acuerdo con las desinversiones producidas en 2023. Dicho cuadro muestra el *stock* de posición inversora en

CUADRO N.º 3
ANOVA Y COMPARACIONES POR PARES DE SCHEFFÉ PARA EL ÍNDICE DE PROGRESO SOCIAL Y LA REACCIÓN DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS PRESENTES EN RUSIA A LA INVASIÓN RUSA DE UCRANIA

CATEGORÍAS	MEDIA I.P.S.	ANOVA (P-VALOR ENTRE PARÉNTESIS)
Mantenimiento de la posición (n = 2.145)	82,67	
Suspensión de operaciones (n = 1.208)	86,95	149,58*** (0,00)
Abandono total (n = 383)	88,78	
COMPARATIVA DE CATEGORÍAS	DIFERENCIA DE MEDIAS	TEST DE SCHEFFÉ (P-VALOR ENTRE PARÉNTESIS)
Suspensión de operaciones vs. Mantenimiento de la posición	4,28	14,06*** (0,00)
Abandono total vs. Mantenimiento de la posición	6,11	13,05*** (0,00)
Abandono total vs. Suspensión de operaciones	1,83	3,70*** (0,00)

P-valores entre paréntesis
*** $P < 0,01$; ** $P < 0,05$; * $P < 0,1$.

CUADRO N.º 4
ANOVA Y COMPARACIONES POR PARES DE SCHEFFÉ PARA EL NÚMERO DE EMPLEADOS EN RUSIA DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS INVERSORAS EN ESTE MERCADO Y SU REACCIÓN A LA INVASIÓN RUSA DE UCRANIA

CATEGORÍAS	Media N.E.R.	ANOVA (P-VALOR ENTRE PARÉNTESIS)
Mantenimiento de la posición (n = 807)	718,36	
Suspensión de operaciones (n = 274)	657,31	7,53*** (0,00)
Abandono total (n = 312)	1.711,13	
COMPARATIVA DE CATEGORÍAS	DIFERENCIA DE MEDIAS	TEST DE SCHEFFÉ (P-VALOR ENTRE PARÉNTESIS)
Suspensión de operaciones vs. Mantenimiento de la posición	-61,05	-0,22 (0,98)
Abandono total vs. Mantenimiento de la posición	992,76	3,68*** (0,00)
Abandono total vs. Suspensión de operaciones	1.053,82	3,14** (0,01)

P-valores entre paréntesis
*** P<0,01; ** P<0,05; * P<0,1.

CUADRO N.º 5
ANOVA Y COMPARACIONES POR PARES DE SCHEFFÉ PARA EL PORCENTAJE DE FACTURACIÓN EN EL MERCADO RUSO SOBRE LA FACTURACIÓN GLOBAL DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS INVERSORAS EN RUSIA Y SU REACCIÓN A LA INVASIÓN RUSA DE UCRANIA

CATEGORÍAS	MEDIA R/G	ANOVA (P-VALOR ENTRE PARÉNTESIS)
Mantenimiento de la posición (n = 340)	2,99	
Suspensión de operaciones (n = 171)	1,88	7,07*** (0,00)
Abandono total (n = 186)	5,00	
COMPARATIVA DE CATEGORÍAS	DIFERENCIA DE MEDIAS	TEST DE SCHEFFÉ (P-VALOR ENTRE PARÉNTESIS)
Suspensión de operaciones vs. Mantenimiento de la posición	-1,11	-1,48 (0,34)
Abandono total vs. Mantenimiento de la posición	2,01	2,74** (0,02)
Abandono total vs. Suspensión de operaciones	3,12	3,67*** (0,00)

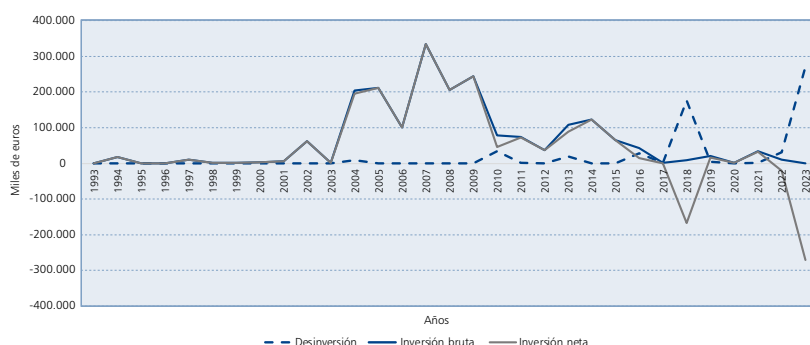
P-valores entre paréntesis
*** P<0,01; ** P<0,05; * P<0,1.

el exterior en 2021 (previo a la invasión rusa de Ucrania) y los flujos de desinversión producidos a partir de 2022 en los diversos países. En él se puede comprobar que Rusia es uno de los mercados donde más desinversiones se han producido por parte de empresas españolas durante los años 2022 y 2023 en términos absolutos, y el país donde más desinversiones se han producido en términos relativos si comparamos el valor de la desinversión con el stock previo.

La base KSE recoge información acerca de 40 empresas españolas con presencia en Rusia en febrero de 2022. Los datos indican que, en el caso español, se mantienen las tendencias observadas en otros países occidentales presentes en la base. De las 40 empresas previamente mencionadas, cinco abandonaron completamente el país, 15 suspendieron sus operaciones y 20 mantienen su posición. Cabe resaltar que las cinco empresas españolas que abandonaron completamente Rusia son AmRest, Inditex, Acerinox, Talgo y Windar Renovables.

El caso de Inditex es paradigmático del tipo de empresas que abandonaron Rusia porque por su tamaño y visibilidad fue una de las primeras en reaccionar ante la invasión. No obstante, el ejemplo de Inditex también muestra las dificultades que entraña la salida de un país en el que se cuenta con una importante implantación. El 5 de marzo de 2022, tan solo nueve días tras la invasión, comunicó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la suspensión de su actividad en Rusia (tanto física como *online*). Contaba en ese momento con 502 tiendas y una plantilla de más de 9.000 personas en el país, que suponía el 8,5 por 100

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES Y DESINVERSIONES ESPAÑOLAS EN
RUSIA (1993-2023)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de DataInVex.

CUADRO N.º 6
STOCK DE POSICIÓN INVERSORA Y FLUJOS DE DESINVERSIÓN DE
EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL EXTRANJERO POR PAÍS

En miles de euros

PAÍS	STOCK 2021	DESINVERSIÓN 2022	DESINVERSIÓN 2023
Reino Unido	81.318.650	464.406,41	427.116,14
Noruega	2.902.740	6.486,07	332.102,44
Rusia	566.420	30.894,33	271.305,65
Estados Unidos	75.454.410	1.192.277,54	225.475,22
Sudáfrica	803.880	34.879,85	209.979,93
México	50.249.590	352.052,12	175.663,61
Uruguay	4.476.840	125.492,36	161.198,02
Luxemburgo	33.295.300	511.218,64	155.934,38
Turquía	3.913.510	33.291,62	143.468,65
Suiza	8.802.060	657,91	133.515,09
Bélgica	2.970.050	78.062,96	123.015,45
Alemania	15.091.970	37.342,48	102.604,74
Chipre	485.320	84.393,58	99.684,99
Países Bajos	21.600.400	613.450,80	82.771,37
Portugal	23.353.120	300.276,67	76.398,61
Argentina	17.970.420	330.131,28	71.395,47
Chile	13.648.290	169.754,65	68.093,95
Italia	9.252.500	49.655,88	67.588,00
Francia	24.752.950	50.664,66	47.635,79
Brasil	32.252.250	9.269.071,94	39.885,32
Malta	1.352.990	120.438,95	26.799,40
China	5.171.590	13.168,22	23.706,81

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de DataInVex.

del beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) global del grupo. Se trataba de una posición difícil de deshacer en el corto plazo y no fue hasta octubre de dicho año cuando encontraron un grupo local (grupo Daher) que se hiciera cargo de sus activos en el país. Ese momento marca la salida de Inditex del país, si bien reservándose el derecho a mantener una relación de franquicia con el grupo comprador en caso de que las circunstancias lo permitan, como se manifiesta en un comunicado remitido por la empresa a la CNMV el 25 de octubre de 2022.

Por este motivo, las desinversiones que se producen en Rusia no son inmediatas, algo que ya se reflejaba en el ya mencionado gráfico 4, basado en las estadísticas oficiales de inversión española en el exterior. Esta dificultad para desinvertir también se aprecia en el cuadro n.º 7, que recoge el *stock* de posición inversora por sectores previo a la invasión y los flujos de desinversión de 2022 y 2023. Los datos revelan que, aunque se han producido desinversiones (especialmente destacadas en el caso de Inditex), en las industrias con mayor nivel de inversión acumulada, esta se mantiene en gran medida. El análisis de los flujos de comercio exterior entre España y Rusia va más allá de los objetivos de este artículo. No obstante, puede consultarse a tal efecto el estudio elaborado por de Lucio et al. (2024), en el que se observa que, más allá de los ámbitos de comercio exterior sometidos a sanciones, las decisiones voluntarias de las empresas españolas ante la invasión rusa explican reducciones de exportaciones e importaciones con Rusia en un 19 y 23 por 100, respectivamente.

CUADRO N.º 7
STOCK DE POSICIÓN INVERSORA Y FLUJOS DE DESINVERSIÓN DE EMPRESAS ESPAÑOLAS EN RUSIA

En miles de euros

SECTOR	STOCK 2020	STOCK 2021	DESINVERSIÓN 2022	DESINVERSIÓN 2023
23 Fabricación de otros productos minerales no metálicos	96.560	117.820	0	0
46 Comer. mayor e interme. comercio, excep. vehículos motor	144.350	107.920	13.213,14	0
06 Extracción de crudo de petróleo y gas natural	95.400	79.750	0	0
43 Actividades de construcción especializada	38.600	51.320	0	0
20 Industria química	355.930	50.820	0	0
14 Confección de prendas de vestir	151.820	34.320	0	270.155,73
28 Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.	22.030	33.640	0	0
29 Fabricación de vehículos de motor, remolques	23.350	27.740	0	0
70 Actv. sedes centrales; activ. consultoría de gestión	17.570	20.320	0	0
21 Fabricación de productos farmacéuticos	15.000	15.640	0	0
10 Industria de la alimentación	7.090	8.810	16.628,29	0
47 Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor	6.400	8.450	0	0
82 Actividades administrativas de oficina	6.510	6.950	0	0
24 Metalurgia; fabricación productos hierro, acero	4.580	6.890	0	0
64 Servicios financieros, excep. seguros y fondos pensión	5.420	3.660	1.052,9	1.149,92
63 Servicios de información	2.870	3.230	0	0
27 Fabricación de material y equipo eléctrico	280	2.880	0	0
56 Servicios de comidas y bebidas	34.590	20	0	0

Fuente:Elaboración propia a partir de datos de DataInVex.

V. ANÁLISIS
ECONOMÉTRICO
DE LOS FACTORES
DETERMINANTES DE
LA DESINVERSIÓN
REPUTACIONAL

La presente sección examina en más detalle los factores determinantes de la desinversión reputacional a través de la estimación de un modelo probit ordenado. Este tipo de modelos permite analizar relaciones causales en las que la variable dependiente es ordinal y las categorías siguen un orden lógico. La variable dependiente en este artículo es la reacción de las empresas extranjeras presentes en Rusia ante la invasión de este país a Ucrania. Así, el 0 representa la decisión

de mantener la posición, el 1 la suspensión de operaciones y el 2 el abandono total del mercado ruso.

Las variables independientes que pueden influir en la probabilidad de que una observación pertenezca a una categoría determinada de acuerdo con la naturaleza ordenada de los datos se engloban en tres bloques: país de origen, industria y empresa. A nivel de país de origen, se incluye la pertenencia de este a la OTAN, su alineamiento con Rusia de acuerdo con su posicionamiento en la Resolución A/ES-11/L.1 de la ONU, la distancia entre su capital y Moscú y su producto interior bruto (PIB) per cápita. Todas estas variables se miden a 31 de diciembre de 2021. A nivel de

industria, se incorporan variables *dummy* de los sectores donde operan las empresas de la muestra. Finalmente, a nivel de empresa, se introduce una *dummy* que toma el valor 1 si la empresa focal tenía inversiones contrastadas en Rusia en el momento de la invasión y 0 en el resto de los casos. En el modelo 2, que solamente contiene observaciones de empresas inversoras contrastadas por el KSE, también se introducen el número de empleados de dichas empresas en territorio ruso, el porcentaje de ingresos de las mismas en Rusia sobre su total de ingresos globales, su beneficio neto en Rusia y sus ingresos globales como medida general de su tamaño. Toda esta información a nivel de empresa ha sido recopilada

CUADRO N.º 8
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS Y TABLA DE CORRELACIONES PARA TODAS LAS EMPRESAS DE LA MUESTRA

	MEDIA	D. T.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1 Reacción al conflicto	0,53	0,67	1,00																			
2 Pertenencia a OTAN	0,66	0,48	0,11	1,00																		
3 Alineamiento con Rusia	0,11	0,32	-0,21	-0,49	1,00																	
4 Distancia a Moscú	70,64	800,02	-0,03	-0,16	0,15	1,00																
5 PIBpc país de origen	304,64	118,96	0,20	0,33	-0,66	0,05	1,00															
6 Inversora en Rusia	0,40	0,49	0,15	0,03	-0,15	-0,08	0,13	1,00														
7 Agricultura	0,02	0,12	-0,02	0,04	-0,04	-0,04	0,02	0,05	1,00													
8 Metales y minería	0,02	0,14	-0,01	-0,03	0,05	-0,00	-0,03	-0,02	-0,02	1,00												
9 Energía, petróleo, gas y utilities	0,07	0,25	-0,05	-0,04	0,05	-0,00	-0,07	-0,08	-0,03	-0,04	1,00											
10 Transporte y telecomunicaciones	0,09	0,28	-0,03	-0,05	0,04	-0,03	-0,04	-0,09	-0,04	-0,04	-0,08	1,00										
11 Servicios financieros y seguros	0,08	0,27	0,04	-0,02	0,06	-0,00	-0,03	-0,08	-0,04	-0,04	-0,08	-0,09	1,00									
12 Defensa	0,02	0,13	-0,08	-0,06	0,13	-0,00	-0,09	-0,06	-0,02	-0,02	-0,03	-0,04	-0,04	1,00								
13 Construcción	0,03	0,16	0,03	-0,02	-0,02	-0,08	0,01	0,08	-0,02	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,02	1,00							
14 Otros servicios	0,26	0,44	0,08	0,09	-0,11	0,11	0,16	-0,06	-0,08	-0,08	-0,16	-0,18	-0,18	-0,08	-0,10	1,00						
15 Automoción, naval y aeroespacial	0,06	0,25	0,02	-0,07	0,07	0,03	-0,08	0,05	-0,03	-0,04	-0,07	-0,08	-0,08	-0,03	-0,04	-0,16	1,00					
16 Electrónica y tecnología	0,08	0,27	-0,05	-0,09	0,13	0,07	-0,08	0,01	-0,04	-0,04	-0,08	-0,09	-0,09	-0,04	-0,05	-0,18	-0,08	1,00				
17 Equipos industriales	0,05	0,22	-0,02	0,01	-0,05	-0,04	0,03	0,09	-0,03	-0,03	-0,06	-0,07	-0,07	-0,03	-0,04	-0,14	-0,06	-0,07	1,00			
18 Química	0,03	0,16	0,02	0,06	-0,04	-0,03	0,04	0,10	-0,02	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,02	-0,03	-0,10	-0,04	-0,05	-0,04	1,00		
19 Otros bienes de consumo	0,11	0,31	0,01	0,09	-0,09	-0,09	0,01	0,05	-0,04	-0,05	-0,09	-0,11	-0,10	-0,04	-0,06	-0,21	-0,09	-0,10	-0,08	-0,06	1,00	
20 Otros	0,05	0,22	-0,05	-0,02	-0,02	0,01	-0,01	0,04	-0,03	-0,03	-0,06	-0,07	-0,07	-0,03	-0,04	-0,14	-0,06	-0,07	-0,05	-0,04	-0,08	1,00

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 9
PROBIT ORDENADO DE LOS DETERMINANTES DE LA DESINVERSIÓN
REPUTACIONAL

VARIABLES	MODELO 1 TODAS LAS EMPRESAS	MODELO 2 EMPRESAS INVERSORAS
Pertenencia a OTAN	0,04 (0,35)	0,00 (0,97)
Alineamiento con Rusia	-0,70*** (0,00)	-1,14*** (0,00)
Distancia a Moscú	-0,08 (0,27)	-0,12 (0,48)
PIB per cápita país de origen	7,20*** (0,00)	10,45*** (0,01)
Inversora en Rusia	0,29*** (0,00)	
Número de empleados en Rusia		0,02 (0,11)
Ingresos en Rusia vs global (%)		0,01 (0,11)
Beneficio neto en Rusia		-0,78 (0,40)
Ingresos globales		0,01 (0,45)
Agricultura	-0,33* (0,07)	0,14 (0,77)
Metales y minería	0,08 (0,63)	0,36 (0,40)
Energía, petróleo, gas y utilities	-0,09 (0,46)	0,37 (0,25)
Transporte y telecomunicaciones	0,04 (0,70)	0,66** (0,05)
Servicios financieros y seguros	0,34*** (0,00)	0,03 (0,93)
Defensa	-0,77*** (0,00)	-0,23 (0,73)
Construcción	0,14 (0,34)	0,65** (0,05)
Otros servicios	0,19* (0,05)	0,12 (0,62)
Automoción, construcción naval y aeroespacial	0,19 (0,11)	0,78*** (0,00)
Electrónica y tecnología	-0,10 (0,38)	0,28 (0,28)
Equipos industriales	-0,20 (0,11)	0,30 (0,29)
Industria química	0,04 (0,80)	0,54* (0,07)
Otros bienes de consumo	0,02 (0,85)	0,17 (0,48)
Otros	-0,25** (0,04)	0,09 (0,78)
Corte 1a	0,65*** (0,00)	0,80** (0,02)
Corte 2a	1,80*** (0,00)	1,52*** (0,00)
Observaciones	3,746	572
X ²	365 (0,00)	61,23 (0,00)

p-valores entre paréntesis
*** *p* < 0,01; ** *p* < 0,05; * *p* < 0,1.

^a Puntos de corte estimados en el probit ordenado que diferencian los tipos de decisión en el mercado ruso.

Fuente: Elaboración propia.

bién son bajas para aquellas variables específicas a las empresas inversoras. Por motivos de espacio no se incluyen estas correlaciones en el artículo, pero están disponibles bajo petición a los autores. Cabe destacar que no se ha podido introducir el índice de progreso social de los países de origen de las empresas en las regresiones debido a su elevada correlación con la variable de alineamiento con Rusia (-0,81). No obstante, en caso de incluirse, el coeficiente de esta variable es positivo y significativo, tanto si se introduce como si se elimina la variable de alineamiento con Rusia de las regresiones.

Los resultados del probit ordenado aparecen reflejados en el cuadro n.º 9. El modelo 1 incluye a todas las empresas de la muestra, mientras que el modelo 2 se centra en las empresas inversoras contrastadas. Si se entiende que el abandono del mercado ruso tras la invasión de este país a Ucrania se debe a motivos reputacionales, es reseñable que las desinversiones son más infrecuentes en países alineados con Rusia ($\beta = -0,70$, *P*-valor < 0,01; $\beta = -1,14$, *P*-valor < 0,01) y más comunes en países con un alto nivel de desarrollo, aproximado a través del PIB per cápita del país de origen ($\beta = 7,20$, *P*-valor < 0,01; $\beta = 10,45$, *P*-valor < 0,01). Este último resultado destaca la creciente interconexión entre los valores sociales y las estrategias empresariales en los países más avanzados social y económicamente. En estos contextos, la presión ejercida por los consumidores, los agentes sociales, los medios de comunicación y las normativas gubernamentales es mayor, impulsando a las empresas a actuar de manera proactiva para evitar daños a su reputación. Por estas razones, las empresas no solo buscan la mera maximización de sus beneficios corto plazo, sino

da por el KSE a partir de información mercantil y fiscal difundida en Rusia y/o volcada en bases de datos internacionales (Mylovanov *et al.*, 2023).

El cuadro n.º 8 recoge los estadísticos descriptivos y corre-

laciones de las variables referidas a todas las empresas incluidas en la muestra. Las correlaciones parecen indicar que no existe un problema de multicolinealidad entre las variables incluidas en el análisis. Las correlaciones tam-

también mantener una coherencia ética que resuene con sus públicos clave. Este imperativo es especialmente crucial para las empresas con mayor exposición en el país (las empresas inversoras) y aquellas donde la filial tiene un peso significativo en la facturación global. Por sectores, se observa una cierta propensión a desinvertir en diversas categorías de servicios.

VI. CONCLUSIONES

Las desinversiones en el exterior por motivos reputacionales se están volviendo cada vez más comunes en el panorama empresarial global. La reciente invasión de Rusia a Ucrania ha ejemplificado cómo las empresas multinacionales toman decisiones estratégicas para proteger su imagen y alinear sus operaciones con los valores y expectativas de las comunidades donde operan, aunque sea a costa de renunciar a oportunidades de mercado. Sin embargo, el proceso de desinversión no siempre es sencillo ni está exento de desafíos. Las empresas deben enfrentar complejidades legales, contractuales y financieras, además de considerar el impacto en los empleados locales y las posibles represalias por parte de los Gobiernos de los países afectados. En muchos casos, retirarse de un mercado puede implicar una pérdida significativa de activos y la renuncia a oportunidades de crecimiento futuro. Esto demanda una evaluación cuidadosa y una planificación meticulosa. Por esta razón, además de las consideraciones éticas y de responsabilidad social corporativa, cabe esperar que las empresas busquen un equilibrio entre sus relaciones con los *stakeholders* y los posibles quebrantos económicos que resulten de la desinversión, por lo que no sería esperable una respuesta similar por parte de todas las empresas.

En este trabajo se analiza como fuente principal una base de datos muy exhaustiva de empresas extranjeras con intereses comerciales e inversores en Rusia previos a la invasión de Ucrania construida y mantenida por la Kyiv School of Economics (KSE). Esta base de datos viene realizando un seguimiento de la respuesta de estas empresas en términos de abandono total del país, mantenimiento de la posición o la suspensión de las operaciones (una opción intermedia entre las dos primeras).

La explotación de la base corrobora que, aunque ha habido un número considerable de abandonos del mercado ruso, una parte muy importante de las empresas (más de la mitad) continúa con su actividad en el país. El análisis llevado a cabo confirma que son las características del país de origen de las empresas, de la industria y de la visibilidad de la posición inversora las que determinan el abandono de Rusia o, al menos, la suspensión de las actividades. Cabe mencionar que son las empresas originarias de países con mayores niveles de desarrollo económico y conciencia social las más propensas a emprender procesos de desinversión reputacional. Respecto a las características de la presencia en el país, aquellas empresas que cuentan con mayor visibilidad (las inversoras contrastadas) son las más propensas a la desinversión reputacional, puesto que este factor las hace más propensas a estar en la diana de posibles grupos de presión. Al mismo tiempo, las empresas con más facilidad para deshacer su posición en el país, como las de servicios, son las que tienen una mayor propensión a abandonarlo.

En el caso de España, los resultados son similares a los del resto de los países. Se observa, además, que las empresas con mayor *stock*

de inversión acumulada tienden a permanecer en Rusia. Sin embargo, la empresa con mayor visibilidad internacional, Inditex, una de las que contaba con más presencia en Rusia, es una de las pocas que ha abandonado completamente el país.

En conclusión, la respuesta de las empresas multinacionales a la invasión de Rusia a Ucrania continúa una tendencia de desinversión en países en los que los Gobiernos emprenden acciones censurables que ya se había manifestado previamente (Soule *et al.*, 2014). No obstante, también se observa que la mayor parte de las empresas tiende a permanecer en el país, lo que hace ver que este tipo de decisiones no son fáciles de implementar.

BIBLIOGRAFÍA

- BALYUK, T. y FEDYK, A. (2023). Divesting under pressure: US firms' exit in response to Russia's war against Ukraine. *Journal of Comparative Economics*, 51(4), pp. 1253-1273. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2023.08.001>
- BERRY, H. (2010). Why do firms divest? *Organization Science*, 21(2), pp. 380-396. doi: <https://doi.org/10.1287/orsc.1090.0444>
- DE LUCIO, J., MÍNGUEZ, R., MINONDO, A. y REQUENA, F. (2024). Reducing trade with Russia: Sanctions vs. firms' voluntary suspension of activities. <https://econpapers.repec.org/paper/eecwpaper/2406.htm>
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT. (2022). *Russia can count on support from many developing countries*. <https://www.eiu.com/n/russia-can-count-on-support-from-many-developing-countries/>
- EVENETT, S. J. y PISANI, N. (2023). Geopolitics, conflict, and decoupling: evidence of Western divestment from Russia during 2022. *Journal of International Business Policy*, 6(4), pp. 511-540. <https://doi.org/10.1057/s42214-023-00167-y>

FERNÁNDEZ-MÉNDEZ, L., GARCÍA-CANAL, E. y GUILLÉN, M. F. (2019). Power transitions in the host country and the survival of subsidiaries in infrastructure industries, <i>Global Strategy Journal</i>, 9(2), pp. 275-302. https://doi.org/10.1002/gsj.1327 GARCÍA-CANAL, E. y GUILLÉN, M. F. (2008). Risk and the strategy of foreign location choice in regulated industries. <i>Strategic Management Journal</i>, 29(10), pp. 1097-1115. https://doi.org/10.1002/smj.692 GUILLÉN, M. F. y GARCÍA-CANAL, E. (2009). The American model of the multinational firm and the «new» multinationals from emerging economies, <i>Academy of Management Perspectives</i>, 23(2), pp. 23-35. https://doi.org/10.5465/amp.2009.39985538 HART, O., THESMAR, D. y ZINGALES, L. (2024). Private sanctions. <i>Economic Policy</i>, 39(117), pp. 203-268. https://doi.org/10.1093/epolic/eiad041 HUANG, L., LU, F. y LI, S. (2022). The cost of Russian sanctions on the global equity markets. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4060927 JOHANSON, J. y VAHLNE, J. E. (1977). The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitment. <i>Journal of International Business Studies</i>, 8(1), pp. 23-32. JOHANSON, J. y VAHLNE, J. E. (2003). Business relationship learning and commitment in the	internationalization process, <i>Journal of International Entrepreneurship</i>, 1(1), pp. 83-101. https://doi.org/10.1023/A:1023219207042 MEYER, K. y ESTRIN, S. (2023). It's hard to say goodbye: managing disengagement during political disruptions, <i>AIB Insights</i>, 23(2), pp. 1-7. https://doi.org/10.46697/001c.72023 MYLOVANOV, T., ONOPRIENKO, A., SHAPOVAL, N. y GRIBANOVSKIY, O. (2023). How to identify foreign business in Russia and what are the key issues of creating and keeping a full list of the largest foreign companies in Russia. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4407284 PAJUSTE, A. y TONIOLO, A. (2022). Corporate response to the war in Ukraine: stakeholder governance or stakeholder pressure? https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4183604 PANIBRATOV, A. y CHEN, S. (2022). The impact of economic sanctions on the decision of foreign firms to exit from Russia. En J. LARIM, P. ARTE, C. SOUSA, P. GHOURI Y J. MATA (eds.), <i>Research Handbook on Foreign Exit, Relocation and Re-entry</i>, pp. 159-167. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing. SCHMID, D. y MORSCHETT, D. (2020). Decades of research on foreign subsidiary divestment: what do we really know about its antecedents? <i>International Business Review</i>, 29(4), 101653. https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101653 SHAPOVAL, N., HRYBANOVSKIY, O. y ONOPRIENKO, A. (2023). How the	income of foreign businesses in the Russian Federation has changed in 2022 and why so many companies still do not leave. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4453963 SOULE, S. A., SWAMINATHAN, A. y TIHANYI, L. (2014). The diffusion of foreign divestment from Burma, <i>Strategic Management Journal</i>, 35(7), pp. 1032-1052. https://doi.org/10.1002/smj.2147 SOUSA, C. M. y TAN, Q. (2015). Exit from a foreign market: Do poor performance, strategic fit, cultural distance, and international experience matter? <i>Journal of International Marketing</i>, 23(4), pp. 84-104. https://doi.org/10.1509/jim.15.0003 WESTPHAL, J. D. y ZAJAC, E. J. (1994). Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans, <i>Administrative Science Quarterly</i>, 39, pp. 367-390. https://doi.org/10.5465/ambpp.1993.10316996 WESTPHAL, J. D. y ZAJAC, E. J. (2013). A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency, <i>Academy of Management Annals</i>, 7(1), pp. 607-661. https://doi.org/10.5465/19416520.2013.783669 WESTPHAL, J. y PARK, S. H. (2020). <i>Symbolic management: Governance, strategy, and institutions</i>. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press.
--	--	---

Resumen

COFIDES, es una institución financiera pública creada por el Gobierno español en 1988 con el objetivo de apoyar la expansión internacional de las empresas españolas, desempeñando un papel clave en las operaciones de inversión extranjera directa. A lo largo de sus más de treinta y seis años de historia, el papel de COFIDES como institución financiera ha pasado de ser el referente español en la financiación de la internacionalización a través de la inversión directa en el exterior, a convertirse, más recientemente, en el fondo soberano *de facto* de España y en un actor principal en el ecosistema de la inversión de impacto y en el ámbito de la financiación del desarrollo en general. COFIDES ha sabido combinar su misión original con la progresiva asunción de nuevos mandatos de política pública. Este artículo analiza esta evolución, prestando especial atención a las principales características de los diferentes mandatos políticos que se han confiado a COFIDES, así como a las especificidades de su actividad financiera.

Palabras clave: COFIDES, internacionalización, empresas, inversiones.

Abstract

COFIDES, a state-owned financial institution set up by the Spanish government in 1988 with the objective of supporting Spain's businesses international expansion, has played a key role in FDI transactions. Throughout its more than 36-year history, COFIDES' role as a financial institution has evolved from being the Spanish benchmark in financing internationalization through direct investment abroad, to more recently becoming Spain's *de facto* sovereign wealth fund and a major player in the impact investment ecosystem and in the field of development finance in general. COFIDES has been able to combine its original mission with the progressive assumption of new public policy mandates. This article analyzes this evolution, paying special attention to the main features of the different policy mandates COFIDES has been entrusted with, as well as the specificities of its financial activity.

Keywords: COFIDES, internationalization, businesses, investments.

JEL Classification: F21.

COFIDES: FINANZAS PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

José Luis CURBELO (*)

Raúl MORENO (**)

COFIDES

I. INTRODUCCIÓN

EN un artículo de 2022 en el *Financial Times* el historiador Adam Tooze, profesor de la Universidad de Columbia, retomó y popularizó el neologismo *policrisis* que parece ser fue utilizado en 1993 por el filósofo francés de la complejidad Edgar Morín (Godin, 2024). El neologismo se consolidó como descripción de la realidad del capitalismo pospandemia una vez fue bendecido en 2023 en el Foro de Davos para definir el conjunto de crisis globales concomitantes e interrelacionadas, que se retroalimentan entre sí, y conforman el actual entorno global volátil, incierto y cada vez más complejo del que se derivan una creciente polarización política y social, así como tensiones geoeconómicas y geopolíticas. Esa reunión de Davos, *sanctasanctórum* del poder económico global, tomó acuse de que la teoría de las «expectativas racionales» (1) del premio Nobel de 1995 Robert Lucas, fundamento del neoliberalismo, y las políticas económicas que de ella se derivan, ni describen ni son válidas teórica y políticamente en el contexto pos-COVID.

Y así, en la actualidad, por ejemplo, las dificultades para avanzar en la estabilización macroeconómica de muchos países y regiones económicas tras la pandemia son pertinaces. Son crecientes las tensiones geopo-

líticas, amplificadas por guerras abiertas en entornos que llevaban décadas sin mantener conflictos armados explícitos. La búsqueda de seguridad económica y política está teniendo efectos apreciables en la globalización/desglobalización de los flujos de comercio e inversión y en el posicionamiento para el control de las materias primas estratégicas. Esta realidad tiene efectos significativos en la gobernanza global del comercio internacional y de las instituciones multilaterales. El cambio climático y la pérdida de biodiversidad tienen efectos asimétricos en los territorios y las personas y la lucha contra los mismos generan tensiones no siempre fáciles de armonizar. El hambre y la falta de expectativas generan migraciones descontroladas tanto a los países en desarrollo como a los países desarrollados, con el surgimiento, en paralelo de brotes preocupantes de populismo, racismo y xenofobia. Las tecnologías disruptivas y en especial la inteligencia artificial con efectos económicos y sociales cuyo alcance aún se nos escapan, y abren también la oportunidad a la desinformación y a nuevas formas de delincuencia y cibercrimen. En muchos países el envejecimiento de la población amenaza los sistemas de pensiones, etc.

Los anteriores riesgos, y otros varios, presentan desafíos sin pre-

cedentes que requieren soluciones transnacionales y cambios profundos en las organizaciones públicas y privadas. Se trata de un entorno con nuevos actores, liderazgos internacionales cambiantes y relaciones económicas y políticas que están conformando nuevas geometrías de armonía y de conflicto. Se observan también nuevas opciones de política industrial bajo el manto de una acuciante necesidad de seguridad estratégica y nuevas dinámicas de los flujos de comercio e inversión. Con carácter general, los países están redefiniendo la ambición y funciones de los diferentes sectores públicos para, por una parte, impulsar y fomentar los cambios en curso, y, por otra, posicionar competitivamente a los respectivos sistemas productivos nacionales (y en el mejor de los casos, regionales, en el marco de alianzas estratégicas supranacionales como puede ser la Unión Europea) ante el orden geopolítico-económico que se avizora y que se percibe como inseguro y proclive a populismos y posiciones radicales.

En este proceso, es especialmente destacable la actividad de impulso y fomento de aquellas actividades que apalancan la transformación de las matrices productivas a favor de los sectores de crecimiento en el futuro: energías renovables, eficiencia energética y descarbonización, movilidad eléctrica, digitalización, chips, infraestructuras sostenibles, biofarma, agricultura sostenible, etc. Además de estas actividades, la mayoría de los países están incrementando sus inversiones en defensa, incluidos el material de doble uso. Así lo atestiguan la iniciativa norteamericana IRA (Inflation Reduction Act, de 2022) y su réplica europea, el EU Green Deal Industrial Plan, lanzado por la

Comisión Europea en 2023 en el Foro de Davos.

Desde hace unos pocos años las instituciones de fomento financiero público (IFFP), cuyo principal mandato es la movilización de recursos del sector privado con el objetivo de inducir inversión suficiente para el cumplimiento de los objetivos de la política pública, la generación de crecimiento económico (en la actualidad con un mayor énfasis en la sostenibilidad) y la creación de empleo de calidad, están inmersas en un proceso de redefinición de sus funciones tradicionales para alinear sus modelos de intervención, ámbitos de actuación y modelos de gestión de riesgo con los nuevos objetivos de las políticas públicas.

En este desafiante contexto, las IFFP de la mayoría de los países están en la actualidad inmersas en un proceso de redefinición de su funcionamiento. Entre los muchos cambios a los que se enfrentan, es de destacar que una parte muy importante de las mismas están:

- Acentuando sus niveles de proactividad para identificar y «originar» oportunidades de inversión.
- Reforzando sus capacidades para el diseño de modelos de intervención, así como de productos financieros, que, en coherencia con los nuevos mandatos, son más complejos y estructurados. Las nuevas operaciones exigen instrumentos de financiación no tradicionales y crecientemente sofisticados, que se alejan paulatinamente de los préstamos tradicionales, con mayor o menor nivel de subvención y garantías corporativas, o de las líneas de crédito a través de la banca comercial.

- Modificando los niveles de apetito por el riesgo, así como los parámetros y metodologías de gestión de los riesgos financieros (y crecientemente no-financieros) de las inversiones, tanto individuales como de las carteras agregadas.

- Buscando cumplir, además de objetivos públicos domésticos, con otros objetivos considerados bienes públicos globales, como la lucha contra el cambio climático y sus efectos; la salud global; o la seguridad alimentaria.

Con alrededor de 6.000 millones en activos bajo gestión en la actualidad, COFIDES, creada hace más de treinta y cinco años para apoyar la entonces incipiente internacionalización de las empresas españolas hacia los países en desarrollo, se ha consolidado como la gestora de referencia de fondos públicos que el Estado español asigna con carácter reembolsable a empresas privadas para alcanzar determinados objetivos de política pública. A lo largo del tiempo, y particularmente en los últimos años como consecuencia de la pandemia del COVID-19 y del mayor intervencionismo público para el impulso del modelo económico, se ha ido ampliando estos objetivos.

Las inversiones de COFIDES:

- Se dirigen a empresas privadas o a intermediarios, principalmente fondos de inversión, que invierten en empresas privadas.
- Son siempre reembolsables y en condiciones que no compiten «a la baja» con las de la financiación comercial.
- Son, por lo general, transacciones altamente estruc-

turadas, cuyas condiciones, retribución (interés y/o rentabilidad) y garantías se definen en función de los riesgos asumidos –que pueden ser, incluso, de inversión como accionista (*equity*)– y de la capacidad y calendario de las empresas/proyectos de generar recursos para honrar los pasivos.

- Han de aportar «adicionalidad» a la oferta financiera disponible en el mercado.
- Deben cumplir objetivos de política pública, definidos por la instancia gubernamental que asigna los recursos, que es, en última instancia, quien aprueba las inversiones.

En cualquier caso, COFIDES considera esencial optimizar la relación público-privada para apalancar y movilizar recursos privados con recursos públicos, en coherencia con la misma estrategia llevada a cabo por la Unión Europea en los últimos años (Plan Juncker, *Next Generation UE*). Por ello, y siendo muy relevante la financiación que en términos monetarios COFIDES aporta individualmente a las empresas y a los proyectos, en muchos casos no es desdeñable el valor añadido «intangibles» de su financiación, que contribuye al *de-risking* de las operaciones de inversión frente a terceros financiadores y/o instancias regulatorias, así como al alineamiento de los intereses de los promotores, los financiadores y las políticas públicas.

Ámbitos de la intervención de COFIDES

El papel de COFIDES como IFFP ha evolucionado a lo largo del tiempo desde ser la entidad española que financiaba los incipientes procesos de inversión directa de la pyme española en

los países en desarrollo (principalmente América Latina), hasta más recientemente, tras la adhesión en febrero de 2020 al International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), a convertirse, *de facto*, en el fondo soberano de España, satisfaciendo mandatos múltiples, en geografías diversas y en cumplimiento de diferentes objetivos de política pública. En la actualidad los cinco pilares temáticos de intervención de COFIDES son:

- Impulso de la *internacionalización* de las empresas españolas en cualquier parte del mundo. Los recursos para este fin provienen del propio COFIDES y de la Secretaría de Estado de Comercio: el Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEEX) y Fondo para Operaciones de Inversión de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME). Los activos bajo gestión ascienden a 1.700 millones de euros.
- *Financiación del desarrollo* en los países objetivo de la política de cooperación internacional para el desarrollo del Gobierno de España. En colaboración estrecha con la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID), COFIDES es parte muy relevante de la arquitectura de la cooperación financiera española. En esta colaboración, COFIDES identifica, estructura y da seguimiento a proyectos de inversión en países y economías emergentes que se financian con cargo al Fondo para la Promoción del Desarrollo, FONPRODE. Activos bajo gestión, aunque formalmente en el balance de FONPRODE, 1.000 millones de euros.
- *Apoyo a la solvencia* de empresas españolas de mediano

tamaño cuya viabilidad estuvo gravemente comprometida por la pandemia. Los recursos provienen del Fondo de Recapitalización de Empresas Afectadas por el COVID-19 (FONREC). Activos bajo Gestión, 735 millones de euros.

- *Atracción de inversiones* hacia España en empresas que contribuyan a la transformación verde y digital (Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia del Gobierno de España). Los recursos del Fondo de Coinversión (FOCO) provienen en última instancia del plan *Next Generation* de la UE y se invertirán mayormente en el capital social de las empresas españolas. Dotación del fondo, 2.000 millones de euros.
- *Impacto social y medioambiental* en España. El Fondo de Impacto Social y Medioambiental (FIS) realizará inversiones reembolsables (también incluye una pequeña componente no reembolsable para asistencia técnica a intermediarios y beneficiarios finales) que consoliden el ecosistema español de inversión de impacto y emprendimiento social y medioambiental. El FIS es un vehículo muy innovador que busca enfrentar retos del Estado de bienestar y movilizar al sector privado y a la sociedad civil para que aporten soluciones innovadoras a través del mercado a actividades que son, por lo general, intensivas en empleo y solidaridad. Como en el caso del FOCO, los recursos de FIS provienen del plan *Next Generation EU* y se canalizan a través de la Secretaría General de Inclusión del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Dotación del fondo, 400 millones de euros.

En términos de gobernanza, la operativa e inversiones que involucran el uso de los recursos propios de la compañía se aprueban por el Consejo de Administración de esta, mientras que la operativa y financiaciones que se realizan con cargo a fondos que COFIDES administra para terceros son responsabilidad de los respectivos Comités Técnicos Interministeriales (CITI) responsables de su gestión. El Consejo de Administración de COFIDES lo preside el presidente y consejero delegado de la compañía, mientras que los respectivos CITI están presididos por el titular de la Secretaría de Estado (o si no existiera tal cargo, por el secretario general) responsable del mandato de política pública y en cuyo presupuesto se contemplan los recursos para las inversiones. La operativa y decisiones sobre las inversiones financiadas con cargo a FONPRODE se someten a un proceso diferenciado bajo la supervisión de la Secretaría de Estado de Cooperación Internacional.

Sostenibilidad e impacto

Junto a estos pilares temáticos, todas las inversiones de COFIDES están alineadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), aprobados por la Asamblea General de Naciones Unidas en septiembre de 2015, y aspiran a contribuir positivamente a su consecución. COFIDES contempla los ODS como un llamamiento a la adopción de medidas para poner fin a la pobreza, proteger el planeta, erradicar la discriminación y asegurar la prosperidad compartida. En este sentido, sus inversiones se caracterizan por un enfoque responsable que hagan compatible la rentabilidad con la defensa de, por ejemplo, la biodiversidad, la lucha contra el cambio climático y sus efectos ne-

gativos, especialmente en los sectores sociales más vulnerables, la transparencia y el cumplimiento de las obligaciones fiscales o la mejora de los estándares laborales.

Para ello, COFIDES cuenta con un procedimiento de evaluación medioambiental y social como parte integral de la debida diligencia de las operaciones y presta un particular interés al cumplimiento de los estándares internacionales más exigentes en términos de financiación climática, así como el cumplimiento de criterios de ESG y el impulso a inversiones que favorezcan la mitigación y la adaptación al cambio climático. Estos estándares incluyen la normativa europea y recomendaciones, guías y estándares fijados por organismos como la Organización de Naciones Unidas (ONU), la Organización Internacional del Trabajo (OIT), la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y la Corporación Financiera Internacional (CFI) del Grupo Banco Mundial (BM). En determinados proyectos se requerirá la implantación de estándares sectoriales como FSC, MSC, RSPO, FLO o certificaciones como ISO 14001, ISO 450001 y SA 8000, entre otros (COFIDES, 2022).

Desde una visión de conjunto, este artículo describe la evolución histórica de COFIDES analizando, además de las principales características de la compañía, los principales rasgos de cada línea de actividad con una especial referencia a sus nuevos mandatos e instrumentos.

II. COFIDES: ANTECEDENTES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA. CRECIMIENTO Y NUEVOS MANDATOS

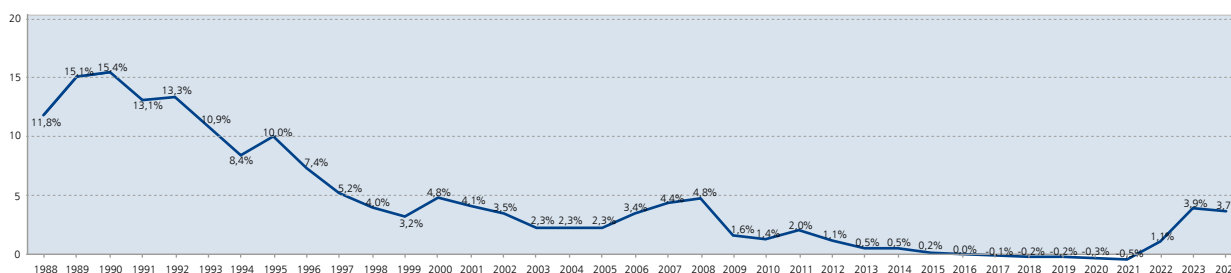
COFIDES es una sociedad mercantil estatal cuyo capital está suscrito en un 53,6 por 100 por diferentes instituciones públicas

dependientes de la Administración General del Estado (AGE) y el 46,3 por 100 restante por los principales bancos españoles y la Corporación Andina de Fomento (CAF) (2). COFIDES financia con criterios de rentabilidad proyectos viables de inversión de empresas privadas. Sin ser una institución regulada, COFIDES opera como una entidad financiera especializada en la gestión de fondos del Estado que invierte con el sector privado de acuerdo con las exigencias definidas, a través de una ley habilitante, para cada mandato de política pública que tiene asignado.

Para contextualizar históricamente los antecedentes de la creación de COFIDES en 1988 hay que remontarse al proceso de apertura y reestructuración que entonces estaba experimentando la economía española después del ingreso del país en la Unión Europea. Independientemente de cómo se mida ese proceso de integración en la economía mundial —a través del sector exterior, de su presencia en las cadenas globales de valor, o mediante el volumen de su inversión extranjera directa—, el entorno más abierto que se consolidó desde la década de los ochenta provocó un replanteamiento de las políticas públicas de comercio exterior, fundamentalmente proteccionistas, seguidas hasta ese momento. En este marco, COFIDES nació como herramienta de apoyo financiero a la implantación de la empresa española en el exterior, fundamentalmente hacia los países en desarrollo, y principalmente hacia América Latina, los países en transición tras la caída del comunismo y Marruecos. En cierta medida, la salida de las empresas a nuevos mercados era el modo de mejorar las ventas de un sector empresarial que perdía parcialmente

GRÁFICO 1.
SERIE HISTÓRICA 1988-2024 DE TIPOS DE INTERÉS EN ESPAÑA

Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

el mercado local ante los competidores extranjeros, pero que disponía de tecnologías y modos de hacer solo moderadamente competitivos en una economía que se abría al comercio y la inversión internacional.

Las primeras operaciones de COFIDES tenían una estructura muy simple. En una situación generalizada de altos tipos de interés, que hoy nos parecerían irreales (ver gráfico 1), y una banca comercial que tendía a restringir el crédito solamente a sus mejores clientes, los préstamos de COFIDES, aunque no fueran de gran tamaño, aplicaban entonces una bonificación en los tipos de interés que otorgaba el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y exigían garantías corporativas o reales de la matriz española y/o sus accionistas. En el contexto de la época, el comportamiento de la banca comercial era lógico. Por lo general, la empresa española, particularmente la pyme, estaba muy poco capitalizada y su situación en el mercado nacional no era financieramente boyante, sino que las empresas que estaban dando sus primeros pasos en la internacionalización productiva tenían la necesidad de que se las financiara el cierto pio-

nerismo que significaba localizarse productivamente en países que entonces se consideraban como exóticos. En este sentido, la gran contribución de COFIDES fue aceptar riesgos y plazos que la banca comercial raramente cubría.

Tras una primera década de consolidación institucional, COFIDES experimentó desde finales de la década de los noventa del pasado siglo una importante evolución. No es ajena a la misma la modernización y reestructuración productiva de la economía española de la mano de los fondos europeos, el relativo éxito de la estabilización macroeconómica y la bajada de los costes de financiación, o los logros y maduración corporativa de las empresas que se internacionalizaron.

Los diferentes Gobiernos españoles de la época, con independencia de su color político, siempre potenciaron la internacionalización de la empresa española, incluida la pyme, como un mecanismo para impulsar su crecimiento y adquirir tamaño, expandir mercados, convertirlas en proveedores globales de cadenas de suministro internacionales y mejorar la competitividad de las empresas y del conjunto de la economía española.

Al final de la última década del siglo pasado se crearon los fondos FLEX y FONPYME con el doble objetivo de, por una parte, impulsar cuantitativamente los recursos disponibles para apoyar la internacionalización de las empresas, y, por otro, de que el apoyo financiero público aportara a las empresas mayor valor añadido, más allá de los recursos en sí mismo, para que estas pudieran competir en los mercados internacionales. En este sentido, ambos fondos fueron muy innovadores al contemplar la posibilidad de aportar financiación con una amplia variedad de instrumentos financieros, además de los préstamos que aportaba la banca comercial o la banca multilateral. De hecho, las empresas españolas que en la época se internacionalizaban, inclusive las de tamaño relativamente grande —como por ejemplo eran las concesionarias de infraestructuras y servicios públicos o los proveedores *TIER1* (3) del sector automoción—, estaban relativamente poco capitalizadas para poder abarcar las oportunidades de negocio que se les estaban abriendo, en gran parte porque en el transcurso de los años habían demostrado su competitividad.

Con la gestión de ambos fondos COFIDES pasó a financiar operaciones de un tamaño sustancialmente mayor que anteriormente (hasta 25 millones de euros), con instrumentos, plazos y estructuras complejas, complementarias a las ofrecidas por los financiadores comerciales y ajustadas a las necesidades de los proyectos. Se empezaron a hacer inversiones en *equity* de empresas y vehículos de propósito específico en el exterior, préstamos participativos, financiación subordinada, estructuras de devolución de la financiación esculpadas a la generación de valor de los proyectos, etc.

Es decir, sin dejar de tener una sensibilidad especial para apoyar la internacionalización de la pyme, para lo que se creó FONPYME, la compañía fue adquiriendo y consolidando interlocución con empresas de tamaño relativamente grande que apreciaban la financiación COFIDES tanto por la nueva cuantía posible de las financiación como, y principalmente, por la flexibilidad y valor añadido de las mismas. Además, y si bien COFIDES tenía como interlocutores de referencia a las empresas españolas, la compañía pasó a ser un interlocutor común de reguladores y autoridades en terceros países, la banca multilateral, los fondos de inversión o la banca internacional.

COFIDES se adhirió en 1992 como socio fundador a la asociación EDFI (European Development Finance Institutions). La pertenencia a la asociación, que hoy engloba a quince instituciones financieras de desarrollo bilaterales de Estados europeos, ha permitido a la compañía:

- Homologar prácticas, políticas y estrategias con los pares europeos, transponiendo buenas

prácticas de análisis y gestión de riesgos.

- Participar en debates estratégicos relevantes sobre financiación del sector privado en los países en desarrollo, ganando poder de interlocución como colectivo ante las instancias comunitarias, el conjunto de las instituciones financieras de desarrollo (Banco Mundial).
- Ser parte de iniciativas de financiación supranacionales europeas, tales como los vehículos de cofinanciación European Financing Partners (EFP) e Interact Climate Change Facility (ICCF).
- Integrar con prontitud en todas las inversiones metodologías de análisis y gestión de riesgos de sostenibilidad. De hecho, en 2001 y con carácter pionero en el sistema financiero español se aprobó la primera Política Medioambiental y Social de COFIDES (revisada posteriormente en 2015 y en 2021), verdadera seña de identidad de la compañía, en la que, además de exponerse los principios rectores de la misma, se definen los procedimientos, con los que se analiza y evalúa la dimensión medioambiental y social de los proyectos financiados. En realidad, y como se refería anteriormente, durante la debida diligencia de todas las inversiones de COFIDES se asignan dos *rating*, uno de carácter financiero, testado ampliamente y validado por Standard & Poors, y el otro de carácter socioambiental, alineado con las prácticas al respecto del conjunto de las EDFI.
- Ejercer liderazgo en los debates actuales sobre financiación climática, y en particular en todo

lo que se refiere a los impactos en los países en desarrollo de la taxonomía europea y de las consecuencias regulatorias.

Organización interna

Desde la perspectiva de su modelo de organización interna, la compañía ha evolucionado en las dos últimas décadas hacia la sofisticación financiera y corporativa para acomodar la creciente complejidad de sus mandatos, la cantidad y diversidad de los recursos gestionados y las expectativas de excelencia en la gestión de recursos públicos que esperan las instancias públicas que le asignan la gestión de sus programas. Para ello se consolidaron áreas potentes de originación, análisis y estructuración de operaciones, al tiempo que se reforzaron tanto las áreas de evaluación y seguimiento de los riesgos como aquellas encargadas de las reestructuraciones y recuperaciones en casos de que las operaciones tuvieran problemas. El *back office* fue madurando para acompañar los nuevos retos, con una relevancia creciente a la auditoría y el control interno de los procesos, de modo que la compañía siempre ha superado las múltiples auditorías externas.

En cualquier caso, una decisión temprana de la compañía fue internalizar en la misma y sus equipos cuanto conocimiento y aprendizaje (técnico, financiero, jurídico, etc.) se pudiera generar durante el ciclo de los proyectos. Esta temprana decisión corporativa, facilitada por la relativa estabilidad de los liderazgos y de una parte relevante del personal, sigue vigente en la actualidad y está en la base tanto de la «cultura» de la empresa como de la capacidad de los equipos para asumir eficientemente nuevos

mandatos y retos. De hecho, la compañía recurre a la contratación de consultoría técnica especializada cuando necesita completar las capacidades internas, sin depender demasiado de la misma y siempre bajo la supervisión estrecha de los responsables de los equipos.

Nuevas competencias y responsabilidades

Como se ha venido exponiendo anteriormente, COFIDES es en la actualidad una gestora de fondos públicos especializada en la financiación con instrumentos complejos y bajo mandatos específicamente definidos por el Gobierno, inversiones de empresas privadas en sectores y geografías muy diversos. Mirando hacia atrás podría argumentarse que esta realidad no es la consecuencia de un modelo de compañía previamente planificado, sino que es el resultado de la propia evolución de la compañía, que ha podido, y se la ha permitido desde las instancias públicas, construir sobre las fortalezas acumuladas y el buen historial de desempeño en el cumplimiento de los mandatos. De hecho, COFIDES ha devenido en ser una entidad singular en el panorama nacional e internacional. Sus diferentes objetivos de inversión se despliegan en otros países comparables a través de varias instituciones. Por ejemplo, tomando el ejemplo de Francia como referencia, la actividad tradicional de IFD (instrumentos financieros derivados) en el exterior se reparte entre la Agence Française de Développement y su filial PROPARCO, con un enfoque de especialización financiera a través del sector público o privado, mientras que la actividad nacional dirigida al refuerzo de la competitividad empresarial es similar a la realizada por BPI

France, fondo soberano nacional que financia proyectos innovadores mediante posiciones públicas relevantes en empresas privadas estratégicas.

COFIDES es, pues, una IFFP muy particular especializada en financiar al sector privado bajo un enfoque «multimandato» y «multinstrumento» que:

- Opera tanto en el interior como en el exterior, ya que desde 2020 gestiona fondos del Estado cuyo ámbito geográfico de actuación es estrictamente nacional.
- Financia inversiones en países desarrollados y en economías emergentes, dada su capacidad de intervenir también en la estructuración de operaciones en el ámbito de la cooperación financiera con carácter desligado (por ejemplo, con la AECID, la Unión Europea o el Fondo Verde para el Clima).
- Conjuga mandatos de internacionalización (y, por tanto, ligados a que las inversiones se sustancien en empresas españolas o en sus proyectos) con mandatos de *desarrollo* (de acuerdo con los consensos internacionales, las inversiones están formalmente «desligadas» respecto de la existencia de una empresa prestataria nacional).
- Ejerce las funciones de fondo soberano del Gobierno de España como único representante de España en las principales asociaciones internacionales (International Forum of Sovereign Wealth Funds o One Planet Sovereign Wealth Funds).
- Tiene el mandato de apoyar la consolidación de un ecosistema privado de inversión de

impacto social y medioambiental.

- Invierte con una amplia variedad de instrumentos financieros como aportaciones de capital o de deuda, con diferentes grados de prelación en casos de concurso.
- Su capital es mixto, público-privado, e incorpora al sector privado en su modelo de gobernanza.

Como se refería anteriormente, un elemento clave de la evolución de la compañía a lo largo del tiempo ha sido su propio aprendizaje institucional. COFIDES ha buscado desplegar eficientemente los mandatos encomendados consolidando «equipos de alto rendimiento» que aprenden en un proceso interno de mejora continua que ha resultado una «boutique financiera» no solo en unos sistemáticamente buenos resultados financieros, sino en la consolidación de una cultura y valores corporativos que podríamos englobar bajo el término de «cultura COFIDES». Dos características singulares de esta cultura empresarial son:

- Conocimiento del tejido empresarial nacional y de la oferta financiera disponible en el mercado. Ambos permiten que los instrumentos de financiación que COFIDES pone a disposición de las empresas sean adicionales a los disponibles en el mercado e intenten ofrecer soluciones concretas a las carencias de financiación de los proyectos particulares. COFIDES no ofrece productos financieros estandarizados, sino que cada una de las transacciones se estructura para satisfacer necesidades de financiación concretas que alternativamente serían muy

difíciles o costosas de conseguir. A veces las financiaciones asumen los riesgos de los proyectos (y, por tanto, de los países donde se desarrollan), mientras que en otras ocasiones se financia con garantías corporativas o se asumen prendas reales de diferente entidad. Desde la perspectiva de la «altura del balance» en la que se plasman las inversiones de COFIDES, la financiación puede tomar la forma de préstamo ordinario o estructuras participativas y/o subordinadas o bien mediante participaciones en el capital social. En cualquier caso y como es lógico, el precio y la rentabilidad esperada de las transacciones se pondera según el riesgo asumido en la financiación y sin erosionar los precios de los diferentes mercados. También se presta especial énfasis en la sostenibilidad y el impacto de las inversiones.

- Aprendizaje. Si bien la compañía recurre cuando es necesario a la contratación de servicios de consultoría externa especializada de alto nivel (por lo general de carácter financiero jurídico para conocer las características de jurisdicciones extranjeras o conocimientos sectoriales especializados y crecientemente también para cautelar el impacto de los riesgos de sostenibilidad), los equipos de la compañía internalizan la gran mayoría de las tareas necesarias para su operación eficiente. Con el conocimiento y experiencia acumulados, los equipos de COFIDES lideran el análisis y la estructuración de las transacciones de manera individualizada, diagnostican y cautelan los riesgos finan-

cieros y de sostenibilidad y siguen las inversiones hasta su liquidación.

La consolidación de esta cultura organizativa propia se ha logrado mediante el refuerzo constante de equipos profesionalizados de alto rendimiento que, con eficiencia y versatilidad, analizan, estructuran y siguen hasta el recobro de lo invertido en transacciones de elevada complejidad en diferentes geografías.

III. EL PAPEL DE COFIDES EN LA FINANCIACIÓN DE LA INTERNACIONALIZACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA

En su mandato de internacionalización, COFIDES gestiona en exclusiva además de los recursos de los accionistas los dos fondos públicos especializados en la financiación de la inversión directa en el exterior, FIEEX y FONPYME, orientados a cofinanciar proyectos de inversión privados viables con interés español en cualquier país en el exterior. COFIDES ofrece una gran variedad de productos financieros que van desde las participaciones en capital hasta diferentes modalidades de préstamos. FONPYME se orienta a las pequeñas y medianas empresas.

Como se refería anteriormente, un rasgo de la «cultura COFIDES» es la *flexibilidad en el proceso de estructuración* y aprobación de operaciones. Los productos financieros ofrecidos por COFIDES se adaptan, bajo criterios de rentabilidad y adicionalidad al mercado, a las necesidades de cada empresa y proyecto, tanto en condiciones financieras como en plazos y garantías. Las modalidades de apoyo financiero se engloban en:

- Participaciones de capital, temporales y minoritarias en

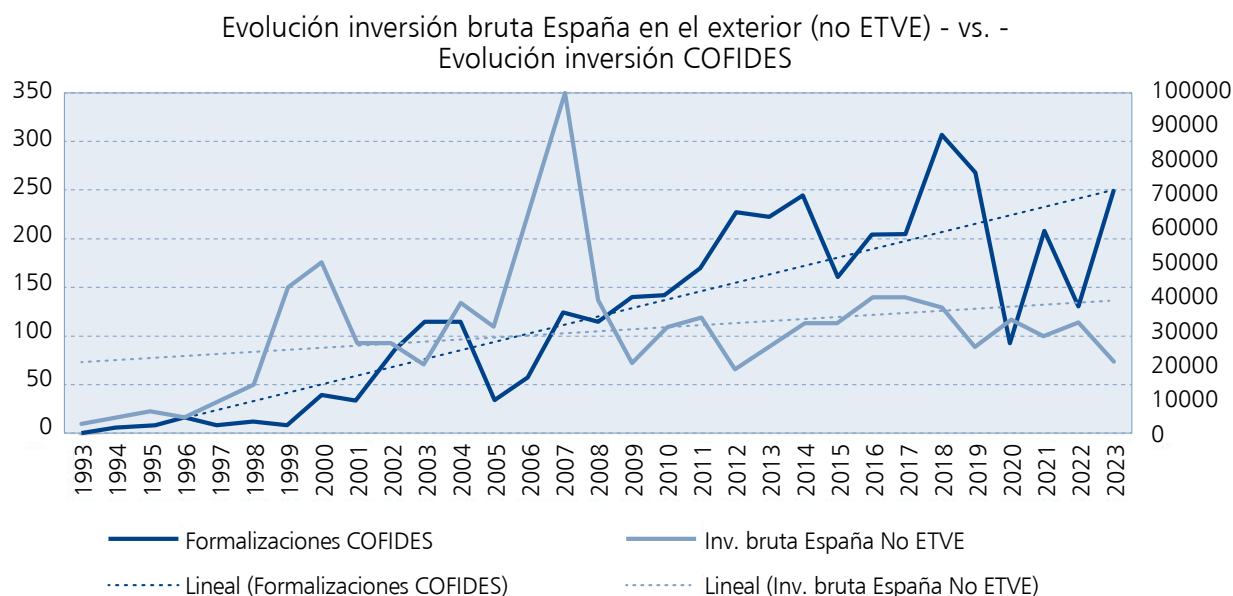
el capital social de una sociedad de proyecto o de un vehículo específico. El precio de salida de la inversión puede ser prepactado con los socios españoles o ser el resultado de una valoración en el momento oportuno. En cualquier caso, el socio español en la transacción está obligado a asumir la adquisición de las acciones en el momento de la salida.

- Préstamos, que pueden ser ordinarios, es decir con condiciones de plazo, precio y otros cerrados en el momento de la entrada, o con algún tipo de variabilidad en la retribución en función de la propia evolución del negocio. Estos últimos pueden tener carácter participativo y asumir, o no, cierta subordinación. Los préstamos con retribución variable que asumen subordinación son los comúnmente llamados «préstamos participativos», mientras que los que no tienen subordinación se denominan «préstamos de coinversión». La componente variable de la retribución se liga a la evolución de algún parámetro objetivo que permita estimar la evolución del negocio.
- Bonos corporativos, deuda emitida por una empresa para la captación de fondos con el objetivo de financiar sus proyectos y operaciones.
- Financiación intermediada, en la que COFIDES invierte indirectamente en las empresas a través de su participación minoritaria en fondos de capital.

El apoyo financiero de COFIDES bajo el mandato de internacionalización exige la existencia de interés español y que los proyectos

GRÁFICO 2
INVERSIÓN BRUTA (NO ETVE, ENTIDADES DE TENENCIA DE VALORES EXTRANJEROS) DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR VS. FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES, 1993-2023

En millones de euros



Fuente: Elaboración propia COFIDES con dato de DATAINVEX.

de inversión financiadas cumplan determinados estándares medioambientales y sociales. Los proyectos pueden desarrollarse en cualquier país extranjero y todos los sectores son elegibles, excepto el inmobiliario, la industria de defensa y actividades como las relacionadas con el carbón y los combustibles fósiles.

En el año 2023, la cartera total correspondiente al mandato de internacionalización alcanzó la cifra de 1.112,86 millones de euros, un 3,48 por 100 inferior con respecto a la de 2022 (1.152,64 millones de euros). Este descenso se debió principalmente a las desinversiones registradas durante el ejercicio. Si bien la cartera se redujo como consecuencia de los favorables datos de ingresos, la actividad del año 2023 fue notablemente

positiva, con una aprobación de 54 proyectos en 24 países, comprometiéndose 267,86 millones de euros, lo que supuso un incremento del 26,02 por 100 con respecto a 2022. La mitad de los proyectos aprobados tuvieron por beneficiaria a una pyme, lo que pone de manifiesto la elevada capilaridad de estos instrumentos financieros.

1. Características de la cartera de internacionalización de COFIDES

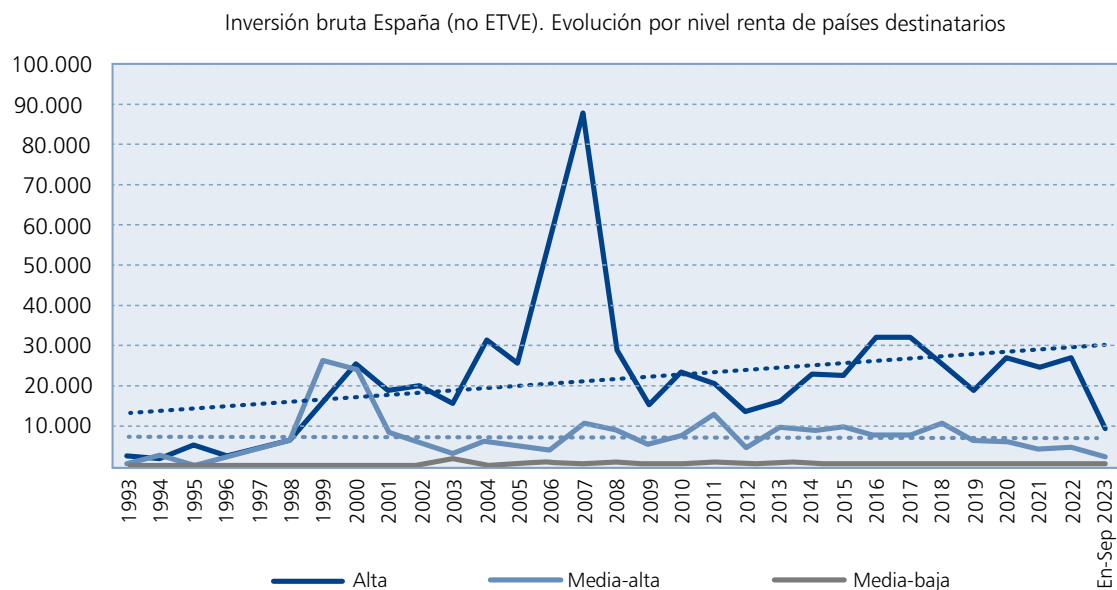
La cartera de internacionalización de COFIDES representa un pequeño porcentaje del volumen total de inversión directa emitida desde España al exterior. No obstante, un análisis comparado entre la actividad de COFIDES y el comportamiento general de la Inversión Directa

en el Exterior (IDE) emitida históricamente desde España resulta útil para describir las principales características de la actividad de COFIDES en la gestión de sus fondos destinados a la financiación de la internacionalización. En este sentido, se destacan los siguientes elementos:

— *Carácter contracíclico.* Históricamente, la actividad de COFIDES ha seguido una evolución similar, con una tendencia alcista, a la de la IDE neta española. No obstante, coincidiendo con la crisis financiera de 2008 se produce un punto de inflexión. En 2009 la financiación de COFIDES a proyectos de inversión de empresas españolas en el exterior comenzó a aumentar, mientras que la IDE neta española se contrajo de

GRÁFICO 3
INVERSIÓN BRUTA (NO ETVE) DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR POR NIVEL DE RENTA DE PAÍSES DESTINATARIOS, 1993-2023

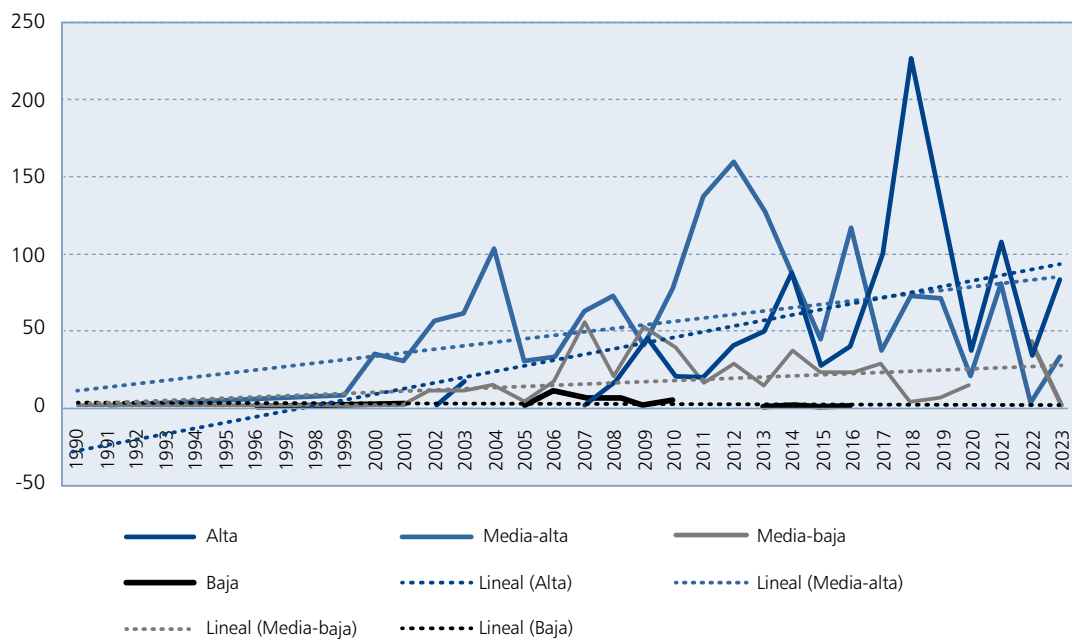
En millones de euros



Fuente: Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEST.

GRÁFICO 4
FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES 1993-2023 POR NIVEL DE RENTA PAÍSES DESTINATARIOS, 1993-2023

En millones de euros



Fuente: Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEST.

forma significativa, poniendo de manifiesto también que, desde el cumplimiento de unos determinados niveles de riesgo y solvencia adecuados, el sector público puede desempeñar un papel activo para facilitar un mayor volumen de recursos financieros al sector privado frente a episodios de restricciones de acceso a la financiación. Al mismo tiempo, muestra la capacidad de absorción del sector privado en circunstancias puntuales y su determinación en favorecer el crecimiento y diversificación

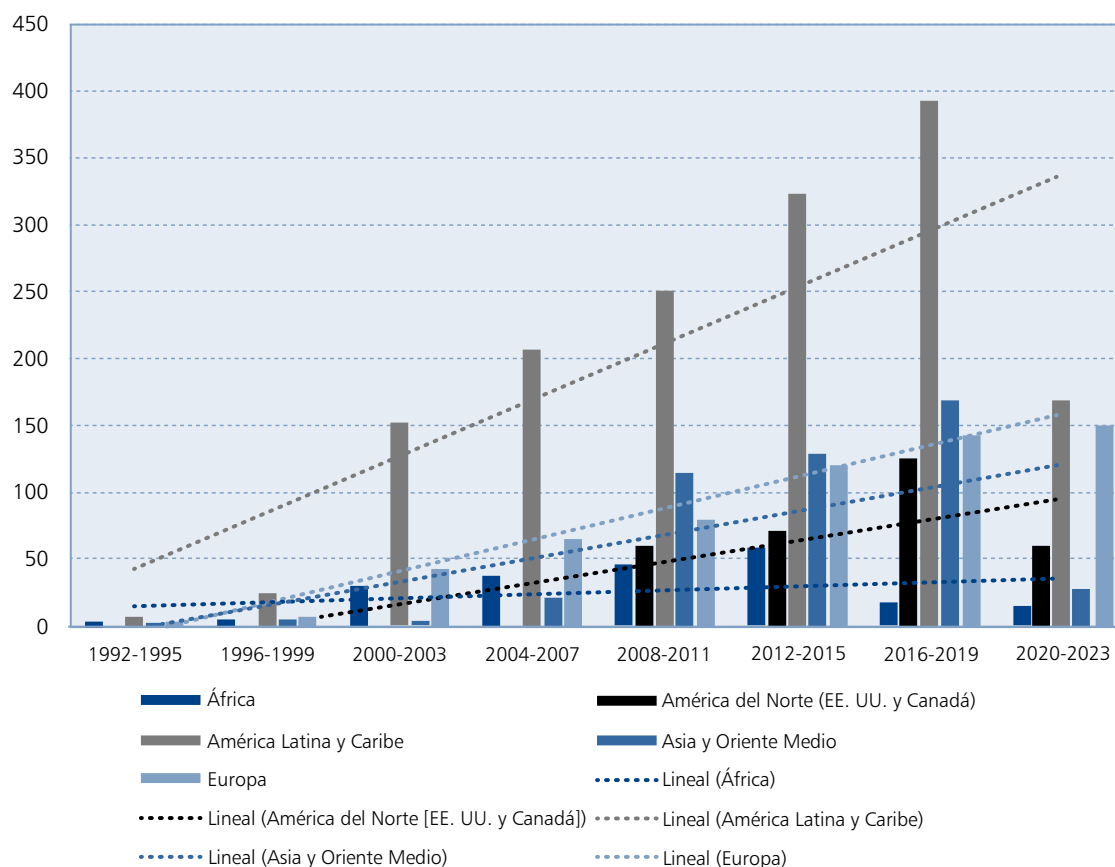
de sus negocios. La empresa que se internacionaliza mitiga los potenciales riesgos que puede atravesar una caída en el mercado doméstico y desarrolla un modelo de negocio global más competitivo y sostenible en el tiempo.

— *Mercados de destino por nivel de renta.* Si tenemos en cuenta el nivel de renta en destino, la inversión española en el exterior ha estado tradicionalmente orientada hacia países de renta alta. La actividad de COFIDES sigue este patrón a partir de 2017.

— *Distribución geográfica de la inversión.* Desde un punto de vista geográfico, el comportamiento general de la IDE emitida desde España muestra una prevalencia clara de la Unión Europea como destino principal, además de ser también la región con mayor tendencia de crecimiento en los últimos treinta años. En el caso de la actividad de COFIDES, sin embargo, la región de América Latina prevalece sobre las demás, seguida de la Unión Europea. En concreto, el número de proyectos

GRÁFICO 5
FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES POR REGIONES DE DESTINO, 1993-2023

En millones de euros



Fuente: Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEST.

aprobados por COFIDES en la región (417) ha supuesto el 45,7 por 100 del total aprobado y los recursos movilizados (más de 1.400 millones de euros), representaron el 47,4 por 100 del total de su compromiso histórico. Por países, destaca México, donde se han aprobado 149 proyectos por un importe total de casi 500 millones de euros, seguido de Brasil, con 72 proyectos aprobados y 356 millones de euros comprometidos. Europa representa un 15 por 100 del total comprometido. En tercer lugar, se posiciona

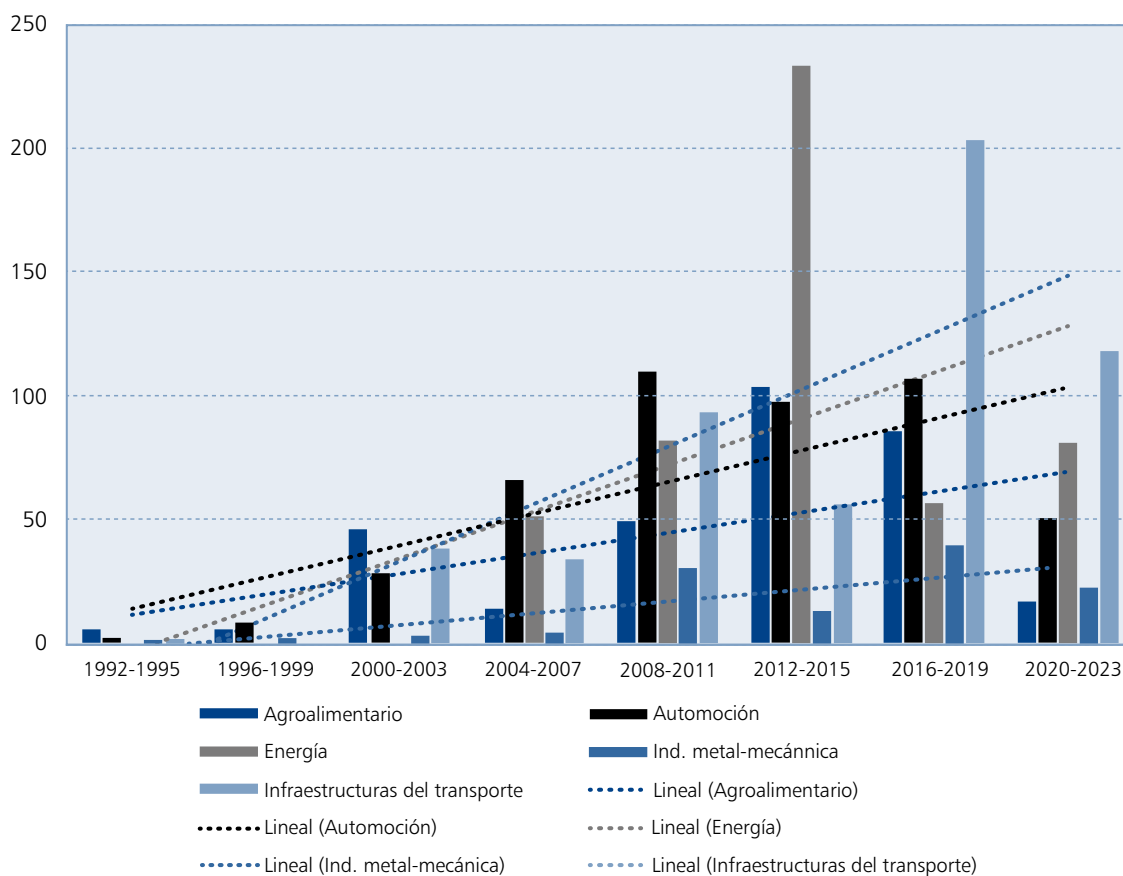
Asia, Oriente Medio y Oceanía (12 por 100 del total de recursos aprobados por COFIDES desde 1990), destacando China e India como principales países de destino. Por último, cabe mencionar una discreta penetración de las empresas españolas en África con Marruecos y Sudáfrica como principales mercados. En lo que respecta a África Subsahariana, la actividad de COFIDES se ha desarrollado fundamentalmente a través de las facilidades de financiación EFP e ICCF, de la que es accionista.

— *Distribución sectorial.* La actividad de COFIDES ha tenido, históricamente, una gran diversidad sectorial. Los sectores con mayor presencia tanto en número de proyectos financiados como en recursos movilizados han sido los estratégicos de la economía española como el agroalimentario, la automoción, o la energía, junto con la industria química y farmacéutica. Atendiendo al volumen de financiación aprobada, mencion especial merecen los proyectos de infraestructuras del transporte, que han supuesto

GRÁFICO 6

FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES POR SECTORES, 1993-2023

En millones de euros



Fuente: Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEX.

más de 413 millones de euros (13,8 por 100 del total).

2. Adicionalidad, sostenibilidad y ESG

Seña distintiva de COFIDES es su especialización en instrumentos adicionales a los del sector financiero privado. Esa adicionalidad es manifiesta claramente cuando el apoyo se materializa a través de participaciones en capital o casi capital, a la que los inversores españoles han sido relativamente renuentes, pero también es relevante en términos más generales.

Cuando COFIDES invierte en instrumentos que refuerzan los fondos propios (capital o casi-capital) de las empresas o proyectos en el exterior, los promotores españoles: 1) con los correspondientes y equilibrados pactos entre socios, pueden tener el control del proyecto de inversión; 2) pueden alcanzar mayores niveles de apalancamiento que si la inversión fuese en deuda; 3) multiplican la capacidad de inversión en otros proyectos, bien en el exterior o bien en España, al consumir la inversión en el exterior una menor proporción de los recursos disponibles para nuevos proyectos.

Por otra parte, para muchos clientes la presencia de COFIDES en sus proyectos: 1), aporta confort, a veces de manera no directamente explícita, a promotores, financiadores y reguladores al dotar al proyecto del intangible del respaldo del Estado español y sus influencias, a la iniciativa; y 2), allana, a través de su red de alianzas estratégicas, la inversión por parte de terceros privados y/o públicos (instituciones financieras de desarrollo, gestoras de fondos, bancos accionistas, instituciones internacionales y nacionales), en

tanto que el respaldo-COFIDES aporta altos estándares, comparables con los mejores, en lo que respecta a la viabilidad económica y técnica de las operaciones, sostenibilidad e impacto, Gobierno corporativo, etc.

En cualquier caso, COFIDES actúa exclusivamente como socio financiero, por lo que no interviene activamente en la gestión del proyecto. La participación de COFIDES en los consejos de administración de las sociedades, con objetivos de información y también como facilitador de eventuales controversias, se produce a través de consejeros o de observadores, y, en todo caso, en proporción al porcentaje de capital que ostenta. Los pactos de accionistas y el conjunto de la armazón legal de las inversiones recogen fidedignamente los términos de la relación corporativa.

En el siguiente gráfico se representa la evolución de las actividades de COFIDES desde sus inicios, distinguiendo por tipo de producto financiero. Como se observa, las participaciones en capital siempre han desempeñado un papel muy destacado, representando, aproximadamente, el 40 por 100 en volumen de financiación sobre el total, llegando incluso a superar en determinados años el peso de los instrumentos de deuda (gráfico 7) y manteniéndose una línea de crecimiento sostenido a lo largo del tiempo.

COFIDES ha consolidado una contrastada experiencia en materia de sostenibilidad y en la integración de las cuestiones ESG a lo largo de todos sus ámbitos de actuación. En 2001 COFIDES instauró de forma pionera en el sistema financiero español su política ambiental y

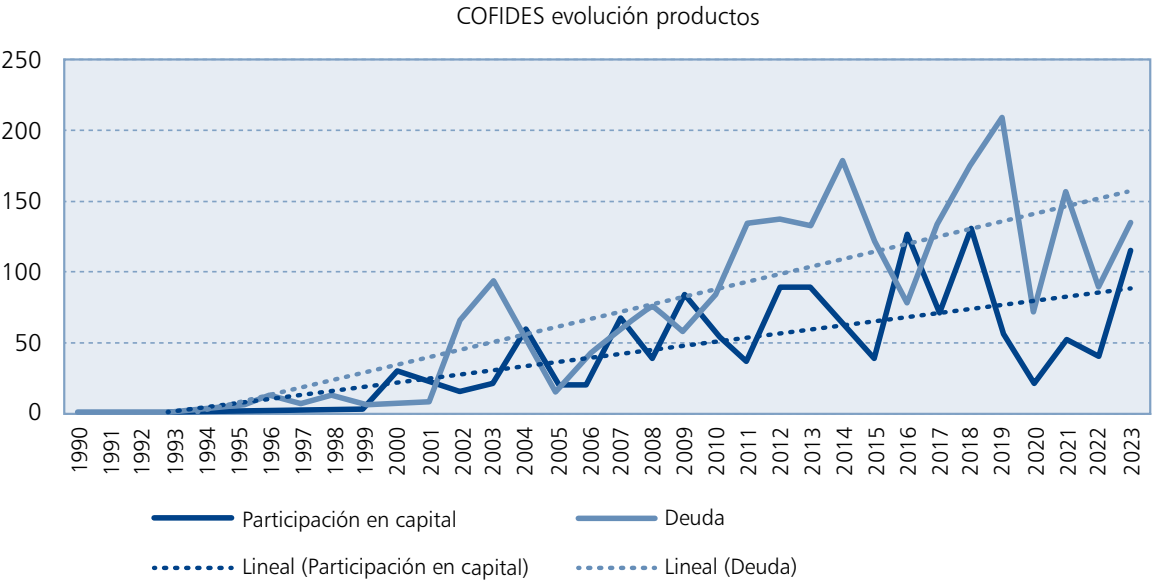
social, adelantándose en varios años a la explosión del fenómeno de las finanzas sostenibles y anticipando en cierta forma el cambio de paradigma actual del sector financiero español. La estrategia de financiación sostenible de COFIDES se apoya en tres pilares: 1) refuerzo de la cultura de sostenibilidad; 2) introducción de incentivos; y 3) replanteamiento del modelo de negocio para identificar oportunidades que surjan como consecuencia de la transición hacia una economía baja en emisiones de carbono.

Es digno de señalar que desde 2019 el componente variable de la retribución de la plantilla de COFIDES está ligado a consecución de objetivos de sostenibilidad. Esto genera un sistema de incentivos que implica a toda la empresa en la cultura de la sostenibilidad, uno de los valores principales de la denominada «cultura COFIDES». La sostenibilidad y la inversión de impacto forman, por tanto, parte del ADN de COFIDES y de su misión como entidad financiadora de proyectos. La sostenibilidad, en sentido amplio y en todas sus vertientes (medioambiental, social y de gobernanza) está presente en COFIDES en todas sus dimensiones de forma transversal: en materia de Gobierno corporativo, estrategia empresarial, gestión del riesgo y en las métricas de impacto.

Programa COFIDES Impact y otras acciones de relevancia en materia de sostenibilidad

Desde finales de 2022 COFIDES desarrolla el programa COFIDES Impact, creado en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia con el objetivo de impulsar proyectos de inversión en el exterior que gene-

GRÁFICO 7
FORMALIZACIONES DE LOS FONDOS FIEX, FONPYME Y RECURSOS PROPIOS COFIDES 1993-2023 POR TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO, 1990-2023



Fuente: Elaboración propia COFIDES con datos de DATAINVEST.

ren impacto positivo alineado con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Con un presupuesto inicial de 1,7 millones de euros, a 31 de diciembre de 2023 se habían formalizado más de 750.000 euros (44 por 100 del total) en 35 operaciones (lo que supone el 63 por 100 del objetivo propuesto de número de empresas beneficiarias). El programa finalizará en diciembre de 2024, por lo que su ejecución se encuentra a mitad de camino.

Además de este programa, el compromiso de COFIDES con la sostenibilidad y el logro de los mayores estándares en materia de ESG se manifiestan a través de las siguientes actividades y metas:

- Medición de la huella de carbono de la cartera.
- Objetivo explícito de alcanzar el 30 por 100 de proyectos

climáticos en la cartera de internacionalización para formalizaciones durante el período 2022-2024.

- COFIDES forma parte de la línea de cofinanciación Interact Climate Change Facility (ICCF), una línea de inversión creada por la Asociación Europea de Instituciones Financieras de Desarrollo (EDFI) y el Banco Europeo de Inversiones (BEI), que tiene como objetivo financiar proyectos de inversión privados y viables que contribuyan a la lucha contra el cambio climático.
- COFIDES participa a través de la EDFI en la iniciativa Electrifi, con la que se apoyan inversiones en energías renovables para la electrificación rural en países y economías en desarrollo.
- COFIDES forma parte del Programa de Energías Renovables para África Subsahariana,

centrado principalmente en zonas rurales, en el marco de la plataforma de inversión del Fondo de Garantía del EFSD.

- En 2018 COFIDES obtuvo su acreditación ante el Fondo Verde para el Clima, organismo de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático que financia proyectos de mitigación y adaptación al cambio climático.

3. El papel de COFIDES en la internacionalización de las pymes españolas

Una de las principales barreras a la que se enfrentan las pymes cuando quieren invertir en terceros países es la dificultad para acceder a financiación y la falta de instrumentos financieros que se adapten a sus necesidades. Si por una parte los balances de las pymes no suelen, por lo general, ser suficientemente holgados como para que

la financiación comercial asuma los riesgos inherentes a la inversión internacional, los mercados financieros y de capitales de terceros países evitan financiar pymes sin un historial previo en el país. En los países emergentes, además, los mercados están poco desarrollados y el coste de la financiación es, por lo general, muy caros para las capacidades de financiación de la pyme.

Es por ello por lo que la pyme, su competitividad, crecimiento, apertura a los mercados exteriores e inserción en las cadenas globales de valor siempre fueron una preocupación de COFIDES: el COFIDES inicial prácticamente solo trabajaba con pymes; cuando a finales de la década de los noventa del pasado siglo se crearon los fondos para internacionalización se creó un fondo especial para la pyme; el programa FONREC concentró su actividad en la empresa de tamaño mediano; y el aún en gestación Fondo de Impacto Social y Medioambiental (FIS) tiene a la pyme como foco prioritario de actividad.

Este interés por la empresa de tamaño mediano y pequeño no es solo porque este segmento empresarial incluya en España aproximadamente tres millones de empresas, que representan el 99,8 por 100 del total del censo nacional de empresas y genere más de 10 millones de puestos de trabajo (el 64,2 por 100 del empleo) así como el 65 por 100 del valor añadido. Si bien muchas de ellas han conseguido abrirse al exterior y mejorado su competitividad, lo cierto es que, por lo general, siguen siendo muy vulnerables a los cambios en los ciclos económicos y a *shocks* externos como son los generados recientemente por la pandemia COVID-19, los incrementos de la

inflación, las disrupciones en las cadenas de suministros o el conflicto bélico en Ucrania.

Aunque en los últimos años se ha incrementado el número de pymes españolas con actividad en el exterior, existe todavía una diferencia importante entre aquellas que exportan y las que se atreven a abrir filiales comerciales o productivas. Las pymes internacionalizadas son más competitivas que las que operan exclusivamente a nivel nacional, al beneficiarse de una mayor eficiencia y economías de escala, tienen un mayor acceso a conocimientos técnicos y tecnología para formar parte de las grandes cadenas de valor internacionales.

En este contexto, la actividad de COFIDES, como gestor de sus propios recursos y del FONPYME, adquiere un papel relevante dentro de los distintos programas públicos para favorecer el crecimiento y competitividad de las pymes españolas.

IV. LA ACTIVIDAD DE COFIDES EN EL ÁMBITO DE LA FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO

Desde el consenso alcanzado en 2015 con motivo de las cumbres celebradas en Nueva York, París y Adís Abeba, los diferentes actores vinculados a la financiación del desarrollo están inmersos en una profunda evolución hacia un modelo más sostenible e incluso en el que las inversiones tienen la finalidad de conseguir un retorno apropiado para promotores privados y financiadores, así como un impacto social y medioambiental positivo. En este proceso, el sector privado tiene un papel angular, no solo como generador de riqueza y empleo digno, sino como promotor de innovaciones,

transmisor de conocimientos, tecnologías y comportamientos de buen Gobierno, así como actor esencial en la lucha contra el cambio climático y sus efectos.

La estrategia de COFIDES, íntimamente ligada a la consecución de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) se ha centrado, por un lado, en movilizar y articular a los actores relevantes y contribuir a conformar el ecosistema necesario para el desarrollo; y, por otro, como financiador, en generar efectos demostración que contribuyan a movilizar recursos procedentes del sector privado. Para la correcta ejecución de esta estrategia, COFIDES acometió y logró los procesos de acreditación ante la Unión Europea y Fondo Verde para el Clima de Naciones Unidas. El objetivo último de estas acreditaciones era ser capaces de recabar de las instituciones internacionales recursos «blandos» que pudieran ser «mezclados» (*blended*) con recursos privados para, reduciendo el riesgo percibido por los inversores comerciales (*de-risking*) hacer viables operaciones y estructuras financieras con un alto impacto positivo.

El cumplimiento del mandato vinculado a la financiación del desarrollo por parte de COFIDES se basa en la ejecución de dos grandes líneas de actividad. Por un lado, de asesoramiento «apoyo a la gestión» al FONPRODE de la AECID (en su mayoría a través de instrumentos financieros con el sector privado) y, en segundo lugar, de identificación y estructuración de operaciones de inversión con cargo al presupuesto de organismos internacionales como la Unión Europea o el Fondo Verde para el Clima.

1. Ámbito FONPRODE

Con la reforma de la Ley del Fondo de Promoción del Desarrollo (FONPRODE) en 2014 y de su Real Decreto en 2015, COFIDES pasó a desempeñar las labores de apoyo a la AECID en la gestión del FONPRODE. Con ello, se conformaba el ya conocido como «triumvirato» de la cooperación financiera española, que consta de tres actores:

- AECID en el centro del esquema, como gestor del FONPRODE.
- ICO como agente financiero del Estado, dado que el FONPRODE no tiene personalidad jurídica.
- COFIDES como institución que presta apoyo a AECID de la gestión del fondo, encargándose de la debida diligencia, elaboración de propuestas, apoyo a la formalización y seguimiento de la cartera del FONPRODE, llevando también a cabo labores de identificación en operaciones de sector privado.

Este modelo ha funcionado durante los últimos diez años con una trayectoria positiva de COFIDES como asesor especializado de una cartera aproximada de transacciones por un importe global de más de 1.000 millones de euros en operaciones de préstamos soberanos a Estados, préstamos a entidades microfinancieras dirigidos a promover la inclusión financiera y participaciones en fondos de inversión de impacto.

No obstante, el modelo también ha mostrado ciertas limitaciones que han llevado a que desde hace ya algún tiempo esté abiertamente sobre la mesa una posible reforma de la arquitectu-

tura de la financiación española al desarrollo. Esta reforma tendría como objetivo final conseguir un impacto mayor, así como una mayor participación de la cooperación financiera española en los diversos foros e instituciones internacionales, pudiendo aprovechar las potenciales ventajas y sinergias que estos ofrecen. Un paso en este sentido ha sido la aprobación de la Ley 1/2023, de 20 de febrero, de Cooperación para el Desarrollo Sostenible y la Solidaridad Global, que crea un nuevo fondo, el Fondo Español de Desarrollo Sostenible, que pretende ser más flexible que su predecesor y que está pendiente a fecha de este artículo de desarrollo reglamentario. Sin embargo, además de la creación de este nuevo instrumento, la reforma de la cooperación financiera española no estará completa hasta que no se aborde también una reforma institucional que permita, ganar eficiencia, combinar sinergias y evitar duplicidades e ineficiencias.

2. Financiación combinada (*blended finance*) y financiación climática

Como se decía anteriormente, la «financiación combinada» permite mezclar fondos reembolsables comerciales movilizados por las entidades acreditadas, como COFIDES, con fondos no reembolsables o subsidiados. Las instituciones que conforman la arquitectura de fomento financiero público están llamadas a diseñar una oferta que incentive al máximo la participación de recursos privados en los proyectos de inversión (*credit enhancement*). Los principales actores internacionales como Naciones Unidas, a través del Fondo Verde para el Clima, la banca multilateral y las instituciones financieras bilaterales con sus principios para el *blending*, o la

Comisión Europea ofrecen ya importantes cantidades de recursos de carácter concesional para ser combinados con fondos privados. Esta fórmula, denominada en el argot *blended finance*, debería movilizar financiación hacia aquellos proyectos que, aun siendo vitales para un progreso sostenible e inclusivo, no resultan *a priori* suficientemente atractivos, en gran parte por sus elevados niveles de riesgo o su carácter pionero en economías y/o sectores difíciles, para los inversores comerciales.

En este contexto, y con la convicción de la necesidad de converger hacia una economía más sostenible, COFIDES se propone fomentar el ecosistema empresarial y financiero necesario para la erradicación de la pobreza a través de la inversión de impacto. La compañía es crecientemente activa tanto en la movilización de los recursos que buscan el impacto en la sostenibilidad como en la promoción de proyectos en los que la colaboración público-privada y la movilización de recursos de diferentes fuentes contribuyan a mejorar las oportunidades de financiación de sectores, empresas y proyectos que de otro modo quedarían excluidas del sector financiero tradicional.

Actualmente existen tres programas en ejecución con fondos de la UE: Fondo Huruma, Triple Inclusive Finance (TIF) y el Programa de Energías Renovables para África Subsahariana. A finales de 2022 se aprobaron otros cuatro programas (Fondo Kuali, TIF II, SOL, GSIF) —pendientes en su mayor parte de formalización—. Es decir, la cartera pasará de aproximadamente 50 millones de euros bajo gestión a prácticamente 200 millones de euros. Los fondos de la UE se materializan a través de diversos instrumentos (asistencia técnica, participación en capital, garantías).

GRÁFICO 8

PROYECTOS EN CARTERA Y EN EJECUCIÓN ESTRUCTURADOS POR COFIDES CON PARTICIPACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA

Proyecto				Otros
 Fondo Huruma		EUR 18,55 MM EUR 10 MM 1as Pérdidas EUR 8,55 MM AT	EUR 20 MM Deuda Senior	EUR 90 MM Inversores Privados y COFIDES
	 Programa TIF <i>(Triple Inclusive Finance)</i>	EUR 5,75 MM Asistencia Técnica	EUR 53,4 MM Deuda	n/a
		Total UE EUR 24,3 MM	Total FONPRODE EUR 73,4 MM	Total EUR 90 MM

Proyecto		Sector	EFSD+ (monto max. aprobado)	Asistencia Técnica	Movilización de recursos (potencial)	
					 	Privados/otros
Programa SOL		Energías Renovables en LAC y ASS	Garantía: EUR 75 MM	tbd	EUR 107 MM	EUR 200 MM
TIF II		Inclusión Financiera en LAC	Garantía: EUR 50 MM	tbd	EUR 100 MM	n/a
Fondo Kualí		Financiación a PSF/PYME en LAC e India	Primeras pérdidas: EUR 12 MM	EUR 5 MM	EUR 50 MM AT: EUR 2 MM	Privados: EUR 213 MM Fondo Verde: EUR 25 MM 1as pérdidas EUR 2 MM AT
			Total UE EUR 142 MM		Total FONPRODE EUR 259 MM	Total EUR 440 MM

Fuente: Elaboración propia COFIDES con datos de la DG INTPA, Comisión Europea.

Además, también se ha aprobado la contribución del Fondo Verde para el Clima a la primera operación presentada por COFIDES –Fondo Kualí– que, como se ha mencionado anteriormente, también cuenta con la participación de la UE. La Unión Europea también ha aprobado la contribución de 17 millones de euros a este fondo. Se trata de un nuevo fondo de inversión de impacto liderado por COFIDES y gestionado por la gestora española de inversión de impacto Gawa Capital Partners. El proyecto se ha convertido en el primer proyecto español al que se

asignan recursos del Fondo Verde para el Clima de las Naciones Unidas.

V. LOS NUEVOS INSTRUMENTOS ASOCIADOS A LOS MANDATOS DE ÁMBITO NACIONAL: FONREC, FOCO Y FIS

La aprobación de la adenda al Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia (PRTR) de España por parte del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea

(ECOFIN) constituye un destacado avance en el proceso de transformación estratégica de la economía española. Supone la movilización de más de 10.000 millones de euros en transferencias y hasta 84.000 millones de euros en préstamos provenientes de los fondos *Next Generation EU*.

Es una oportunidad extraordinaria para nuestro país, sin precedentes en cuanto al alcance y volumen de recursos financieros, para impulsar un proceso ambicioso de modernización estructural de la economía española.

En este contexto, COFIDES se ha posicionado como una institución financiera pública fundamental en la ejecución del PRTR. Como se mencionaba al inicio, la especialización de COFIDES en el apoyo financiero a proyectos de inversión de empresas privadas la configura como una entidad idónea para gestionar fondos públicos, movilizandolos los recursos adicionales del sector privado.

La ya mencionada «cultura COFIDES» ha contribuido a la reciente ampliación de la asignación de mandatos e instrumentos financieros para contribuir a dar respuesta a los retos de la economía española. En 2021, COFIDES recibió el encargo de gestionar un fondo para preservar la solvencia de empresas gravemente afectadas por la pandemia del COVID-19 y en el marco de la adenda del PRTR ha sido mandatada más recientemente para gestionar dos nuevos fondos estatales que contribuirán, el primero de ellos, al refuerzo del ecosistema nacional de inversión de impacto y, el segundo, a la atracción de inversión extranjera a España para la modernización del modelo productivo y el impulso de la competitividad.

1. Fondo de Recapitalización (FONREC)

La mayor parte del esfuerzo llevado a cabo por el sector público durante el ejercicio 2021 se dirigió a la dinamización del tejido productivo de menor tamaño, incluyendo las ayudas directas a autónomos y empresas, los ERTE, las líneas de avales gestionadas por el ICO, o las líneas de cobertura de CESCE (Compañía de Gestión Integral del Crédito Comercial). En este contexto, en junio de 2021, siguiendo el Real Decreto Ley 5/2021, se puso en marcha el Fondo de Recapitalización de Empresas Medianas Afectadas por el

COVID-19 (FONREC), gestionado por COFIDES.

FONREC aprobó inversiones por importe de casi 800 millones de euros (de una dotación inicial de 1.000 millones de euros), con las que ha apoyado, a través de diferentes instrumentos de financiación —especialmente préstamos participativos— la solvencia de casi un centenar de empresas privadas de tamaño medio repartidas por toda la geografía española en diversos sectores de actividad.

El objetivo estratégico de FONREC era garantizar la viabilidad de un segmento de empresas fundamental para la economía española, el de capitalización media o *midcaps* (con volúmenes de facturación entre 10 y 400 millones de euros), que se vieron afectadas de forma muy importante por la pandemia. Se trataba de financiación de último recurso, es decir, de fondos para empresas con problemas de supervivencia y sin acceso a financiación de mercado en términos asequibles.

Mediante el apoyo a las *midcaps* españolas se buscaba, además, sostener al conjunto de la cadena de subcontratación conexas de empresas menores y autónomos. Las empresas medianas, que suelen tener un fuerte arraigo regional, son frecuentemente pilares de la economía en muchos territorios, y de ellas dependen no solo sus empleados directos, sino gran parte de la economía subsidiaria de la zona en la que están establecidas. En estas localizaciones la eventual quiebra de la empresa de referencia se traduce en una crisis económica y social, por lo que evitar los cierres era un objetivo primordial.

La actividad de FONREC ha supuesto el mantenimiento de cerca de 37.000 empleos directos con una amplia diversidad geográfica, pues han obtenido financiación compañías cuya sede social se encuentra en 14 comunidades autónomas, si bien el impacto se distribuye por todo el territorio nacional. El sector industrial ha sido el que más apoyo ha recibido, seguido de las actividades relacionadas con el turismo y la restauración y servicios. En cualquier caso, hay una presencia relativamente diversificada de sectores beneficiarios. Todas las empresas receptoras de las inversiones eran viables antes de la pandemia y tienen modelos de negocio sólidos para su crecimiento a medio plazo.

Con la mirada puesta en el medio y largo plazo, el trabajo de COFIDES se concentra ahora en acompañar a las empresas adjudicatarias para alcanzar el objetivo de volver a la senda de la rentabilidad y consolidar su competitividad.

Mientras esté viva la financiación pública, las compañías deberán mantener una serie de restricciones. Entre otras, la imposibilidad de distribución de dividendos a los accionistas o la vigilancia estrecha de las remuneraciones de los miembros de los consejos de administración y la alta dirección.

Este esfuerzo se exigía con el fin de preservar el destino finalista del apoyo y el uso productivo de la inversión, que se plantea con una duración máxima de ocho años. El papel de COFIDES de ahora en adelante es doble. Por un lado, asesorar a las empresas de la cartera en su gestión, acompañando en su día a día durante los próximos ejercicios. Por otro lado, velar

por la inversión pública realizada, tratando de maximizar la devolución de la financiación otorgada.

Fondo de Coinversión (FOCO)

A finales de 2023, el Gobierno formalizó la creación de un nuevo fondo público, denominado Fondo de Coinversión (FOCO), con una dotación inicial de 2.000 millones de euros y destinado a la atracción de inversión extranjera directa para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión de empresas privadas en España en sectores estratégicos.

FOCO actuará como catalizador para la mejora de la competitividad de la economía española, potenciando la modernización y competitividad de nuestro modelo productivo mediante la inversión en actividades económicas que impulsen principalmente la transición verde y digital, así como otras actividades estratégicas como la innovación tecnológica.

El despliegue de recursos de naturaleza pública no resulta suficiente para responder a las elevadas necesidades financieras asociadas a estos nuevos retos globales y, FOCO, actuando como palanca, canalizará financiación adicional de inversores extranjeros, tanto públicos como privados en régimen de coinversión.

Estas coinversiones podrán realizarse de forma directa en proyectos y empresas, e indirecta a través de fondos de inversión. En ambos casos, FOCO desplegará sus recursos principalmente a través de la toma de participaciones de capital, junto con inversores extranjeros, que deberán asumir un volumen de inversión como mínimo igual al de FOCO. El fondo solo podrá tomar posiciones minoritarias, es decir, la participación del capital

de propiedad pública en un beneficiario final no podrá superar el 49 por 100 del capital total.

Las características principales del Fondo de Coinversión son las siguientes:

- Realizará principalmente inversiones de capital en empresas privadas con sede en cualquier país de la Unión Europea y centro de trabajo en España que acometan proyectos de inversión en el territorio nacional.
- Las inversiones de FOCO se harán siempre de forma conjunta con un coinversor extranjero. Los coinversores podrán ser tanto instituciones financieras públicas extranjeras (fondos soberanos, fondos públicos de pensiones, etc.) como inversores institucionales privados extranjeros (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías aseguradoras, etc.). También serán elegibles los vehículos y entidades de inversión privada nacionales que atraigan inversores extranjeros, así como las sociedades de capital extranjero que participen en figuras societarias en España.
- La contribución de los coinversores extranjeros para cada operación debe ser al menos equivalente a la contribución de FOCO.
- El fondo siempre tomará participaciones minoritarias y la suma del capital público total tanto en empresas como en fondos no podrá superar nunca el 49 por 100 del capital total para cada operación.
- Vigencia indefinida, de manera que los retornos que se obtengan de las inversiones financiadas se reinvertirán en

nuevas operaciones en línea con la estrategia y objetivos del fondo, para continuar apoyando los retos asociados a la transformación sostenible del modelo productivo español.

- La financiación podrá ser directa en empresas o indirecta (mediante la toma de participaciones en fondos que realicen inversiones en España alineadas con los objetivos de FOCO).
- Las inversiones tendrán un volumen mínimo de 10 millones de euros y un máximo de 150 millones de euros por operación y promotor.

FOCO inició su puesta en marcha en el primer trimestre de 2024 y aspira a desempeñar un papel clave para impulsar la modernización, sostenibilidad y resiliencia del modelo productivo español, materializando nuevas inversiones en España en sectores estratégicos decisivos para la competitividad de nuestra economía.

Cabe recordar que instituciones similares de otros países de nuestro entorno (BPI en Francia o BBB en Reino Unido) han creado vehículos financieros similares con el mismo objetivo de atraer inversiones que transformen su especialización productiva.

2. FIS

COFIDES recibió en 2024 el mandato de poner en marcha un nuevo instrumento de inversión de impacto de ámbito nacional, el Fondo de Impacto Social (FIS), con una dotación de 400 millones de euros provenientes del mecanismo *Next Generation EU*.

Este fondo proporcionará capital y préstamos –no subven-

ciones— para, con recursos de procedencia pública: 1), facilitar la superación de algunos de los fallos de mercado que limitan el flujo de recursos privados y de iniciativas empresariales hacia sectores y actividades con impacto hoy desatendidas en el bienestar de amplias capas de la sociedad y en la solución de problemas medioambientales; 2), movilizar recursos privados que contribuyan a cerrar las brechas de financiación existentes; y 3), reforzar el conjunto del ecosistema español de inversión de impacto.

FIS está gestionado en exclusiva por COFIDES, entidad pionera en España en la inversión ESG y en la estructuración de inversiones de impacto en países y economías emergentes. Para su diseño se han tenido en cuenta las experiencias y aprendizajes de otros fondos similares en Reino Unido, Portugal, Francia o Japón.

Con el fin de hacer viables inversiones que de otro modo no lo serían, a través de FIS se facilitará el diseño de instrumentos financieros innovadores adaptados a la singular realidad de la economía social y se reforzará la consolidación de las denominadas «empresas con propósito» (como las Sociedades de Beneficio e Interés Común contempladas en la Ley española). El fondo dispondrá de instrumentos de capital y deuda para realizar coinversiones tanto directamente, en iniciativas empresariales concretas con propósito social y medioambiental, como mediante financiación indirecta, bien dotando de liquidez a intermediarios financieros especializados o aportando recursos, incluso en forma de participaciones minoritarias de capital, en fondos de inversión de impacto.

La inversión indirecta del FIS persigue el doble objetivo de apalancar y multiplicar los recursos del sector privado y facilitar la inversión en todas las fases de madurez de los proyectos. En cualquier caso, la financiación pública exigirá aportaciones *pari passu* de terceros. En situaciones debidamente justificadas las inversiones del fondo podrán incorporar cierto carácter concesional, salvaguardándose siempre el principio de que la financiación ha de obtener una rentabilidad financiera superior al principal invertido.

FIS contará además con una pequeña línea de asistencia técnica para complementar la financiación reembolsable en los casos en los que sea necesario reforzar algunas de las debilidades estructurales del sector como, por ejemplo, la medición y la gestión del impacto, o el despliegue de los propios instrumentos financieros mediante el refuerzo de los intermediarios o la capacitación de los beneficiarios finales.

En resumen, FIS aspira a ser una herramienta innovadora que transforme y consolide el Estado de bienestar atrayendo capital privado para dar respuesta a problemas sociales y medioambientales y contribuyendo a la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible.

El éxito de FIS dependerá de la consolidación de un verdadero ecosistema de economía impacto en nuestro país, para lo que no basta con que el sector público incremente los recursos presupuestarios dirigidos hacia la base de la pirámide, los sectores sociales más necesitados o al impulso de la transformación verde. Será preciso alcanzar una mayor implicación y complementariedad real de los diversos actores del ecosistema de impacto: sec-

tor público (central, autonómico y local), empresas privadas y de carácter social, instituciones de apoyo y asistencia técnica, sector del conocimiento y universidades y la filantropía. El objetivo es, en definitiva, incorporar soluciones innovadoras que, en un entorno competitivo, permitan ganancias de eficiencia y la viabilidad a largo plazo de los modelos de negocio.

VI. CONCLUSIONES

En 2025, España acogerá como país sede la celebración de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Financiación del Desarrollo. La Conferencia de Adís Abeba (2015) marcó un nuevo rumbo en la agenda económica y financiera internacional, introduciendo un cambio en la percepción de los grandes retos globales y dando lugar a una reorientación de las instituciones financieras internacionales junto con la redefinición del papel de los sistemas nacionales de fomento financiero.

En el caso de España, COFIDES junto con el resto de las instituciones financieras públicas ha evolucionado hacia un modelo en el que los sectores públicos y privados son cada vez más interdependientes y, a su vez, agentes responsables frente a muchos de los retos globales a los que se enfrentan nuestros Estados y sociedades.

COFIDES se ha consolidado como la gestora de referencia de fondos públicos que el Estado español asigna con carácter reembolsable a empresas privadas para alcanzar determinados objetivos de política pública, operando en cinco mandatos específicos (financiación de la internacionalización, financiación del desarrollo a través del sector privado, apoyo a la solvencia empresarial, apoyo financiero a la atracción de inversiones y financiación de la inversión de impacto en España).

La actividad tradicional de COFIDES, centrada principalmente en la financiación de inversiones directas de empresas privadas españolas en el exterior, muchas de ellas de tamaño pequeño y mediano, refleja el comportamiento del sector privado español en las tres últimas décadas, que ha evolucionado hacia una mayor presencia en mercados con niveles de renta media y alta, con una amplia diversificación sectorial, liderazgo internacional en actividades como la construcción de infraestructuras o las energías renovables y, en general, una mayor sensibilidad hacia la sostenibilidad.

En relación al mandato de financiación del desarrollo, además de su destacado papel como asesor de la actividad financiera de la AECID a través del FONPRODE, COFIDES se ha especializado en la gestión de instrumentos financieros de *credit enhancement*, con el objetivo de contribuir a la erradicación de la pobreza a través de la movilización de recursos financieros que contribuyan a mejorar las oportunidades de financiación de sectores, empresas y proyectos que de otro modo quedarían excluidas del sector financiero tradicional.

Desde 2020 COFIDES se ha posicionado como una institución financiera pública fundamental en la ejecución del PRTR, fruto de su especialización en el apoyo financiero a proyectos de inversión de empresas privadas, lo que la convierte en una entidad idónea para la gestión de fondos públicos que a su vez promuevan la movilización de recursos adicionales del sector privado.

En este sentido, el sistema público de fomento financiero tiene margen de mejora en lo relativo a la movilización de recursos orientados a estos nuevos retos globales.

De la comparación de las mejores prácticas observadas en los países de nuestro entorno y de la propia experiencia de COFIDES, se identifican varias conclusiones entre las que destacan las siguientes:

- Es fundamental incorporar la sostenibilidad y la financiación climática a la misión y estrategias de todas las instituciones financieras. Para no caer en la indefinición, esta misión debe concretarse en metas específicas, como son los 17 ODS acordados en 2015.
- La medición y seguimiento del impacto de las inversiones sigue siendo una importante tarea pendiente con amplio margen de mejora. Se trata, además, de una cuestión de rendición de cuentas: los ciudadanos deben saber hasta qué punto sus impuestos se dirigen hacia determinados objetivos globales, desde el alivio de la pobreza hasta la acción por el clima.
- La introducción de las cuestiones medioambientales y sociales en las decisiones de inversión de largo plazo es un mandato ineludible para las instituciones que gestionan dinero público. Esto ha de traducirse en procedimientos de análisis de riesgos que trasciendan los límites estrictamente financieros a la hora de determinar el diseño y precio de la oferta financiera pública.
- La relación entre la banca pública y el sector privado. La financiación pública debe pensarse como una palanca para la movilización de recursos privados (*crowding-in*) hacia objetivos compartidos. Sólo de esta manera se podrán movilizar los *trillions* de euros (billones en español) necesarios para lograr los ODS globales.

NOTAS

(*) Presidente ejecutivo de COFIDES en el momento de la finalización de este trabajo.

(**) Director de COFIDES.

(1) Según esta teoría, si los agentes económicos están bien informados son capaces de reaccionar racionalmente a las incertidumbres y eventos económicos.

(2) Accionistas de la AGE son: ICEX España Exportación e Inversiones (ICEX), con el 25,7 por 100; el Instituto de Crédito Oficial (ICO), con el 20,3 por 100; y la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), con el 7,6 por 100. El resto del capital social lo ostentan el Banco Santander (20,2 por 100), BBVA (16,7 por 100), el Banco Sabadell (8,3 por 100) y CAF (1,1 por 100).

(3) Se denominan *TIER1* a los proveedores que fabrican componentes o sistemas para vender directamente a los fabricantes originales.

BIBLIOGRAFÍA

- COFIDES. (2022). *Financiación internacional y sostenibilidad. Manual para empresas financiadas por COFIDES*. Madrid: COFIDES.
- CURBELO, J. L. (26 de abril de 2022). Repensar el papel del Estado cuando el futuro ya no es lo que era. *Cinco Días*.
- CURBELO, J. L. (19 de octubre de 2023). Fondo de Impacto Social. *Diario Expansión*.
- CURBELO, J. L. (14 de enero de 2024). Inversión de impacto: un nuevo instrumento financiero. *El País Negocios*.
- CURBELO, J. L. Y MADRAZO, R. (8 de mayo de 2022). Retos y oportunidades de los fondos soberanos. *El País*.
- CURBELO, J. L. Y MADRAZO, R. (12 de julio de 2022). FONREC: el camino no ha hecho más que empezar. *Expansión*.
- CURBELO, J. L., TIANA, M. Y MATOS, R. (20 de julio de 2023). FOCO: Un instrumento para la transformación del modelo productivo español. *El Economista*.
- GARCÍA MORA, A. Y CURBELO, J. L. (8 de octubre de 2023). Los fondos soberanos ante los retos globales. *El País Negocios*.
- GIMÉNEZ ZURIAGA, I. (DIR.). (2023). *Finanzas y Banca Pública en el siglo XXI: Propuestas desde la Economía Española*. Aranzadi.
- GODIN, R. (2 de enero de 2024). Viva la «policrisis». *Sinpermiso*. <https://www.sinpermiso.info/textos/viva-la-policrisis>

COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

ALCALDE-FRADEJAS, Nuria. Es Titular de Universidad de Organización de Empresas en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza; y dirige, junto a la Dra. Ramírez Alesón, el Grupo de investigación COMPETE: Análisis Empresarial y Competitividad, reconocido por el Gobierno de Aragón. Fue profesora visitante en la Universidad de Lérida y la UCD de Dublín. El gobierno corporativo, las fusiones y adquisiciones y el análisis empresarial constituyen los ejes centrales de la mayoría de sus trabajos de investigación. Puede contactar con ella por e-mail: nuria.alcalde@unizar.es

ÁLVAREZ LÓPEZ, M.^a Elisa. Es profesora de Economía Aplicada de la Universidad de Valladolid. Es autora de diversos trabajos sobre la economía española, centrados especialmente en su crecimiento, la especialización y competitividad de la industria y el comercio exterior, y ha colaborado en distintas investigaciones sobre la industria europea y española. Entre sus trabajos más recientes se encuentran los artículos «El comercio exterior español en tiempos de pandemia: Del Gran Confinamiento al estallido de la guerra en Ucrania» (*Papeles de Economía Española*, 2022) y «La necesaria reactivación de la industria: una tarea urgente y cargada de retos» (*Economistas*, 2023).

ANDRINO LÓPEZ, Iván. Diplomado en Ciencias Empresariales, licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Complutense de Madrid, y máster en Asesoría Fiscal por el CEF. Desde 2019 es técnico en el Departamento de Estadística del Banco de España, desarrollando labores de análisis y compilación del fenómeno de la Inversión Directa Exterior. Previamente a su incorporación a esta institución, su carrera profesional se ha desarrollado en el ámbito de la planificación fiscal de grupos multinacionales.

BAJO RUBIO, Oscar. Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad de Castilla-La Mancha. *Master of Arts* en Economía por la Universidad de Warwick. Sus áreas de investigación son Macroeconomía, Economía internacional e Integración económica. Ha realizado estancias de investigación, entre otras, en las universidades de Harvard, Oxford, London School of Economics, Osaka y Waseda. Sus publicaciones han aparecido en revistas como *European Economic Review*, *European Journal of Political Economy*, *Explorations in Economic History*, *Journal of Policy Modeling* y *The World Economy*, entre otras. *Fellow* de la Global Labor Organization (GLO). Miembro fundador de la Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales, y su presidente entre 2009 y 2013. Miembro del grupo de investigación «Economía española e internacional» de la Universidad de Castilla-La Mancha.

BALTEANU, Irina. Responsable de la Unidad de Políticas Europeas y Globales en el Departamento de Economía Internacional y Área del Euro del Banco de España. Es doctora en Economía por el Instituto Universitario Europeo de Florencia, Italia, y ha trabajado también en la División de Análisis de la Economía Internacional del Banco Central Europeo. Su trabajo se centra en temas de economía internacional, sobre todo comercio internacional, flujos de capital y crisis financieras y de deuda soberana.

BOTELLA-ANDREU, Ana. Es profesora titular de Organización de Empresas en la Universidad de Valencia. Su investigación se centra en la estrategia global, en particular en la configuración de las corporaciones

multinacionales para la expansión global y las estrategias de internacionalización relacionadas. Ana es miembro de la Academy of International Business y de la European Academy of International Business. En 2022, recibió el Premio de la Copenhagen Business School, y en 2019 fue galardonada con el *Pavlos Dimitratos Doctoral Dissertation Award*. Ana fue profesora invitada en la Universidad de Reading.

CURBELO, José Luis. Economista, con un Ph.D. por la Universidad de California-Berkeley y un Master of Sciences por la Universidad de Wisconsin-Madison. Cuando se escribió este artículo era presidente y consejero delegado de COFIDES, institución en la que fue director de inversiones durante 10 años. En la actualidad es presidente de *AESC Battery Spain*. Su carrera profesional combina una amplia experiencia académica y de diseño e implementación de políticas públicas y asesoría internacional, con una dilatada carrera en banca de inversión y de desarrollo. Fue científico titular del CSIC. Fue vicepresidente del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y responsable de desarrollo de la pyme en el Banco Interamericano de Desarrollo. También fue director general del Instituto Vasco de Competitividad (Orkestra). Es autor/ editor de múltiples monografías y artículos académicos, así como de artículos de divulgación.

ESPITIA-ESCUER, Manuel. Es catedrático emérito de Universidad de Organización de Empresas en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza. Ha sido director e investigador en diversos proyectos de investigación europeos, nacionales y regionales. Actualmente ES miembro del Grupo COMPETE de la Universidad de Zaragoza. La creación de valor, la internacionalización y el análisis económico y de la eficiencia a nivel empresarial, institucional y sectorial son sus líneas de investigación preferentes. Profesor invitado en la Universidad de Pau durante diez años.

GARCÍA, Andrés. Es socio director en Sifdi, consultora especializada en el asesoramiento sobre inversiones extranjeras, que presta servicios tanto a instituciones locales e internacionales con responsabilidades en el ámbito como a empresas con proyectos de inversión productiva. Es ingeniero de Telecomunicaciones por la Universidad de Valladolid, incluyendo un año final de investigación en el Instituto de Tecnologías Biomédicas de Dresde. Previo a su llegada a Sifdi, ha sido director de Tecnología y jefe de Servicios al Inversor en Invest in Spain (Secretaría de Estado de Comercio), siendo responsable allí de las inversiones extranjeras en el ámbito de las Tecnologías de la Información y Comunicaciones y gestionando los desarrollos tecnológicos internos de la agencia. Antes de ello, ha trabajado como consultor tecnológico en IBM en proyectos para operadoras multinacionales, ha estado al cargo del departamento de IT de la Oficina Comercial de España en Düsseldorf y ha trabajado en la Oficina de Relaciones Internacionales de la Universidad de Valladolid.

GARCÍA-CANAL, Esteban. Es catedrático de Organización de Empresas en la Universidad de Oviedo, donde ha impulsado y dirige el grupo de investigación «Estrategias de crecimiento e internacionalización». Ha publicado más de 100 artículos en revistas científicas líderes en su campo, como *Strategic Management Journal*, *Academy of Management Perspectives*, *Research Policy*, *Organization Studies*, *Journal of International Management*, *Journal of Management Studies*, *Harvard Business Review*, *Journal of World Business*, *Global Strategy Journal*, *Journal of Institutional & Theoretical Economics*, *Management International Review*, *Business History*, *International Business Review*, o *Long Range Planning*, entre otras. Pertenece o ha pertenecido a los consejos de redacción/editoriales de *Journal of International Business Studies (JIBS)*, *Journal of Management Studies*, *Management International Review*, *Global Strategy Journal*, *Management Research*, o *BRQ Business Research Quarterly*, entre otros.

GARCÍA-GARCÍA, Raquel. Es profesora contratada doctora en Organización de Empresas en la Universidad de Oviedo. Previamente, trabajó en The Open University (Reino Unido) y realizó varias estancias de investigación en The Wharton School (Estados Unidos). Sus estudios, centrados en la estrategia corporativa, han sido publicados en reconocidas revistas del ámbito, como *Journal of World Business*, *Management International Review*, *Multinational Business Review* y *Long Range Planning*, así como en un libro de la editorial Oxford University Press. Para su elaboración, ha recibido financiación del Ministerio de Economía de España, la British Academy of Management, el Leverhulme Trust y el Banco de Santander.

LÓPEZ ESPINOSA, Esther. Especialista en el Banco de España, con experiencia en los Departamentos de Estadística, y Economía Internacional y Área del Euro. Ha trabajado tanto en la elaboración como en el análisis de la inversión exterior directa y el comercio internacional. Es licenciada en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid. Sus principales áreas de investigación incluyen el análisis macroeconómico y la inversión extranjera directa.

MARTÍN-MACHUCA, César. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Economía y Finanzas por el CEMFI. Desde el año 2000 es economista titulado del Banco de España. Ha realizado diversos artículos enfocados preferentemente en el análisis de la evolución y perspectivas del sector exterior de la economía española, tanto en sus aspectos reales como financieros, publicados en *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *The World Economy*, BCE, Funcas, ICE y Banco de España.

MATOS CELEMÍN, Olga. Licenciada en Derecho Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Pontificia Comillas de Madrid, y máster en Auditoría y riesgos financieros por el Instituto de Estudios Bursátiles. En el Banco de España, dentro del Departamento de Estadística, ha trabajado en el ámbito del sector exterior tanto en la recogida y depuración de fuentes como en el análisis de la inversión directa exterior. Previamente a su incorporación a esta institución, su carrera profesional se ha desarrollado en el ámbito de la auditoría financiera de entidades de crédito.

MORENO CASTRO, Raúl. Es licenciado en Derecho e ingresó en el cuerpo de Diplomados Comerciales del Estado en 2004. Con más de 20 años de experiencia en la Administración General del Estado, sus principales áreas de actividad han sido la financiación del desarrollo y los asuntos económicos europeos. Inició su carrera profesional en el Instituto Español de Comercio Exterior. Con posterioridad fue nombrado agregado comercial jefe en la Embajada de España en Honduras (2006-2009) y director de programa en los gabinetes de la vicepresidencia del gobierno y del ministro de economía (2010- 2012). De 2012 a 2015 se incorporó a la DG NEAR de la Comisión Europea como Experto Nacional, participando en el equipo negociador del reglamento IPA II. Se unió a COFIDES en 2015, asumiendo en 2016 la puesta en marcha de su gabinete corporativo. En la actualidad es director de gabinete, relaciones institucionales y comunicación.

MYRO SÁNCHEZ, Rafael. Es catedrático emérito de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid. Es autor de numerosos trabajos sobre la economía española, especialmente referidos a su crecimiento, la especialización y competitividad de la industria, el comercio exterior y el papel de la inversión extranjera. Asimismo, ha colaborado con el gobierno central y distintos gobiernos regionales en el análisis de la industria, su competitividad exterior y las líneas de orientación de la política industrial. En el marco de esta colaboración, ha dirigido más de 35 proyectos de investigación

financiados por organismos públicos. Ha sido miembro del Consejo Académico del Real Colegio Complutense en la Universidad de Harvard (2007-2011) y ha pertenecido a los Consejos de Redacción de varias revistas económicas. En 2023 recibió de la Secretaría de Estado de Comercio la Medalla al Mérito en el Comercio por sus trabajos sobre el comercio exterior de España y en 2024 ha pasado a formar parte de EuropeG (*Opinion and Discussion Group on Political Economy*)

PALLÁS ROCAFULL, Andrea. Investigadora predoctoral en la Universidad de Valencia. Es miembro de la European International Business Academy (EIBA), la Academy of International Business (AIB) y la Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa (ACEDE). Fue premiada por su tesis de máster y propuesta de disertación por la Universidad Nebrija (Madrid, 2021) y recibió el premio al trabajo más original en el en la *AIB-UK&I Chapter Conference* (2022). Andrea ha sido investigadora visitante en la Universidad de Pavia.

PLA-BARBER, José. Es catedrático de Organización de Empresas en la Universidad de Valencia, académico de honor de la European International Business Academy y miembro asociado del John Dunning Center for International Business (Universidad de Reading, Reino Unido). Ha sido investigador visitante en la Universidad de Reading, BI Norwegian Business School y King's College London. El profesor Pla ha impartido numerosos cursos de postgrado en diferentes universidades europeas y latinoamericanas, publicado más de 70 artículos en revistas de reconocido prestigio y dirigido 8 proyectos del Plan Nacional de Ciencia e Innovación.

RAMÍREZ-ALESÓN, Marisa. Es catedrática de Universidad de Organización de Empresas en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza; y dirige, junto a la Dra. Alcalde Fradejas, el Grupo de investigación COMPETE: Análisis Empresarial y Competitividad, reconocido por el Gobierno de Aragón. Fue profesora visitante en la Universidad Complutense de Madrid, durante cinco meses, y en la Universidad de Temple (Filadelfia, EE. UU.), durante dos años. La internacionalización, la innovación y el análisis empresarial son sus líneas de investigación preferentes, y donde se centran la mayor parte de sus publicaciones. Puedes contactar con ella por e-mail: mramirez@unizar.es

RUIZ, José Juan. (1957), en la actualidad presidente del Real Instituto Elcano, ha pertenecido a su Consejo Científico desde hace una década. Economista de formación, pertenece al cuerpo de Economistas y Técnicos Comerciales del Estado. A lo largo de su vida profesional ha ocupado puestos en el Ministerio de Economía, ha trabajado en el sector privado –como economista jefe de Argentaria, AFI y Banco Santander en América Latina– y, más recientemente, ha sido el economista jefe y director del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. En la actualidad es miembro del Consejo Asesor de Asuntos Económicos del Ministro de Economía, Comercio y Empresa. Posee una larga experiencia en organismos internacionales, tanto europeos como globales. Miembro de varios consejos de administración de empresas públicas y privadas, ha sido profesor y también presidente del Consejo Social de la Universidad de Castilla-La Mancha. Colaborador frecuente de los medios de comunicación, ha formado parte de los consejos editoriales de *Política Exterior*, *Prisa* y Grupo Recoletos.

VEGA CRESPO, Josefa. Es profesora de Economía Aplicada de la Universidad de Valladolid. Ha centrado su labor investigadora en el estudio de las empresas y los sectores productivos a escala nacional y regional, así como el comercio y la inversión internacional. Ha colaborado, asimismo, en diversos estudios y proyectos sobre la agricultura, la industria, el comercio y la inversión de las empresas españolas en el

exterior. Entre sus trabajos más recientes se encuentra la participación en el Informe *Internacionalización Ibérica. España y Portugal en la economía mundial 2021* (Cátedra Global Nebrija Santander en internacionalización de empresas, 2022).

VICENTE LANCHÓ, Ana de. Técnico comercial y economista del Estado. Ha sido asistente a la consejera por España en el Banco In-

teramericano de Desarrollo, jefe de la Unidad de Apoyo del director general de Financiación Internacional, asesora del secretario en el Gabinete de Estado de Comercio, subdirectora de Evaluación de Instrumentos de Política Comercial, consejera de la Oficina Económica y Comercial de España en Abidjan (Costa de Marfil) y actualmente es la subdirectora general de países mediterráneos, África y Oriente Medio en la Secretaría de Estado de Comercio.

PUBLICACIONES DE FUNCAS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 178. El regreso de los tipos de interés y sus efectos

N.º 179. Retos económicos en alimentación: la sostenibilidad, los precios y la innovación

N.º 180. Desafíos y oportunidades para el futuro de la educación superior

PANORAMA SOCIAL

N.º 38. Salud mental: antes y después de la pandemia

N.º 39. La sociedad digital

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 300. Desafíos tras la «normalización» financiera

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 13. N.º 3. Deep dive into Spain's private sector

Vol. 13. N.º 4. Assessing the impact of interest rate changes across the Spanish financial sector

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 24. Mecanismos de contratación de electricidad a largo plazo

N.º 25. El papel del hidrógeno en la transición energética

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 104. Situación del mercado inmobiliario y política de vivienda

LIBROS

Predicción y decisiones económicas con *big data*. Daniel Peña, Pilar Poncela y Eva Senra (eds.)

PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2024

Publicación	Suscripción		
	Suscripción anual	Edición papel (euros)	Gastos de envío (euros)
Papeles de Economía Española	4 números	55	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Panorama Social	2 números	25	España 4
			Europa 20
			Resto del mundo 40
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Papeles de Energía	4 números	25	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios...) disponibles solamente en formato digital gratuito.			

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria.

Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias.

Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en www.funcas.es

<http://www.funcas.es/Publicaciones>

publica@funcas.es

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA es una revista que edita trimestralmente Funcas. La revista pretende ofrecer una información rigurosa y responsable de los problemas económicos españoles. Cinco son los criterios a los que PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA desea ajustar su contenido.

- La plena libertad intelectual de quienes colaboran en sus páginas.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas mediante datos y pruebas que avalen los planteamientos efectuados y las soluciones propuestas.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados. La economía española se encuentra ante uno de los mayores retos de su historia, y dar opiniones comprometidas en estos momentos es obligación ineludible de los profesionales más cualificados.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los problemas planteados.
- La colaboración crítica de los lectores, para que nuestros Papeles se abran al diálogo y la polémica, si fuera preciso, para buscar soluciones a problemas de la economía española.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se ofrece como un medio de expresión a cuantos se interesen por nuestros temas económicos, cumpliendo con el único requisito de la previa aceptación de las colaboraciones remitidas por el Consejo de Redacción que, sin embargo, respetuoso con la libertad intelectual no modificará las ideas, opiniones y juicios expresados por los autores ni tampoco se solidarizará con ellas.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA está abierta a la colaboración de todos los investigadores que deseen aportar sus trabajos sobre temas referentes a la economía española. Los envíos de originales deberán hacerse al Departamento de Edición y Documentación de Funcas, Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid.



9 778402 109102