

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

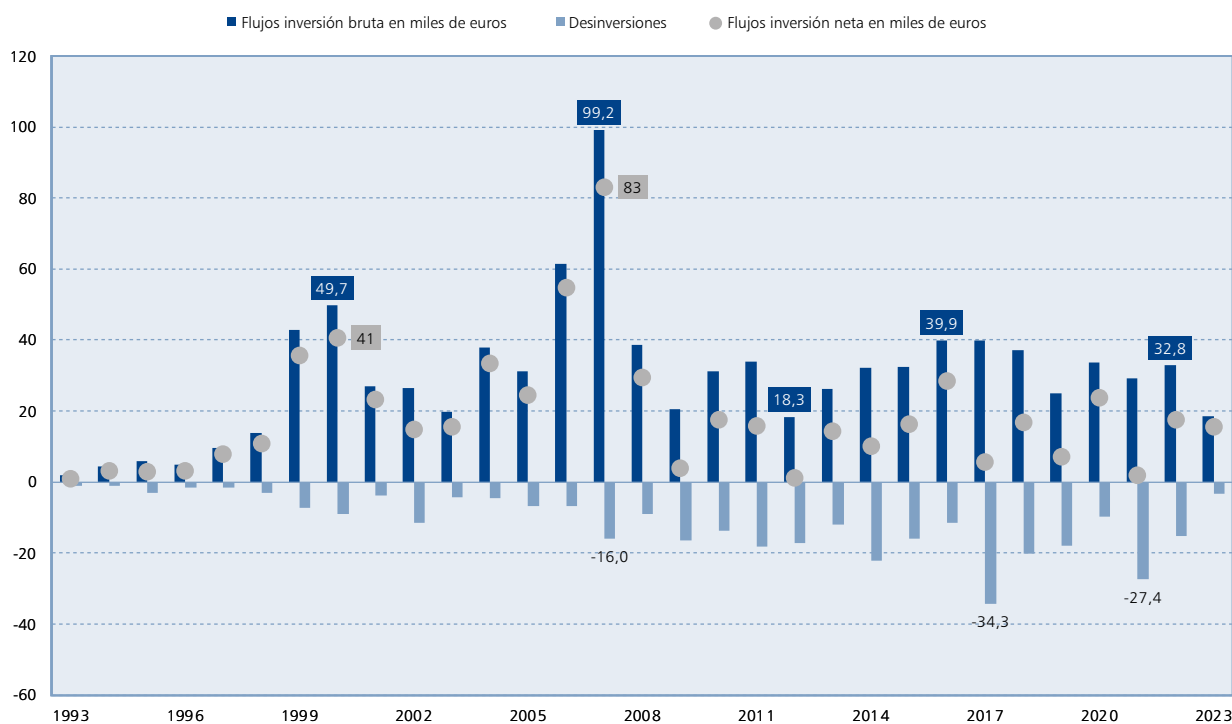
La información estadística ha sido recopilada de la base de datos que genera y mantiene el Registro de Inversiones de la Dirección

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 diferencia 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 período

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 *DataInVest* –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.

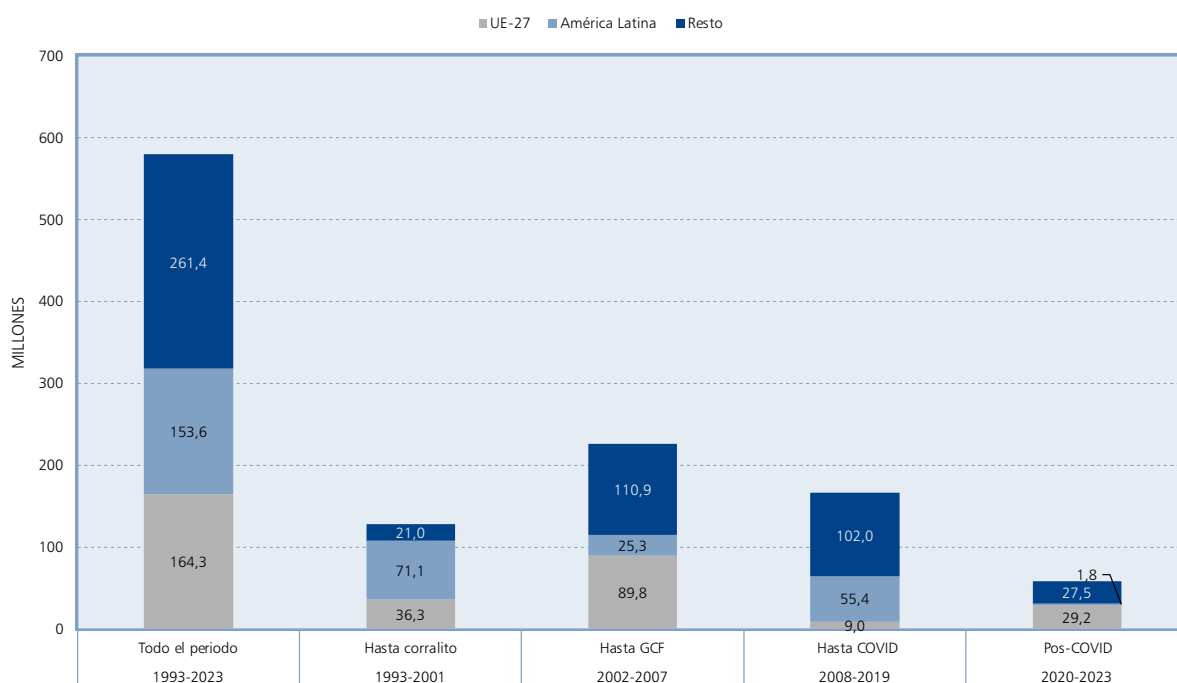
El cuadro nº. 1 describe las principales características de la inversión que las empresas españolas han realizado en esas economías. Los datos *stock* –posición inversora, patrimonio neto y empleo– corresponden a 2021, mientras que las variables flujo –cifra de negocio, resultados y dividendos– son la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

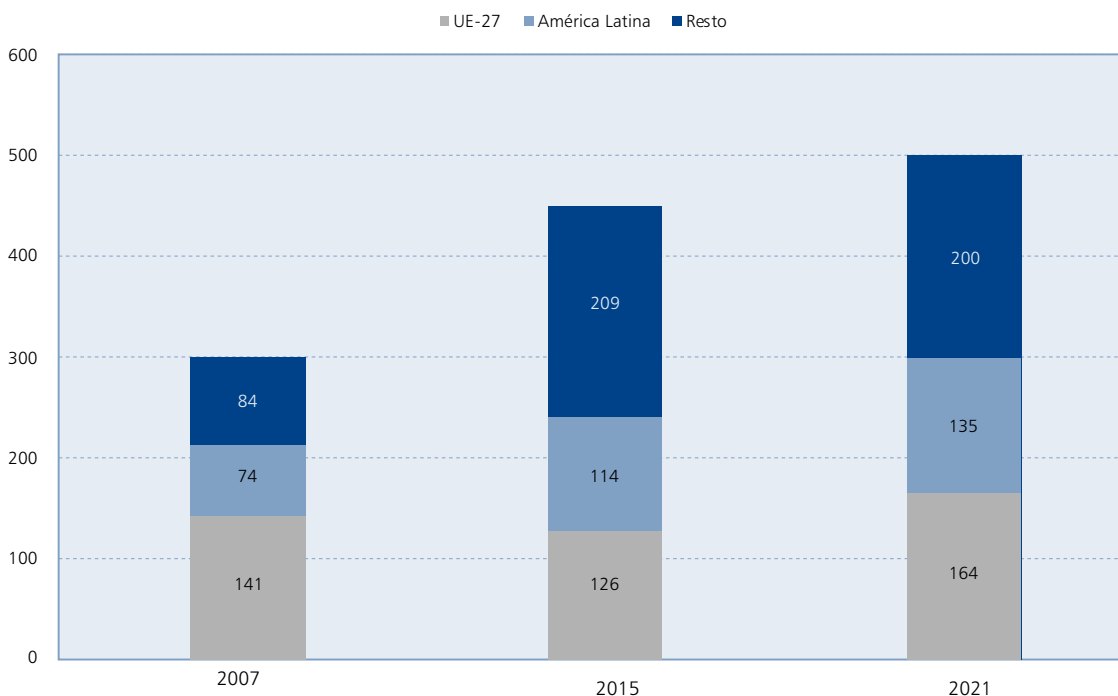
Como puede apreciarse, la FDI en la UE sugiere que, en términos agregados, la inversión directa es un instrumento complementario de los flujos comerciales tanto de importación como de exportación. En 2021, la región suponía más de 2/3 partes de las exportaciones

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 anfitrion-

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 un 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-

paña 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.

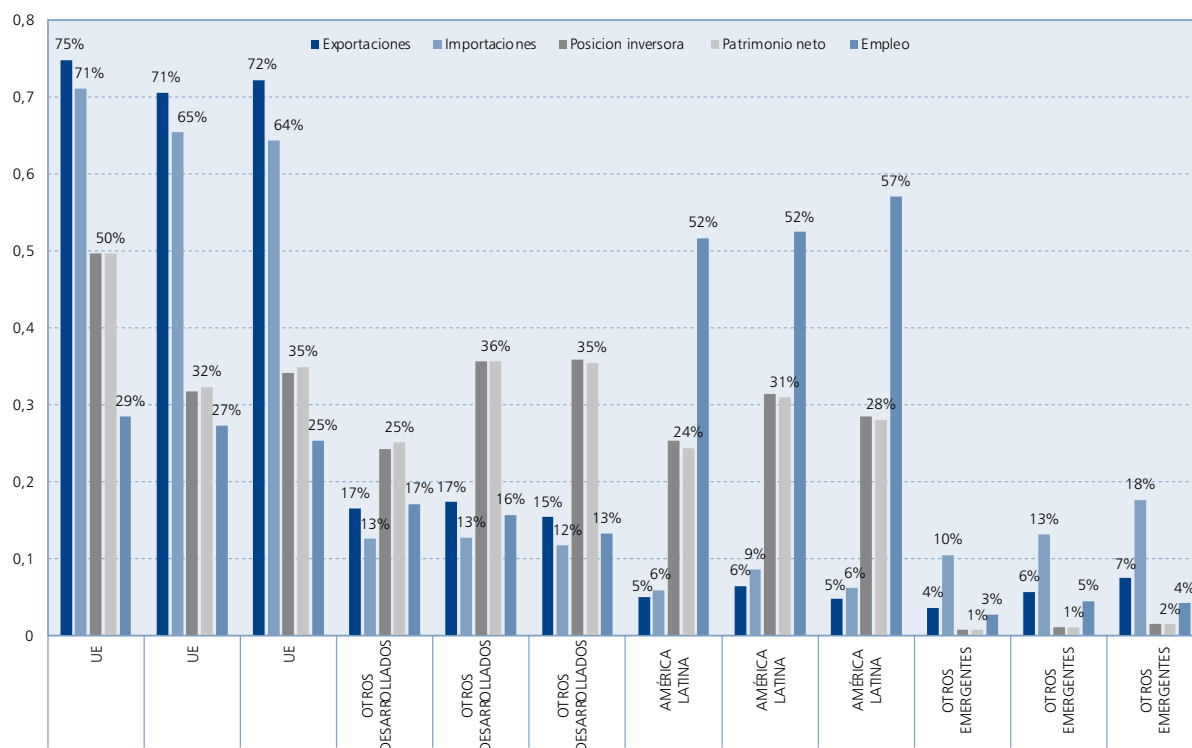
La tercera categoría son las empresas con capital entre 250 y 1.000 millones de euros, alrededor de 1.500 filiales, que suponen el 13 por 100 del capital total y emplean al 22 por 100 del empleo que genera la FDI española. Aun-

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 NEGOCIO	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.

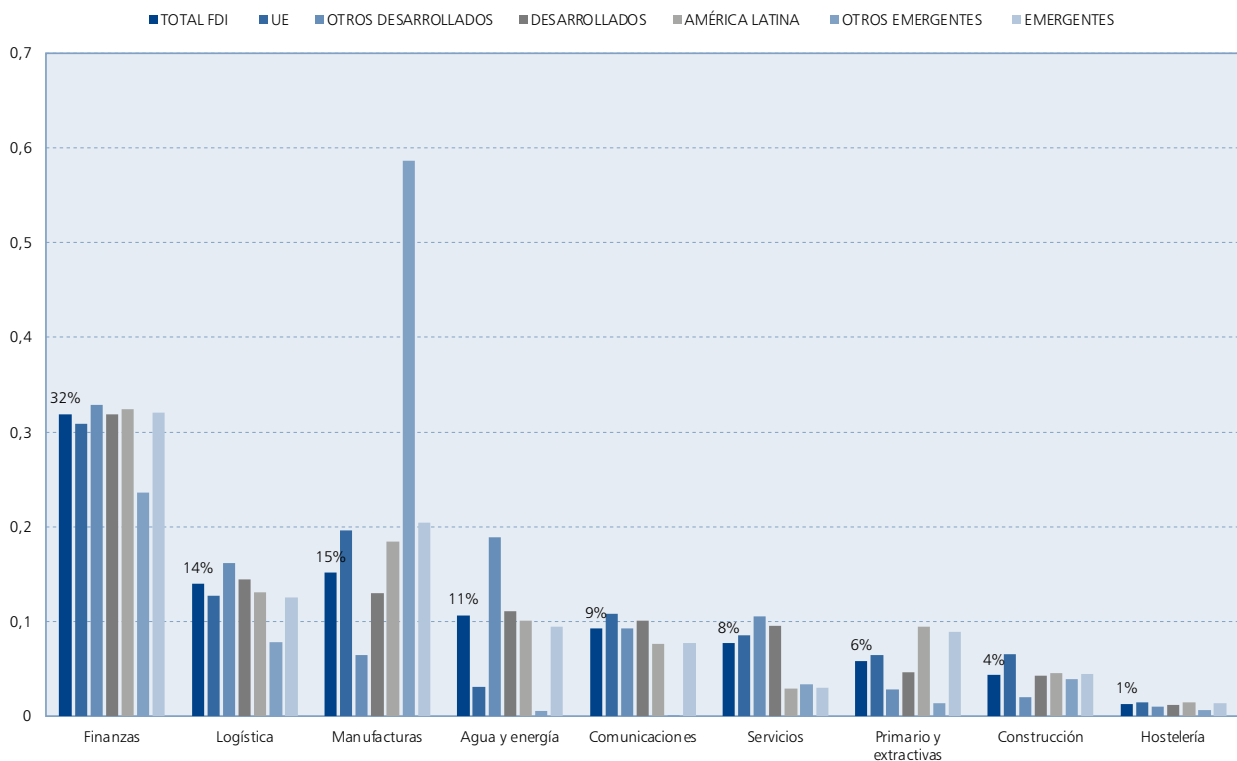
Nuestros principales supuestos son tres:

- 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

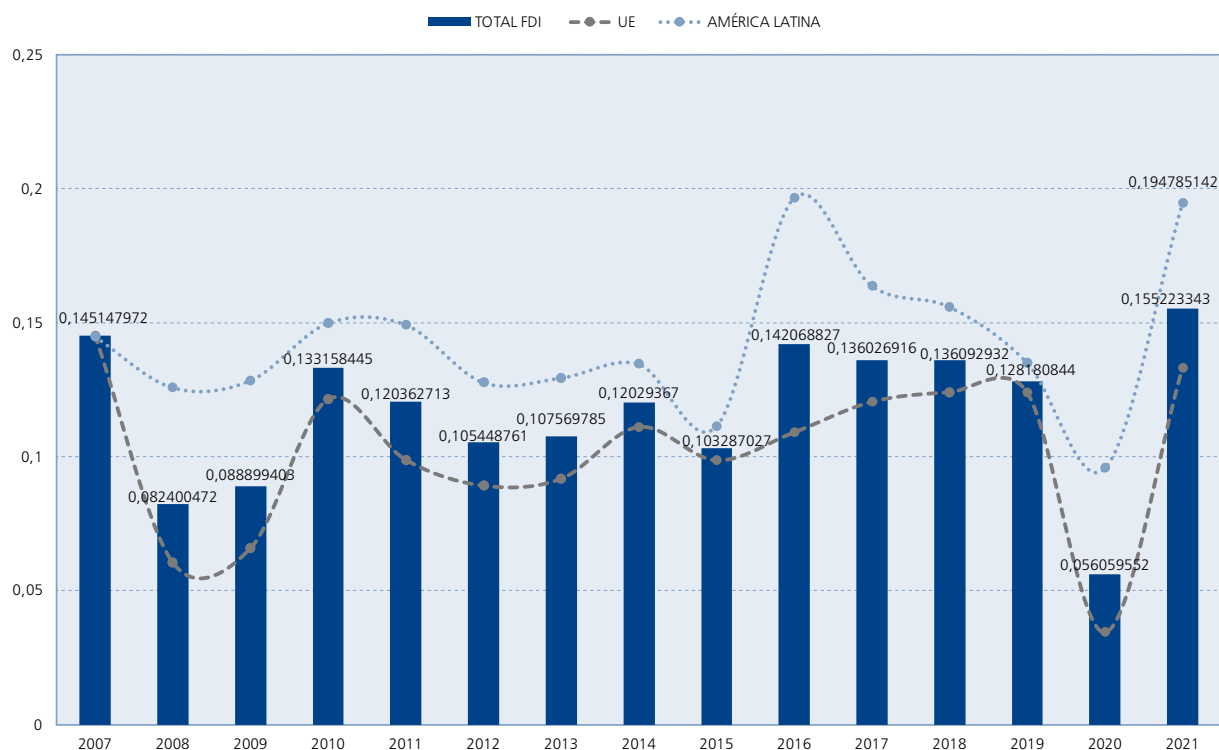
El presente trabajo ha tratado de poner datos a alguna de las narrativas sobre la FDI española que gozan de un cierto eco en los medios no académicos o profesio-

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	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

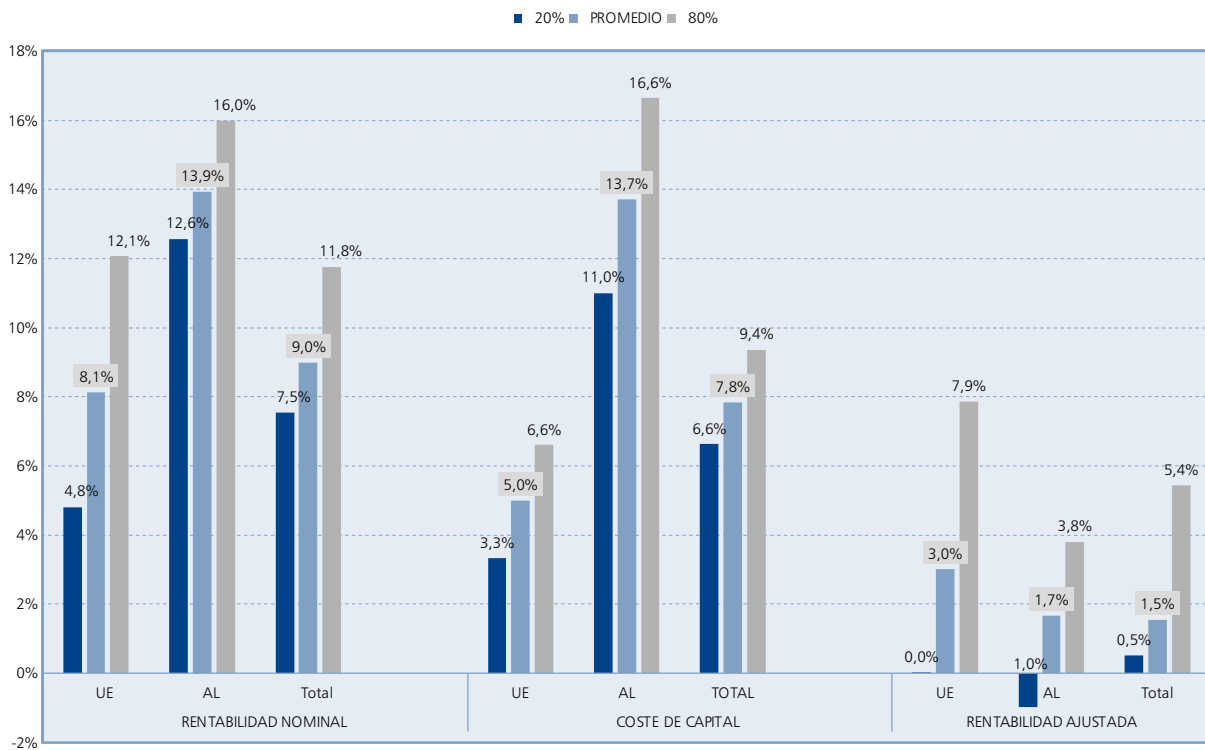
de inversiones exteriores en torno a los 15.000 millones de euros anuales. El *stock* de capital total invertido fuera ha crecido desde 2007 a una tasa acumulativa media del 3,7 por 100, siendo la tasa de crecimiento de las inversiones en la UE del 1,1 por 100 y las de América Latina del 4,4 por 100.

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 remarcaríamos 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>.