

LA INVERSION ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

Juan Pedro Marín examina en este artículo la evolución de la inversión de capital español en el exterior, en la última década, dentro del marco de la balanza de pagos. También dedica especial atención, en un afán de explorar el verdadero alcance y significado de esta variable, a delimitar conceptual y metodológicamente los epígrafes que la conforman, facilitando así su lectura, y traza, a grandes rasgos, el desarrollo normativo ante la importancia que cobra en el período objeto de comentario el proceso de liberalización. Pero su análisis abarca, asimismo, la relación de la inversión en el exterior con otros epígrafes de la balanza de pagos. La creación de activos exteriores de una economía cualquiera se configura, en efecto, como una transacción compleja que da soporte a una tupida red de relaciones económicas con el resto del mundo. La importancia que merece trasciende, pues, de su mera expresión cuantitativa en la balanza de pagos.

INTRODUCCION

NOS proponemos abordar el estudio de la inversión en el exterior desde el marco de la balanza de pagos, marco ciertamente angosto para señorear un fenómeno cuya compleja realidad da pie a temas tan variados como la internacionalización de la empresa, la dependencia económica en sus múltiples manifestaciones, o la incidencia sobre el sector exterior y la formación bruta de capital, entre otros. Con todo, por original que resulte el propósito que guíe el análisis y, en consecuencia, los planteamientos de partida, la cuantificación del fenómeno será paso obligado en toda investigación que, trascendiendo la mera especulación, se adentre en el terreno de la contrastación empírica. A este respecto, cabe señalar que la balanza de pagos proporcio-

na la única fuente plenamente válida para medir el volumen de inversión exterior registrado en un determinado período, justificando sobradamente el interés de emprender su estudio. Además de extraer las conclusiones que sugiera la evolución y composición de esta variable, se intentará profundizar en el análisis de su relación con otros epígrafes de la balanza de pagos y su incidencia en el equilibrio externo de la economía española. Frente a estos ambiciosos propósitos, no cabe atribuir menor importancia al sosegado repaso de las cifras de inversión en el exterior en su aspecto conceptual y metodológico, tema al que dedicaremos extensos comentarios.

La matización del alcance y significado de los conceptos utilizados y el esbozo de la metodología de elaboración de los epígrafes de inversión en la balan-

za de pagos de España, permite, en efecto, apuntar las reservas con que deben acogerse determinados datos, cuya lectura indiscriminada resultaría tanto más engañosa de amparar conclusiones alumbradas en un contexto tan impregnado de connotaciones ideológicas. Las cautelas, en todo caso, no responden a un prurito de perfeccionismo exacerbado y, si bien restringen de alguna manera el espectro de inferencias a deducir de las cifras, el resultado se ve enriquecido con la mayor precisión aportada.

Por otra parte, a medida que se descende en la escala de agregación de la balanza de pagos, resulta obligado detenerse a examinar con cierto detalle temas en apariencia triviales como la definición de conceptos o los criterios de clasificación de este documento estadístico cuya compleja estructura da cobijo a la variada gama de transacciones internacionales. Pero el interés que pueda despertar la temática conceptual o metodológica, no se agota en el conocimiento del intrincado juego de normas que regulan la expresión contable del sector exterior de una economía. La interpretación misma de la balanza de pagos no es en modo alguno ajena al método que se siga para ordenar sus datos. No en balde, el Fondo Monetario Internacional, al establecer su Convenio Constitutivo la obligación para los países miembros de rendir cuenta periódica de la evolución de la balanza de pagos, ha tenido buen cuidado de dictar un meticuloso conjunto de convenios y definiciones, plasmadas en el denominado *Manual de Balanza de Pagos* (1), a modo de guía para su elaboración. Si bien sus

recomendaciones se formulan en términos lo suficientemente nítidos para evitar posibles ambigüedades, limitaciones impuestas por la fuente de datos disponible o la desigual importancia alcanzada en cada economía por los diversos tipos de transacción, determinan frecuentes disparidades en la presentación que de los datos hace cada país. Siendo la balanza de pagos un elemento de análisis de la economía, no debe extrañar que el compilador se muestre sensible a la naturaleza instrumental de la estadística que elabora, introduciendo excepciones a las pautas establecidas por el FMI, en función de la particular relevancia de los fenómenos que se trata de destacar. Las diferencias en estos casos suelen implicar un grado superior de desagregación en las cifras, no afectando por tanto la comparación internacional.

En el extremo opuesto, la concentración de varios conceptos en uno, suele ser síntoma de su escasa relevancia económica, o de la penuria en materia de estadísticas sobre el sector exterior del país en cuestión. Pero las diferencias no siempre tienen su origen en el mayor o menor nivel de agregación. Un mismo concepto encierra significados bien distintos según la metodología que sirve de base a su expresión en la práctica. Ni siquiera la coincidencia en el terreno de los principios aplicados es garantía suficiente de homogeneidad, como mostró la reveladora encuesta en materia de flujos de inversión directa que llevó a cabo el FMI entre una muestra significativa de países, dentro de los trabajos preparatorios de la cuarta edición del *Manual de Balanza de Pagos* (2).

A la hora de distinguir las empresas de inversión directa, las respuestas coincidieron ampliamente en señalar la participación extranjera en la propiedad, con el fin de ejercer una influencia efectiva en la gestión de la empresa, como criterio fundamental de identificación. La formulación práctica de este principio mostró las profundas disparidades existentes entre los distintos países. Unos basaban su criterio en un porcentaje fijo de participación, cuyo valor oscilaba de un 5 a un 50 por 100. Otros establecían distintos porcentajes mínimos en función del grado de cohesión de los inversionistas, premisa asumida sobre la presunción de que un reparto en la propiedad conlleva necesariamente una disminución de la influencia ejercida. Otros, por último, se pronunciaban contrarios a la utilización de porcentajes. Como se ve, la dispersión de criterios no pudo ser más acusada. La encuesta demuestra hasta qué punto puede resultar engañoso dejarse guiar por la formulación de un concepto sin atender al método seguido para plasmarlo en la práctica. No parece prudente, en consecuencia, sustraer el análisis de la inversión exterior del marco conceptual y metodológico en que se sustenta. Antes al contrario, una referencia, por escueta que sea, a dicho marco, contribuirá a mostrar en su verdadera dimensión las cifras que posteriormente estudiaremos, matizando convenientemente las conclusiones alcanzadas.

Las inversiones en el exterior constituyen transacciones de activos financieros sobre el exterior de una economía, rasgo, obvio es decirlo, en modo alguno privativo de esta clase de

capital, participando del mismo por igual un préstamo concedido por un residente a un no residente, por poner un ejemplo. En un afán de acotar el espacio que ocupan en la balanza de capital, señalemos en primer lugar su carácter de flujos a largo plazo, es decir, con un plazo de vencimiento superior a un año, o sin plazo de vencimiento definido, como ocurre por lo general en el caso de las acciones representativas del capital social de una empresa. Aplicando un criterio sectorial, las inversiones tienen la consideración de capital privado, en la acepción de dicho término según el Sistema de Cuentas Nacionales de las Naciones Unidas, incluyendo, por tanto, la actividad de carácter empresarial emprendida por el Estado a través de entidades bajo propiedad o control público.

Huelga decir que tales elementos de clasificación atienden a criterios eminentemente descriptivos, como el plazo de vencimiento y sector público o privado de la transacción, que resultan de limitado alcance para determinar la naturaleza de la inversión exterior. Una distinción funcional del capital, al basarse en la finalidad que persiguen las variaciones registradas, nos acerca más a su identificación. Ciertamente no supone tarea sencilla precisar una variable no observable como las motivaciones a que responden los movimientos de capital. La clasificación funcional ha de basarse, pues, en la presunción de que existe una relación más o menos estrecha entre la finalidad perseguida y las características externas de la correspondiente operación, tales como la clase de activo o pasivo financiero en que se materializa,

o partes contratantes que intervienen, datos que se distinguen por regla general con relativa sencillez. Si se admite esta relación, ello implica, como corolario, que a cada clase de transacción dotada de determinadas peculiaridades ha de corresponder de forma unívoca una categoría funcional, lo que no es verosímil que ocurra a menos de establecer categorías nítidamente diferenciadas. Ambas condiciones se cumplen mejor cuanto menor sea su número. Así, el *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (3), distingue tan sólo tres, amén de una cuarta categoría de carácter residual cuya heterogénea identidad cobra vida en función de las anteriores: 1) reservas; 2) capital de inversión directa; 3) capital de cartera, y 4) otro capital.

En lo tocante a inversión exterior, esta clasificación permite caracterizar dos grandes categorías, cuyo comportamiento cabe *a priori* suponer que mostrará las diferencias derivadas de su distinta finalidad. El capital de inversión directa obedece a la intención de adquirir «una participación permanente y efectiva en la dirección de una empresa explotada fuera de la economía en que reside» (4) el inversor, en expresión del *Manual de Balanza de Pagos*. Los estrechos lazos que unen al titular de la inversión con la empresa participada, configuran toda una serie de rasgos distintivos propios de esta clase de capital, tales como el grado de estabilidad y permanencia y la participación en la gestión empresarial. El carácter permanente se refleja en la escasa liquidez de estos activos financieros, siendo reducido el porcentaje de empresas participadas cuyos títulos cotizan en Bolsa o sean objeto de

contratación en mercados organizados. La resistencia a desinvertir y la propensión a reinvertir los beneficios para consolidar la situación de la empresa en el mercado, deben interpretarse como desarrollos consecuentes con la peculiaridad mencionada. La trabazón que liga al inversor con la empresa participada, trasciende del mero marco de relaciones jurídicas de propiedad para imbricarse de lleno en el terreno de la asunción de responsabilidades de dirección, en las que la condición de socio capitalista y empresario se entreveran. El inversor directo aporta algo más que recursos financieros, intentando plasmar su propia concepción de la empresa. A menudo, ésta constituye una rueda más del engranaje en su estrategia multinacional de captación de mercados. Nada extraño tiene que muestre una marcada preferencia por obtener un control mayoritario, sobre todo si el proceso productivo incorpora técnicas propias, en prevención de eventuales discrepancias en torno a la gestión que, en una entidad societaria, se dirimen en función de la participación relativa en el capital social.

Razones bien distintas impulsan la conducta del inversionista de cartera, que no aspira a ejercer una influencia en la gestión de ninguna empresa, ni tampoco a inmovilizar sus recursos en aras de una estrategia multinacional de «grupo». Busca, por el contrario, una distribución de la cartera que, maximizando la rentabilidad a corto plazo, sea compatible con un nivel mínimo deseado de liquidez y seguridad para los títulos que la componen. Para ello, tiene en cuenta las expectativas de ganancia, tanto por rendimientos co-

rrientes como por revalorizaciones, la rentabilidad esperada de otros activos alternativos, tomando precauciones frente a las diversas incertidumbres mediante una diversificación de riesgos. La reordenación de la cartera en función de los parámetros señalados, exigirá a los títulos la mayor liquidez, para que puedan realizarse con la necesaria prontitud sin por ello incurrir en pérdida, títulos en definitiva de amplia y regular contratación cotizados en mercados abiertos en vez de negociados. Si atendemos a estas características, cabe esperar de la inversión de cartera un comportamiento sensiblemente más inestable que el mostrado por la directa, entendiéndose por inestabilidad una mayor propensión a la desinversión del correspondiente *stock* de capital.

Estas dos categorías básicas en el campo de la inversión exterior pueden, por desdoblamiento, dar origen a otras de naturaleza subordinada. La inversión de cartera, por ejemplo, puede dividirse según la clase de título, de renta fija o variable, en que se materializa, o las características del titular, inversor institucional, privado, financiero, etc..., que se desee destacar. De forma similar, la inversión directa puede segregarse en categorías dotadas de particularidades que las separen del resto y cuyo volumen justifique un tratamiento individualizado. Con todo, por muy acusados que parezcan los rasgos diferenciadores, siempre será posible trazar sus analogías con una de las clases fundamentales de inversión estudiadas. El campo de indeterminación sería, en cualquier caso, sumamente reducido, una vez fijado el criterio de identificación que marque la

línea que separa la inversión de cartera de la directa, criterio por fuerza convencional pero inspirado en los rasgos distintivos propios de cada modalidad.

La *Balanza de Pagos de España* incorpora desde su primera edición (5) una clasificación funcional de capital que incorpora a las categorías reseñadas de inversión, la rúbrica de inversión en inmuebles (6), asimilable a la directa por participar de similares características. Posteriormente, se desgaja una nueva categoría independiente, denominada «Otras Formas de Inversión» (7), en adelante OFI, que recoge, a modo de cajón de sastre, un número de transacciones heterogéneas que si bien constituyen una inversión directa en sentido lato, poseen particularidades sobre las que más adelante volveremos. Se distinguen, pues, cuatro tipos de inversión a partir del ejercicio de 1974 en que arranca la nueva serie. Se planteaba así el dilema de presentar los datos originales, pese a la ruptura de la serie, o, alternativamente, calcular el epígrafe OFI para los tres primeros años del período analizado siguiendo idéntica metodología en su elaboración. Pese a los inconvenientes de presentar cifras no oficiales, se ha estimado imprescindible abordar la reconstrucción de la serie en su totalidad, por la dimensión cuantitativa de las OFI, que ascendieron a 41, 36 y 31 por 100 de las inversiones netas en el exterior de esos primeros ejercicios, porcentajes ilustrativos de la necesidad de recurrir a la opción elegida, so pena de sustraer al análisis una información altamente significativa.

Pero antes de iniciar el examen de la inversión en el exterior en la pasada década, no

resultará ocioso detenerse, siquiera brevemente, en sus antecedentes inmediatos (8). Si los años anteriores a 1959 registraban una exigua cifra de inversiones en el exterior, la pronunciada sobrevaluación de la peseta, el enmarañado sistema de cambios múltiples, el proceso inflacionario interno y otros factores de distorsión o incertidumbre, alentaban una fuga de capitales cuya reconocida magnitud mereció un lugar en el Decreto-Ley de Ordenación Económica y el paquete de medidas que le acompañaron. Se concedía así una amnistía a la repatriación de capitales durante un período de seis meses, «liberalizando» temporalmente la desinversión de activos españoles en el exterior, con el propósito de contribuir a paliar la angustiosa situación de pagos entonces prevaleciente y que se preveía durase hasta que surtieran pleno efecto las disposiciones adoptadas en el marco del denominado Plan de Estabilización. La repatriación de capitales representó un montante de 21 millones de dólares en 1959 (9), unos 1.250 millones de pesetas, cifra sensiblemente inferior a las previsiones iniciales, amén de la cuantía contabilizada en el primer mes de 1960, incluida en la correspondiente balanza de pagos bajo la rúbrica «Importaciones definitivas de capital» que, por recoger básicamente transferencias unilaterales (10), impide su estimación. El volumen de desinversión, en cualquier caso, alcanzó cotas elevadas si se compara con la formación de activos sobre el exterior en los años sesenta, tal y como muestra el cuadro número 1, que recoge las inversiones netas en el período 1961-1970, desglosadas en las tres categorías establecidas por la

balanza de pagos (11). La evolución denota, si bien con ciertos altibajos, una elevada expansión, el flujo anual se multiplica por 37 al cabo del decenio, si bien la base de comparación de que se parte es muy exigua. El perfil de crecimiento sigue una pauta que, en cierto modo, recuerda los peldaños de una escalera. A los saltos cuantitativos de 1962, 1965, 1968 y 1970, siguen períodos de tendencia más sostenida. En 1964 se produce una desinversión neta, motivada en una importante liquidación de la inversión de cartera. Esta última confirma, con un irregular trazado, nuestras sospechas en torno a su carácter netamente más inestable que la inversión directa, que, salvo aislados ejercicios, se erige en indiscutible protagonista, intensificando su predominio en el último bienio. La inversión en inmuebles se mueve, por el contrario, dentro de magnitudes ínfimas, las más de las veces de signo negativo. La modesta cuantía de la inversión acumulada a lo largo del período que comentamos, acentuada si descontamos 1970, sugiere una política restrictiva en relación a este movimiento de capital, paulatinamente relajada coincidiendo con la mejoría experimentada por la balanza de pagos a partir de la devaluación de fines de 1967, así como la escasa disposición a desviar recursos financieros al exterior que cabe esperar en un mercado caracterizado por un elevado nivel de protección y una rápida expansión.

En la exposición que a continuación se hace de las cifras correspondientes al decenio 1971-80, se pasa revista sucesivamente a las corrientes brutas de inversión en el exterior,

CUADRO N.º 1
INVERSIONES NETAS AL EXTERIOR (1961-1970)
 (En millones de pesetas)

| AÑOS | Directas | % sobre el total | Cartera | % sobre el total | Inmuebles | % sobre el total | TOTAL | | |
|-------|----------|------------------|---------|------------------|-----------|------------------|---------|--------|----------------------------|
| | | | | | | | Importe | Índice | % de incremento interanual |
| 1961 | 48 | 60,0 | 31 | 38,7 | 1 | 1,2 | 80 | 100 | — |
| 1962 | 54 | 24,2 | 176 | 78,9 | — 7 | — 3,1 | 223 | 278 | 178,7 |
| 1963 | 229 | 108,0 | — 13 | — 6,1 | — 3 | — 1,4 | 212 | 265 | — 4,9 |
| 1964 | 69 | — 67,6 | — 168 | 164,7 | — 3 | 2,9 | — 102 | — 127 | — 148,1 |
| 1965 | 395 | 81,6 | 77 | 15,9 | 13 | 2,6 | 484 | 605 | 574,5 |
| 1966 | 335 | 56,3 | 229 | 38,4 | 31 | 5,2 | 595 | 743 | 22,9 |
| 1967 | 378 | 54,7 | 372 | 53,8 | — 58 | — 8,3 | 691 | 869 | 16,1 |
| 1968 | 641 | 59,2 | 481 | 44,4 | — 40 | — 3,6 | 1.082 | 1.352 | 56,5 |
| 1969 | 929 | 100,0 | — 3 | — 0,3 | 3 | 0,3 | 929 | 1.161 | — 14,9 |
| 1970 | 3.031 | 100,8 | — 22 | — 0,7 | 3 | 0,0 | 3.006 | 3.757 | 223,5 |
| TOTAL | 6.107 | 84,8 | 1.160 | 16,1 | — 66 | — 0,9 | 7.021 | — | — |

Fuente: Balanzas de pagos de España.

a su expresión en términos netos, para examinar finalmente la relación de esta variable con otras rúbricas de la balanza de pagos.

I. PAGOS POR INVERSIONES E INGRESOS POR LIQUIDACIONES

Las inversiones en el exterior se traducen en una cesión de recursos reales o financieros al resto del mundo, a cambio de títulos de crédito sobre el mismo. Se reflejan, por tanto, como anotaciones deudoras en la cuenta externa de una economía, o, dicho de otro modo, aparecen contabilizadas en la columna de «pagos» de la balanza del mismo nombre. Por el contrario, la liquidación de una inversión da lugar a un apunte acreedor, anotándose como un «ingreso». Se analizan, seguida-

mente, por separado la evolución y estructura de ambos flujos a lo largo de la última década para mejor destacar los aspectos particulares que conforman su naturaleza. Sin ignorar la relación existente entre inversión y desinversión, esta última se relaciona más estrechamente con la magnitud fondo que con el flujo anual, con independencia de las concomitancias entre dos variables afectadas por un cuadro de parámetros cuyos puntos de coincidencia no escapan a nuestra atención.

1. Pagos brutos por inversiones en el exterior

Conviene acoger con la debida cautela una serie histórica expresada en pesetas corrientes lo suficientemente dilatada para que afloren diferencias apreciables en la unidad de medida a lo largo de estos años. La com-

paración entre distintos ejercicios se torna más difícil, si cabe, de tomar en consideración la fluctuación experimentada por la cotización efectiva de la peseta ponderada en función de los flujos de inversión en el exterior con destino a los diferentes países. Con todo, y pese a las limitaciones indicadas, las cifras que refleja la balanza de pagos muestran el notable avance de las inversiones brutas en el exterior según se desprende del cuadro n.º 2. Tomando como referencia el primer año de la serie, el flujo inversor anual se había multiplicado por 12,6 al final del período, alcanzando un importe de 25.000 millones de pesetas. De una primera lectura se desprende que el grueso de la inversión acumulada se concentra en los últimos ejercicios, lo que induce a pensar que se trata de un fenómeno sumamente dinámico. Esta característica es más apreciable al estudiar por separado los cua-

CUADRO N.º 2

INVERSIONES BRUTAS EN EL EXTERIOR
(En millones de pesetas)

| AÑOS | DIRECTA | | CARTERA | | INMUEBLES | | O. F. I. | | TOTAL | |
|---------|---------|---------------|---------|---------------|-----------|---------------|----------|---------------|---------|--------|
| | Importe | % sobre total | Importe | % sobre total | Importe | % sobre total | Importe | % sobre total | Importe | Índice |
| 1971 | 1.167 | 58,3 | 73 | 3,6 | 22 | 1,1 | 739 | 36,9 | 2.001 | 100 |
| 1972 | 2.481 | 64,3 | 31 | 0,8 | 31 | 0,8 | 1.313 | 34,0 | 3.856 | 193 |
| 1973 | 3.189 | 56,7 | 759 | 13,5 | 20 | 0,3 | 1.657 | 29,5 | 5.625 | 281 |
| 1974 | 5.164 | 54,2 | 1.423 | 14,9 | 50 | 0,5 | 2.888 | 30,3 | 9.525 | 476 |
| 1975 | 5.200 | 46,1 | 1.299 | 11,5 | 43 | 0,4 | 4.731 | 42,0 | 11.273 | 563 |
| 1976 | 3.839 | 26,1 | 1.566 | 10,6 | 92 | 0,6 | 9.222 | 62,6 | 14.719 | 735 |
| 1977 | 11.103 | 68,1 | 1.554 | 9,5 | 42 | 0,3 | 3.603 | 22,1 | 16.302 | 815 |
| 1978 | 10.474 | 69,6 | 1.375 | 9,1 | 59 | 0,4 | 3.140 | 20,9 | 15.048 | 752 |
| 1979 | 14.959 | 71,5 | 2.412 | 11,5 | 103 | 0,5 | 3.447 | 16,5 | 20.921 | 1.045 |
| 1980 | 19.360 | 76,5 | 1.858 | 7,3 | 114 | 0,4 | 3.987 | 15,7 | 25.319 | 1.265 |
| 1971-80 | 76.936 | 61,7 | 12.350 | 9,9 | 576 | 0,5 | 34.727 | 27,9 | 124.589 | — |

Fuente: Balanzas de pagos de España y elaboración propia.

tro componentes que distingue la *Balanza de Pagos de España*. Como se ha señalado anteriormente, la inversión en el exterior aparece articulada en las siguientes rúbricas: Directa, de Cartera, en Inmuebles y OFI. Su compilación se lleva a cabo en términos de Caja, es decir, a partir del registro de entradas y salidas de divisas a que dan lugar las transacciones individuales por este concepto, clasificadas en una decena de Códigos estadísticos, según la nomenclatura de la Circular n.º 248 del IEME (12). Asignar los Códigos a las cuatro categorías establecidas por la balanza de pagos no entraña excesivas dificultades al venir claramente identificado el tipo de operación que amparan. Desde 1975 esta asignación no ha experimentado variación alguna, habiéndose adoptado idéntico esquema para reflejar las cifras de los primeros años. Como tampoco se ha modificado la definición de los Códigos desde su entrada

en vigor en 1968, la homogeneidad de la serie parecería asegurada de no verse alterada por el uso de criterios discrecionales para trazar la línea divisoria entre inversión directa y de cartera, más inspirados en las normas que en cada momento sirven para fijar el reconocimiento del ejercicio de un determinado grado de control sobre la empresa extranjera, que en la aplicación de la regla mecánica señalada por la Circular n.º 248, consistente en considerar directa toda participación social superior al porcentaje del 20 por 100. En la práctica, sin embargo, los casos dudosos afectan a un colectivo relativamente escaso de transacciones, habida cuenta de la tendencia apuntada por la inversión directa a concentrarse en participaciones mayoritarias. Parece, con todo, obligada una referencia al marco legal, no tanto por las razones señaladas como por el hecho de que en modo alguno resulta ajeno al peso rela-

tivo y evolución en el tiempo de cada categoría de inversión. Sin profundizar en el análisis comparativo de la legislación sobre la materia (13), tarea que desbordaría el propósito que guía estas líneas, no podemos desconocer sus rasgos más significativos, por cuanto, como se ha dicho, afecta decisivamente, tanto favoreciendo como desalentando las diversas modalidades de inversión.

En 1973 se dan los primeros pasos para dotar al fenómeno que estudiamos de un soporte jurídico propio, con la triple aspiración de unificar competencias, sistematizar el procedimiento administrativo y esbozar una tímida liberalización. La inversión directa verá despejada el área de indeterminación que pesaba anteriormente sobre la materia, si bien el margen de libertad efectiva que se concede a estos movimientos de capital permanece a todas luces estrecho. El Decreto 487/1973,

de 1 de marzo, pese a su carácter parcial, viene a colmar una serie de lagunas de que adolecía una parcela huérfana de regulación específica pese a la importancia cobrada. Por su parte, la inversión de cartera recibirá un impulso nada desdeñable al liberalizarse, dentro de ciertos límites cuantitativos, las operaciones realizadas por Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria, por Orden del Ministerio de Hacienda de 23 de marzo de 1973. Cinco años más tarde se perfecciona técnicamente el ordenamiento, definiéndose con mayor rigor los conceptos y atando cabos que la práctica demostró quedaron sueltos en la normativa de 1973. Por otra parte, se avanza en el terreno de la unificación de competencias al contemplar el Real Decreto 1.087/1978, de 14 de abril, casi todas las modalidades de inversión. Por contra, los pasos en el campo de la liberalización son limitados. Esta vendrá de la mano del Real Decreto 2.236/1979, de 14 de septiembre, actualmente en vigor, que introduce cambios sustanciales, contando entre sus virtudes la consecución de la unificación de competencias, así como una notable agilización en el procedimiento. Salvo contados supuestos (14) la inversión directa pasa de un régimen de autorización previa a otro de mera verificación del carácter regular, auténtico y ajustado a derecho de la operación. Como resultado lógico de este desarrollo se acentúa el énfasis en el control *a posteriori* y seguimiento de la inversión. En cartera, la liberalización se realiza en dos frentes. Por razón de sujeto, determinadas instituciones financieras como Banca y Cajas de Ahorros, Compañías de Seguros, Fondos y Sociedades

de Inversión Mobiliaria quedan facultadas a invertir sin más límite que el cuantitativo fijado en función del aumento de sus recursos propios (ver Real Decreto 2.236/1979, artículo 11 y Orden de 15 de octubre de 1979, artículo 6.º). La restricción impuesta a los restantes inversores de cartera releva de las características exigidas a los títulos que puedan adquirir (de renta fija emitidos por personas jurídicas españolas u organismos internacionales de carácter multilateral de los que España sea miembro) y su congelación por un plazo superior a un año (ver Real Decreto 2.236/1979, artículo 12, y Orden de 23 de enero de 1981).

Este breve repaso al desarrollo normativo de la pasada década invita a unas cuantas reflexiones. Se observa, en primer lugar, que el proceso de liberalización tantas veces proclamado en las sucesivas disposiciones, sólo se consuma de manera efectiva al finalizar el período, en lo que a inversión directa se refiere, alcanzando cotas bastante más modestas la de cartera. Las medidas liberalizadoras, por otra parte, se han adoptado en años que registraban una saneada situación de la balanza de pagos, pero sería engañoso deducir qué mejoras coyunturales del sector exterior hayan influido decisivamente a la hora de emprender un camino que no es posible desandar sin que se resienta la credibilidad de una voluntad política de apertura del sector exterior. Apertura que no constituye una meta en sí misma sino un vehículo para racionalizar la asignación de recursos de nuestra economía, situándola en pie de igualdad para competir en los mercados internacionales. No cabe argüir que la

aplicación flexible de una normativa como la de 1973 equivale *de facto* a una liberalización formal, pues toda sombra de discrecionalidad en nada favorece la adopción de decisiones en esta materia, al añadir elementos de incertidumbre a los que por su naturaleza pesan sobre la misma. Contar con un marco legal que despeje al máximo el número de incógnitas redundante en una mayor transparencia de la conducta inversora, adaptándose la magnitud y cadencia de los flujos a las necesidades sentidas por los agentes económicos. En la práctica, sin embargo, el nuevo rumbo emprendido en 1979 no se tradujo en una ruptura de la evolución cuantitativa de la inversión en el exterior, ni siquiera en cambios sustanciales, muestra palpable del criterio aperturista que presidió la aplicación de la antigua normativa, supliendo así con creces la escasa liberalización nominal. El importante incremento registrado por la inversión directa en 1980, según las cifras de la balanza de pagos, resulta engañoso, al reflejar en no poca medida la materialización de inversiones autorizadas en ejercicios anteriores. Una cifra más significativa del efecto de la modificación en la legislación la proporciona la variación interanual del volumen autorizado o verificado. En dicho año, el aumento ascendió a una tasa de 6,27 por 100, ciertamente modesta a tenor de las circunstancias. De alguna manera el desarrollo normativo no ha hecho sino consagrar la dinámica evolución del fenómeno inversor.

El énfasis concedido por el marco legal a la inversión directa tiene su fiel reflejo en la preponderancia cuantitativa de que

goza esta figura a lo largo del período. Representa un 61,7 por 100 de la inversión acumulada, acentuándose su dominio a partir de 1977, tras una etapa en declive, que coincidió con un creciente protagonismo de las OFI. Más adelante tendremos ocasión de analizar en profundidad esta última categoría que participa como veremos de similares características que la inversión directa. El cuadro n.º 2 muestra un perfil de crecimiento sumamente dinámico de la inversión directa. Hasta 1974 registra elevadas tasas de incremento interanual, si bien en cifras absolutas alcanza niveles discretos, habida cuenta de la reducida expresión de la base de partida. El crecimiento se quiebra en los dos ejercicios siguientes, el primero de los cuales registra un práctico estancamiento y el segundo un sensible retroceso en lo que a salida de divisas se refiere. Sus causas han de buscarse en la drástica reducción del volumen autorizado en 1975, consecuencia tanto del clima de incertidumbre económica y política como de la política restrictiva reflejada en el elevado número de resoluciones

denegatorias. De la magnitud de la contracción da idea el número y valor de los expedientes autorizados, así como denegados, por resolución del Consejo de Ministros (cuadro n.º 3).

El bache de la inversión directa cobra pues su mayor intensidad en 1975, si bien se refleja un año después en las cifras de la balanza de pagos. Sin aventurar una hipótesis sobre su importancia relativa, nos limitaremos a señalar los tres factores que se conjugan para dar este resultado. Tras varios años de crecimiento ininterrumpido, el número de expedientes tramitados experimenta una sensible baja, achacable posiblemente al clima de incertidumbre vivido entonces, al que tampoco es ajeno el talante restrictivo mostrado por la Administración, tal vez como consecuencia del agravamiento del déficit exterior, si bien la modesta dimensión de la inversión en el exterior difícilmente justificaría a la sazón adoptar conscientemente una política basada en tales fuentes de inspiración. Sea como fuere, casi la mitad de las resoluciones son denegatorias, ni-

vel jamás alcanzado anteriormente, y que dobla prácticamente el de años inmediatos. Pero, sin duda, el factor que más coadyuva en el resultado que comentamos, es el reducido valor unitario de las inversiones autorizadas. Piénsese que en un colectivo sumamente reducido, tal y como muestran las cifras, un proyecto de envergadura puede variar sensiblemente el panorama. De hecho, el grueso de la inversión se concentra en un número reducido de autorizaciones. La escasez de recursos propios que suele caracterizar a la empresa española, el coste y dificultad de obtener fondos ajenos para dedicarlos a financiar una inversión en el exterior, los riesgos que rodean toda iniciativa en este sentido, son otros tantos elementos que tienden a limitar la cuantía de la inversión individual, cuando no a desalentarla. El modelo mismo de crecimiento de nuestra economía, no era ciertamente el más indicado para que las empresas se vieran estimuladas a internacionalizar su actividad. A lo sumo, se invertía con vistas a establecer una red propia de comercialización exterior, ase-

CUADRO N.º 3
EXPEDIENTES RESUELTOS (NUMERO)
(Valor en miles de dólares)

| AÑOS | Total | Autorizados | Denegados | % D/T | Valor de las autorizaciones |
|------|-------|-------------|-----------|-------|-----------------------------|
| 1971 | 144 | 136 | 8 | 5,6 | 24.859 |
| 1972 | 204 | 195 | 9 | 4,4 | 40.649 |
| 1973 | 251 | 243 | 8 | 4,2 | 73.013 |
| 1974 | 285 | 226 | 59 | 20,7 | 150.337 |
| 1975 | 230 | 126 | 104 | 45,3 | 34.661 |
| 1976 | 255 | 205 | 50 | 19,6 | 63.568 |
| 1977 | 355 | 276 | 79 | 23,3 | 174.715 |

Fuente: Elaborado con datos de la Dirección General de Transacciones Exteriores. J. L. Moreno Moré y E. Sebastián de Erice, «La inversión española en el extranjero», trabajo no publicado (15).

gurando, en el caso de bienes de equipo y de consumo duradero, el servicio de asistencia técnica y postventa indispensable para su introducción en los mercados extranjeros. La actividad comercial relegaba, por lo general, a un segundo plano a la manufacturera. Esta descripción, con las debidas maticaciones, es básicamente válida hasta bastante entrada la pasada década. Dos excepciones a esta regla vienen más bien a confirmarla. El INI y sus empresas han tenido un destacado protagonismo, especialmente en las inversiones destinadas a garantizar el abastecimiento de materias primas de las que nuestro país es deficitario. El sector público ha permanecido así a la vanguardia del movimiento inversor, en el sector primario y de transformación, cediendo su hegemonía tan sólo al final del período. La Banca pronto copa el primer lugar entre los sectores de actividad económica que distingue la Clasificación Nacional (CNAE). La inversión bancaria exige, en efecto, cuantiosos recursos financieros para asegurar su viabilidad, situación que está en disposición de afrontar la gran Banca, deseosa por lo demás de expandir sus actividades en el exterior para evitar el riesgo implícito a cultivar con carácter exclusivo el mercado interno cuando todos los indicios apuntan hacia una gradual apertura del mismo y, por tanto, a un endurecimiento de la competencia y una creciente dificultad para ampliar el volumen de negocios.

Tras el aparatoso retroceso de 1975, la inversión autorizada sólo se recuperará en 1977. El declive registrado por la balanza de pagos se verá mitigado por el efecto compensatorio de la

inversión en sucursales y delegaciones, particularmente en los sectores bancario y comercial. Los escasos datos disponibles (16), permiten aseverar el relevante papel jugado en estos años por la actividad empresarial desarrollada en el extranjero a través de entidades sin personalidad jurídica propia, vehículo idóneo para acometer tareas comercializadoras y de prestación de servicios, sin incurrir en los costes de constituir una sociedad filial. El epígrafe de inversión directa de la balanza de pagos recoge la dotación inicial de sucursales y delegaciones, por lo que las cifras del cuadro n.º 2 no corroboran el súbito descenso comprobado al observar el volumen de autorizaciones de inversión en empresas extranjeras aprobadas en Consejo de Ministros. Quedan por tanto excluidas las inversiones en sucursales cuya cuantía autorizada, tanto por el Banco de España en las realizadas por la Banca al amparo del Decreto de 21 de mayo de 1948 como por la Dirección General de Transacciones Exteriores en los demás supuestos, representa hasta 1977 un porcentaje sumamente elevado, pretendiendo estas observaciones dejar constancia de un fenómeno que no ha recibido toda la atención que sin duda merece.

Centrando de nuevo la atención en el tema que nos ocupa, señalemos que 1977 marca un despegue de la inversión directa; significativo por triplicar las cifras del ejercicio precedente, destacándose como el incremento interanual en términos absolutos y relativos más importante de la década, significativo también por constituir el primer trecho de una senda de rápido crecimiento al calor de las su-

cesivas liberalizaciones a que hemos hecho alusión anteriormente. En los últimos tres años se concreta casi un 60 por 100 del total de inversión directa acumulada en el decenio. La cifra alcanzada en 1980 representa un porcentaje de participación sobre el total de 76,5, cuota representativa del predominio abrumador con que cierra la década esta categoría de inversión, tras haberse multiplicado por 16,6 a lo largo de la misma. A este dinamismo no ha sido ajena la favorable disposición con que la Administración ha venido acogiendo la inversión directa, como lo demuestra el interés puesto en liberalizar el marco legal que la regula, cuando la ocasión se ha presentado propicia, así como los criterios de flexibilidad que han informado su aplicación. En la medida en que ensancha el campo de actividad de nuestras unidades productivas, dispersando riesgos, promueve una mejor asignación de los recursos disponibles. Existe en ciertos sectores la creencia de que basta con abrirse a los aires que soplan de fuera para barrer las ineficiencias del sistema económico español. Pero si la apertura se realizara en un solo sentido, los sectores y empresas más dinámicos hubieran visto constreñida su expansión potencial, quedando en situación de inferioridad frente a las llamadas empresas multinacionales, cuyo poder de maniobra se traduciría en una renta a satisfacer por la economía nacional. Tal vez esta consideración haya pesado en el ánimo de las autoridades competentes en la materia. Lo cierto es que el proceso liberalizador se ha culminado, pese a las dificultades planteadas por una delicada situación de la balanza de pagos a partir de la

crisis energética. Hay coincidencia en señalar que la escasez de materias primas de que adolece nuestro país aconseja realizar inversiones en el extranjero para garantizar las fuentes de suministro. Se conviene, asimismo, que la inversión que favorece la corriente exportadora, es decir aquella que resulta «complementaria» de esta actividad, debe ser alentada. Estas dos facetas han merecido especial atención en una primera etapa. Pero la economía española se halla en una fase de desarrollo que no se corresponde con su escasa inserción en los mercados internacionales tanto de bienes y servicios como de capitales. Colocar nuestro aparato productivo en pie de igualdad con nuestros competidores implica realizar inversiones de carácter «sustitutivo» para penetrar en mercados impermeables, ya sea por las trabas impuestas a la importación de mercancías en países cuyo desarrollo se basa en una sustitución de las mismas o, más generalmente, a causa de las tensiones proteccionistas que afloran por doquier impulsadas por las dificultades económicas que conocen la mayoría de los países y que cristalizan en desequilibrios externos y elevadas tasas de paro. Por ello, se asiste paulatinamente a un incremento de las inversiones productivas, movimiento perceptible en la composición sectorial y geográfica de nuestra inversión directa, que en los últimos años se dirige preferentemente a la zona iberoamericana en sectores industriales y financieros.

Cabe preguntarse si las cifras de inversión mostradas responden al flujo real. Sabemos que la balanza de pagos aplica en la compilación de la inversión

un criterio de Caja, claramente insatisfactorio para reflejar un tipo de operación que, lejos de agotarse en una anotación única, genera toda una cadena de transacciones que no siempre vienen acompañadas de un correlativo movimiento de divisas. Escapan así a la contabilización flujos tan relevantes como la reinversión de beneficios, incluso cuando éstos se aplican a la ampliación del capital social de las empresas participadas. Sin perjuicio de volver más adelante sobre el tema, señalemos que la infravaloración de los flujos brutos por este concepto asciende a cantidades sin duda elevadas. Por otra parte, según las recomendaciones del FMI (17), la inversión directa debe recoger el conjunto de fondos aportados en sus diversas modalidades, al ser la finalidad del inversionista participar con carácter permanente, por lo que se considera que toda la financiación allegada por la casa matriz sirve estos propósitos, siempre que los fondos sean prestados directamente, y en especial si lo son a largo plazo; pues bien, la nueva normativa de 1979 contempla los préstamos de matriz a filial con un período medio de amortización superior a cinco años como pertenecientes a la categoría de inversión directa. Sin embargo, en la práctica, la balanza de pagos sigue clasificando estos flujos en la modalidad de préstamos financieros a largo plazo, excluyéndose de las cifras que comentamos. Se puede concluir, en consecuencia, que los flujos brutos se hallan infravalorados en una cuantía difícil de precisar pero de magnitud nada despreciable.

La inversión de cartera representa, en el total acumulado del

decenio, un 9,9 por 100 sobre el total. Es perceptible el salto cuantitativo que tiene lugar a raíz de la liberalización en 1973 de las inversiones realizadas por Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Las facilidades otorgadas entonces se traducen en una elevación del nivel de inversiones de cartera que permanecerá prácticamente constante a lo largo de la década. El Decreto liberalizador de 1979, antes mencionado, abrirá paso a una expansión de limitado alcance en los dos últimos ejercicios. A juzgar por las cifras, las posibilidades que ofrece la legislación en vigor no han sido mínimamente explotadas. Sin embargo, conviene matizar que el flujo que registra la balanza de pagos, comprende tan sólo la suscripción y adquisición de acciones, omitiendo las compras de títulos de renta fija, llamados a adquirir una especial relevancia. En la actualidad, la balanza de pagos confiere a estos movimientos de capital la consideración de operaciones de contenido crediticio en discordancia con la definición del FMI (18), según la cual la inversión de cartera comprende «los bonos a largo plazo y acciones y otras participaciones de capital social», no incluidas en las categorías de inversión directa o reservas, abarcando la categoría de bonos a largo plazo las obligaciones, certificados de depósito y pagarés siempre que sean negociables y el plazo de vencimiento contractual anual supere el año (19). De lo expuesto se deduce que la caracterización de la inversión de cartera en nuestra balanza de pagos resulta parcial e insuficiente, infravalorando este importante fenómeno económico. La conveniencia de adaptar su compilación a las recomendaciones

del FMI se ha hecho si cabe más perentoria a raíz del paso liberalizador emprendido en 1979. La adquisición de eurobonos está cobrando en los últimos tiempos una creciente magnitud que sería deseable se viera reflejada en las cifras de inversión en el exterior.

La inversión en inmuebles reviste una importancia marginal a lo largo del período, en consonancia con el criterio restrictivo aplicado a este género de

operación. Nos estamos refiriendo a la compra de inmuebles por residentes españoles, excluyendo por tanto la inversión en sociedades que se dedican al negocio inmobiliario, actividad incluida en la inversión directa. En el conjunto acumulado de la década la inversión en inmuebles ha supuesto un modesto 0,5 por 100 del total. No son previsibles, al menos a medio plazo, cambios sustanciales en este epígrafe. Sólo la incorporación a la Comunidad

Económica Europea puede forzar, en un plazo más o menos dilatado, a una liberalización de este epígrafe y por tanto a una expansión de su volumen.

La categoría de Otras Formas de Inversión (OFI) tiene ciertamente un carácter heterogéneo, agrupando operaciones tan dispares como las cuentas en participación o los anticipos a cuenta de participaciones sociales. En el cuadro n.º 4 se detallan las cuatro operaciones incluidas,

CUADRO N.º 4
OTRAS FORMAS DE INVERSION
(En millones de pesetas)

| AÑOS | CUENTAS EN PARTICIPACION 08.03 (a) | | FINANCIACION DE PROSPECCIONES 08.04.00 | | ANTICIPOS A CUENTA 08.07.00 | |
|------|---------------------------------------|--------------|---|--------------|--------------------------------|--------------|
| | Inversión bruta | Desinversión | Inversión bruta | Desinversión | Inversión bruta | Desinversión |
| 1971 | 5 | — | 734 | — | — | — |
| 1972 | 6 | — | 1.299 | — | — | — |
| 1973 | 5 | — | 1.616 | — | — | — |
| 1974 | 172 | — | 2.409 | — | 307 | 244 |
| 1975 | 176 | — | 4.519 | 50 | 35 | 65 |
| 1976 | 454 | — | 8.729 | — | 38 | — |
| 1977 | 313 | — | 3.032 | — | 228 | — |
| 1978 | 369 | 9 | 2.250 | 5 | 484 | 203 |
| 1979 | 47 | 58 | 2.711 | 13 | 655 | 482 |
| 1980 | 15 | — | 3.753 | 2 | 196 | 1 |

| AÑOS | OTRAS FORMAS DE INVERSION 08.09 (a) | | TOTAL | | |
|------|--|--------------|--------------------|--------------|-------------------|
| | Inversión bruta | Desinversión | Inversión bruta | Desinversión | Inversión neta |
| 1971 | — * | — * | 739 | — | 739 |
| 1972 | 7 * | — * | 1.313 | — | 1.313 |
| 1973 | 35 * | — * | 1.657 | — | 1.657 |
| 1974 | — | — | 2.888 | 244 | 2.644 |
| 1975 | — | — | 4.731 | 116 | 4.615 |
| 1976 | 1 | 2 | 9.222 | 2 | 9.220 |
| 1977 | 9 | 5.551 | 3.603 | 5.571 | — 1.969 |
| 1978 | 36 | 5.293 | 3.140 | 5.510 | — 2.370 |
| 1979 | 34 | 6.777 | 3.447 | 7.272 | — 3.824 |
| 1980 | 24 | 16 | 3.987 | 19 | 3.968 |

Nota: Las cifras con asterisco (*) pertenecen al Código (08.06.00) Fondo de Maniobra para Entidades que realizan Obras Civiles.

Fuente: Entradas y salidas por conceptos financieros.

mostrando así su peso relativo. En el lado de los ingresos brutos destaca la financiación de prospecciones e investigaciones mineras y petrolíferas. Se incluyen aquí las inversiones realizadas, principalmente por Hispanoil para gastos de prospección petrolífera. Su perfil temporal es irregular, creciendo ininterrumpidamente hasta 1976, para descender bruscamente en el ejercicio posterior, manteniéndose hasta finalizar la década en un nivel de práctico estancamiento pese a las oscilaciones interanuales. Para una mejor comprensión de este comportamiento, analicemos el cuadro número 5. En él se muestran, bajo el encabezamiento de Serie original, las salidas de divisas contabilizadas por el Registro de Caja. Estos pagos incluyen no sólo actividades de inversión sino también desembolsos satisfechos en concepto de fiscalidad y *royalties*, correspondientes a los embarques de crudos petrolíferos para abastecer el mercado nacional. Por ello, la balanza de pagos de España de 1978 distinguió los gastos de inversión de los corrientes, procediendo a corregir la serie a partir del ejercicio 1977. Las cifras de los cuatro últimos ejercicios aparecen así corregidas, evitando una distorsión que de otro modo hubiera ascendido a niveles sumamente elevados. Pensemos que en 1980 se trajeron 29.111 millones de pesetas. Los años anteriores están pendientes de corrección, por lo que la serie experimenta una ruptura en 1977, tal y como veíamos anteriormente. En base a datos facilitados por Hispanoil, y de una forma tentativa, se ha procedido a reconstruir la serie en los seis primeros años. Los tres primeros registran escasas variaciones, resultado ló-

CUADRO N.º 5

**FINANCIACION DE PROSPECCIONES E INVESTIGACIONES
MINERAS Y PETROLIFERAS (08.04.00)**

(En millones de pesetas)

| AÑOS | 1 Serie original | 2 Serie corregida | Diferencia | % 2 / 1 |
|------|------------------------|-------------------------|------------|------------|
| 1971 | 734 | 618 | - 116 | 84,2 |
| 1972 | 1.299 | 1.030 | - 269 | 79,3 |
| 1973 | 1.616 | 1.774 | + 158 | 109,8 |
| 1974 | 2.409 | 1.154 | - 1.255 | 47,9 |
| 1975 | 4.519 | 3.553 | - 966 | 78,6 |
| 1976 | 8.729 | 3.568 | - 5.161 | 40,9 |
| 1977 | 8.114 | 3.032 | - 5.082 | 37,4 |
| 1978 | 13.423 | 2.250 | - 11.173 | 16,8 |
| 1979 | 15.355 | 2.711 | - 12.644 | 17,6 |
| 1980 | 32.872 | 3.753 | - 29.119 | 11,4 |

Fuente: 1. Registro de Caja. 2. Estimación (1971-1976) y Balanzas de pagos (1977-1980).

gico dado que se trata de un período anterior a la crisis petrolífera. A partir de 1974 las diferencias son más acusadas, pudiendo estimarse la corrección correspondiente a 1976 en unos 5.000 millones de pesetas, lo que significaría que del total consignado en la balanza de pagos un 60 por 100 estaría compuesto por conceptos distintos al de inversión en el exterior, desviación a no dudar considerable.

Este pausado recorrido por la inversión bruta nos ha permitido constatar que su expresión cuantitativa, tal y como se recoge en la *Balanza de Pagos de España*, responde escasamente a la dimensión real del fenómeno que nos ocupa. El sesgo se produce en la práctica totalidad de los epígrafes, figurando como principal culpable el sistema de compilación en base a criterios de Caja, que infravalora los flujos al ignorar un número relevante de transacciones que no implican movimientos de di-

visas. Es difícil, por no decir casi imposible, precisar la cuantía del error que se comete, si bien todo induce a pensar que alcanza proporciones elevadas. Este elemento de distorsión se erige en serio obstáculo, limitando notablemente el campo de conclusiones válidas a que puede aspirarse sin renunciar a unos mínimos niveles de fiabilidad. Tal vez debido a esta circunstancia se ha insistido menos de lo que sería deseable en el estudio de la evolución y estructura del flujo bruto de inversión española en el exterior, haciendo hincapié por contra en aspectos metodológicos y conceptuales, en apariencia anodinos, para ofrecer así una visión crítica de las cifras de la balanza de pagos.

2. Ingresos por liquidación de inversiones

Ya señalábamos en la introducción a este capítulo que la

cifra bruta de desinversiones está relacionada más estrechamente con el volumen neto acumulado de inversiones que con su flujo anual. Sin embargo, hemos tenido ocasión de analizar las dificultades para determinar con un cierto grado de aproximación a cuánto asciende lo que nuestra economía invierte en el exterior anualmente. Tratar de estimar los activos sobre el resto del mundo en un determinado momento, a partir de la suma acumulada de los datos anuales, añadiría a los defectos aireados la distorsión inherente a todo intento de agrupar cantidades expresadas en una unidad de cuenta que varía de año en año, pues la inflación y las fluctuaciones en los tipos de cambio desvirtúan la comparación de una peseta de 1959, y para el caso de 1980, con una de hoy en día. Con todo, la concentración de la inversión en los últimos años reduce la cuantía del sesgo atribuible a esta cau-

sa. Pero, supuesta la relación entre el *stock* de inversiones netas y el flujo de liquidaciones, cabe poner en tela de juicio la estabilidad de la función que liga estas dos variables. Porque la desinversión no constituye una consecuencia periódica de la actividad empresarial, como pudiera ser el reparto de un dividendo, sino más bien un episodio singular, por cuanto supone la ruptura del vínculo de propiedad de la empresa, bien por cesión a un tercero o por disolución. Casi nunca obedece a un impulso caprichoso, siendo más bien fruto de una oferta tentadora, alternativas más rentables a largo plazo, dificultades para enderezar el rumbo del negocio, una quiebra, en fin. Colección, como se puede observar, de inusuales y heterogéneas razones, que proyecta una sombra de escepticismo sobre la factibilidad de emprender un análisis causal de la desinversión. Todo lo más, se puede

afirmar que la probabilidad de que se produzca aumenta a medida que crece la población o conjunto de inversiones.

Por las razones expuestas en el párrafo anterior, se ha preferido comparar el flujo anual de desinversiones con el correspondiente a las inversiones brutas, en un intento de contrastar el distinto comportamiento que cabe esperar de cada categoría de inversión, así como rastrear en las series temporales en busca de tendencias estables avanzando hipótesis a nivel siquiera tentativo. Pero antes de adentrarnos en el estudio de las cifras de desinversiones que figuran en el cuadro n.º 6, no será ocioso apuntar los rasgos más significativos en materia de normativa, conceptos y métodos de compilación, deteniéndonos sólo, para evitar reiteraciones inútiles, en aquellos que se separan abiertamente de los que caracterizan a la corriente in-

CUADRO N.º 6
LIQUIDACION DE INVERSIONES EN EL EXTERIOR
(En millones de pesetas)

| AÑOS | DIRECTA | | CARTERA | | INMUEBLES | | O. F. I. | | TOTAL | |
|---------|---------|------|---------|-------|-----------|-------|----------|-------|---------|------|
| | Importe | (a) | Importe | (a) | Importe | (a) | Importe | (a) | Importe | (a) |
| 1971 | 145 | 12,4 | 48 | 65,7 | — | — | — | — | 193 | 9,6 |
| 1972 | 133 | 5,4 | 57 | 183,9 | 12 | 38,7 | — | — | 202 | 5,2 |
| 1973 | 128 | 4,0 | 117 | 15,4 | 4 | 20,0 | — | — | 249 | 4,4 |
| 1974 | 212 | 4,1 | 350 | 24,6 | 3 | 6,0 | 244 | 8,4 | 809 | 8,5 |
| 1975 | 86 | 1,6 | 233 | 17,9 | 5 | 11,6 | 116 | 2,4 | 440 | 3,9 |
| 1976 | 213 | 5,5 | 674 | 43,0 | — | — | 2 | — | 889 | 5,4 |
| 1977 | 302 | 2,7 | 1.514 | 97,4 | 30 | 71,4 | 5.571 | 154,6 | 7.417 | 45,5 |
| 1978 | 295 | 2,8 | 1.046 | 76,1 | 136 | 230,5 | 5.510 | 175,5 | 6.987 | 46,4 |
| 1979 | 2.273 | 15,2 | 1.414 | 58,6 | 5 | 4,8 | 7.272 | 211,0 | 10.964 | 52,4 |
| 1980 | 920 | 4,7 | 866 | 46,6 | 3 | 2,6 | 19 | 0,5 | 1.808 | 7,1 |
| 1971-80 | 4.707 | 6,1 | 6.319 | 51,2 | 198 | 34,4 | 18.734 | 53,9 | 29.958 | 24,0 |

(a) Porcentaje sobre el flujo correspondiente de inversiones brutas.

Fuente: Balanza de pagos de España y elaboración propia.

versora, dejando entrever particularidades dignas de mención. Señalemos que el Decreto 487/1973 somete a la previa autorización la liquidación o transmisión de las inversiones directas, si bien aplicando un procedimiento flexible para no perjudicar con demoras innecesarias los intereses de quien se dispone a realizar un activo en el exterior. Las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria gozan por su parte de libertad para vender los títulos adquiridos al amparo de la Orden de 23 de marzo de 1973 del Ministerio de Hacienda. Los restantes tipos de desinversión están sujetos a autorización discrecional. El Real Decreto 1.087/1978 liberaliza la venta a no residentes, señalando la obligación de comunicarlo a la Dirección General de Transacciones Exteriores. Finalmente, el Decreto liberalizador de 1979 y Orden Ministerial que lo desarrolla (20) liberalizan también la transmisión a residentes, previa verificación de la regularidad de la operación. Se regulan detalladamente todos los supuestos, quedando sólo una porción residual sujeta a autorización discrecional. En conjunto, la normativa ha sabido compatibilizar la agilidad necesaria en este tipo de transacciones con las cautelas imprescindibles. Más importante todavía ha sido el criterio liberal aplicado por la Administración, consciente de sus limitaciones para controlar este flujo, al originar todo afán restrictivo en la materia efectos perversos. Conceptualmente, recordemos que la omisión más relevante se produce como consecuencia de la no inclusión de los títulos de renta fija en la desinversión de cartera. Por último, desde un punto de vista metodológico, la compilación según un criterio

de Caja no presenta los agudos problemas de la otra vertiente. La transmisión suele realizarse a un precio pactado, salvo en el caso de títulos que coticen en Bolsa o mercados organizados, supuesto que raras veces se da, excepción hecha de la inversión de cartera. El precio pactado suele basarse en el valor neto contable de la empresa, por lo que, suponiendo la existencia de beneficios reinvertidos, éstos se reflejarán en caso de desinversión en el precio de venta. Inversamente, las pérdidas generarán una valoración a la baja de la primitiva inversión.

La desinversión acumulada ascendió en la pasada década a unos 30.000 millones de pesetas, cifra que representa un 24 por 100 de la inversión bruta. Estos datos resultan, a primera vista, muy elevados, sobre todo teniendo en cuenta la concentración de la inversión en los últimos cuatro años. Repara inmediatamente quien se asome al cuadro n.º 6 que la desinversión se apelmaza en el trienio que comienza en 1977. Cinco sextas partes congrega este período, cuyo punto álgido se alcanza en 1979, con un 52,4 por 100 de tasa de desinversión, para caer en picado en 1980. Los restantes ejercicios se mueven dentro de magnitudes sumamente moderadas, indicativas, por lo demás, de lo cercano que en el tiempo emerge el proceso de creación de activos sobre el exterior. Un repaso a las distintas categorías confirma nuestras hipótesis en torno a su estabilidad relativa. La desinversión directa oscila a lo largo del decenio en torno al 6,1 por 100, destacando por su cuantía absoluta tan sólo 1979. Constituye la categoría con una menor propensión a desinvertir,

haciendo bueno el pronóstico que sobre su carácter permanente formulábamos en la introducción. También resulta consecuente con su conducta esperada la de cartera, mostrando una elevada propensión media, un 51,2 por 100, destacando el trienio antes reseñado. La desinversión en inmuebles se muestra muy irregular, en razón a la escasa importancia de este epígrafe, simultaneando ejercicios de escasa o nula actividad con otros sumamente vivaces, cuya causa tal vez descansa en las elevadas plusvalías que viene cosechando la propiedad inmobiliaria en casi todos los países. Pero las cifras más espectaculares corresponden a las OFI, tanto por su valor absoluto, cerca de 19.000 millones de pesetas, su tasa de propensión a desinvertir, un 53,9 por 100 (la más elevada), como por superar con creces en 1977, 1978 y 1979 los ingresos por liquidación a los pagos por inversión. Si volvemos la vista atrás, al cuadro número 4, no podemos por menos que constatar una paradoja. En efecto, el único código estadístico de las OFI que tiene entidad suficiente para justificar una liquidación tan importante es el de financiación de prospecciones mineras y petrolíferas (08.04.00). Sin embargo, la desinversión se imputa al código de otras formas de inversión (08.09) que ha dado cobijo hasta la fecha a una exigua formación de activos, induciendo a conjeturar una incorrecta contabilización tanto por vulnerar el principio de que sólo es posible liquidar algo invertido previamente, como por el carácter estrictamente residual que debe preservar este código, auténtico cajón de sastre de borrosos perfiles.

II. LAS INVERSIONES EXTERIORES NETAS

La inversión neta de un año cualquiera se obtiene por diferencia entre la formación de activos sobre el exterior y la liquidación en el mismo período. Su evolución es a modo de compendio del desarrollo de ambos flujos. El comentario de sus cifras, que se muestran en el cuadro n.º 7 tiene pues forzosa-mente un carácter reiterativo,

limitándonos a destacar sus rasgos más destacados. El paralelismo observado con la inversión bruta hasta 1976 se deriva de la escasa importancia relativa de las liquidaciones, que cobran un mayor protagonismo en los tres ejercicios siguientes reduciendo el efecto expansivo de la inversión en el exterior. Este rasgo perceptible para el conjunto de la misma se hace notablemente más acusado en el renglón de las OFI, que muestran cifras negativas de cierta

relevancia, especialmente en 1979, año en que suponen casi un 40 por 100 del total de inversión neta. En estas condiciones, la expansión del último cuatrienio queda bastante diluida, abstracción hecha de 1980 que registra un crecimiento porcentual muy notable (136 por 100). En el conjunto de la década la inversión neta demuestra su dinamismo, multiplicándose por 13, si bien el perfil temporal denota un cierto grado de estancamiento en el pe-

CUADRO N.º 7
INVERSIONES NETAS EN EL EXTERIOR
(En millones de pesetas)

| AÑOS | DIRECTA | | CARTERA | | INMUEBLES | |
|---------|---------|---------------|---------|---------------|-----------|---------------|
| | Importe | % sobre total | Importe | % sobre total | Importe | % sobre total |
| 1971 | 1.022 | 56,5 | 25 | 1,4 | 22 | 1,2 |
| 1972 | 2.348 | 64,3 | - 26 | -0,7 | 19 | 0,5 |
| 1973 | 3.061 | 56,9 | 642 | 11,9 | 16 | 0,3 |
| 1974 | 4.952 | 56,8 | 1.074 | 12,3 | 55 | 0,6 |
| 1975 | 5.115 | 47,2 | 1.067 | 9,8 | 38 | 0,3 |
| 1976 | 3.626 | 26,2 | 892 | 6,4 | 92 | 0,7 |
| 1977 | 10.801 | 121,6 | 40 | 0,4 | 12 | 0,1 |
| 1978 | 10.179 | 126,3 | 329 | 4,1 | -77 | -0,9 |
| 1979 | 12.686 | 127,4 | 997 | 10,0 | 98 | 1,0 |
| 1980 | 18.440 | 78,4 | 992 | 4,2 | 111 | 0,5 |
| 1971-80 | 72.230 | 76,3 | 6.032 | 6,3 | 386 | 0,4 |

| AÑOS | O. F. I. | | TOTAL | | |
|---------|----------|---------------|---------|--------|-------------------------|
| | Importe | % sobre total | Importe | Indice | % incremento interanual |
| 1971 | 739 | 40,9 | 1.808 | 100 | - |
| 1972 | 1.313 | 35,9 | 3.654 | 202 | 102,1 |
| 1973 | 1.657 | 30,9 | 5.376 | 297 | 47,0 |
| 1974 | 2.644 | 30,3 | 8.725 | 483 | 82,3 |
| 1975 | 4.615 | 42,6 | 10.835 | 599 | 24,2 |
| 1976 | 9.220 | 66,7 | 13.830 | 785 | 27,8 |
| 1977 | - 1.969 | - 22,2 | 8.884 | 491 | - 37,4 |
| 1978 | - 2.370 | - 29,4 | 8.061 | 446 | - 9,3 |
| 1979 | - 3.824 | - 38,4 | 9.957 | 550 | 23,5 |
| 1980 | 19 | 16,9 | 23.511 | 1.300 | 136,1 |
| 1971-80 | 15.992 | 16,9 | 94.640 | - | - |

Fuente: Balanzas de pagos de España y elaboración propia.

riodo comprendido entre 1974 y 1979. Teniendo en cuenta la evolución de la inversión directa en términos brutos, su predominio sobre el total es abrumador, con un 76,3 por 100, siguiéndole a mucha distancia las OFI, un 16,9 por 100 del total. El peso de la inversión de cartera se ve relegado a un modesto plano a causa del elevado volumen de liquidaciones, figurando el epígrafe de inmuebles a niveles ciertamente testimoniales. Ateniéndonos a las observaciones realizadas al tratar las particularidades en ambas vertientes de las OFI, cabe esperar de la reconstrucción de la serie, eliminando los errores detectados y aquellos que se hayan podido deslizar inadvertidamente, cambios sensibles en la evolución de la inversión neta total. Nos abstendremos no obstante de realizar labor alguna de «maquillaje», sin perjuicio de matizar la provisionalidad de las conclusiones que pudieran alcanzarse a la vista de las cifras oficiales.

Para una mejor aprehensión de la dimensión relativa de la inversión de capital español en el exterior pueden utilizarse diversos índices macroeconómicos como base de comparación. El más general sería el Producto Interior Bruto a precios de mercado, como reflejo del desarrollo alcanzado por nuestra economía. De una comparación con la inversión neta, se observa que el porcentaje de la misma aumenta a lo largo de la década, pasando de un 0,06 por 100 en 1971 a un 0,15 por 100 en el último ejercicio. Si se tiene en cuenta la dinámica expansión de este indicador, la inversión en el exterior demuestra su pujanza ensanchando notablemente su cuota proporcional. Este

resultado es congruente con la teoría generalmente aceptada de que un crecimiento del PIB, por encima de determinados umbrales de desarrollo, favorece el flujo inversor y la internacionalización de la actividad económica.

Otro indicador significativo es el porcentaje de la inversión neta respecto al Ahorro Nacional Bruto, indicador que mide la capacidad de financiación de una economía. Pues bien, este porcentaje experimenta un importante auge, en el periodo mencionado, pasando de un 0,25 por 100 a un 0,82 por 100. Se ha especulado en reiteradas ocasiones con el riesgo que puede suponer la desviación de recursos financieros hacia el exterior, argumento que se ve desmentido por la moderada cuantía de las cifras señaladas. Suele esgrimirse, igualmente, el peligro de una excesiva liberalización de la inversión para el equilibrio de nuestro sector exterior. Parecen sin embargo infundados estos temores a la luz del escaso peso de la inversión en el exterior, medida en función de la balanza más representativa de nuestro desequilibrio externo. En efecto, y pese al auge apuntado en la evolución de la inversión neta, ésta representó un 1,6 por 100 del déficit comercial en 1971 y 2,8 por 100 en 1980, cifra ilustrativa del moderado peso adicional que han de soportar las partidas financiadoras de la balanza de pagos.

Son de sobra conocidas las dificultades que atraviesa nuestro sector exterior a raíz de la crisis iniciada en 1973. A partir de ese año la economía española ha debido encarar el problema de financiar serios desequilibrios, debiendo recurrir a

la captación de cuantiosos recursos financieros externos. Cabe preguntarse si esta política ha sido acompañada de una paralela actuación para restringir la salida de capitales al exterior. El cuadro n.º 8 muestra un desglose de las salidas netas de capital a largo plazo según los datos de la balanza de pagos. Destacan por su dinamismo y creciente importancia las rúbricas de Inversiones y Créditos Comerciales, situándose en un plano secundario los préstamos a empresas y las salidas de capital público. De las cifras se desprende que han gozado de prioridad los flujos susceptibles en principio de ejercer un impacto más positivo sobre el volumen de exportaciones. Huelga demostrar esta aseveración en el caso de los créditos comerciales. Si la relación no se establece de forma tan directa para las inversiones, es indudable el beneficioso efecto de las mismas tanto en su faceta complementaria de apoyo a la comercialización como en la sustitutiva antes aludida. Su porcentaje sobre el total se ha mantenido en cotas elevadas a lo largo del periodo, sufriendo un retroceso de cierta importancia en 1978, primordialmente a causa del salto experimentado por los créditos comerciales.

Queda pues patente el peso específico cobrado por la inversión española en el exterior. Su comparación con los principales indicadores económicos sugiere una progresiva consolidación, sin por ello afectar a los equilibrios básicos, ni siquiera representar una hipotética amenaza a medio plazo, a menos que emprendiera el camino exponencial apuntado en el último ejercicio, posibilidad, por lo demás, harto improbable habida cuenta de la

CUADRO N.º 8

SALIDAS NETAS DE CAPITAL A LARGO PLAZO
(Valor en miles de millones de pesetas)

| | 71 | 72 | 73 | 74 | 75 | 76 | 77 | 78 | 79 | 80 |
|----------------------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 1. CAPITAL PRIVADO | 8,3 | 8,7 | 23,4 | 12,8 | 23,6 | 35,1 | 35,8 | 58,8 | 34,0 | 59,2 |
| Inversiones | 1,8 | 3,6 | 5,4 | 8,7 | 10,8 | 13,8 | 8,9 | 8,1 | 9,7 | 23,5 |
| Créditos comerciales | 6,4 | 5,6 | 6,3 | 3,8 | 7,0 | 16,1 | 23,0 | 46,8 | 22,2 | 34,3 |
| Préstamos a empresas | 0,1 | -0,5 | 11,7 | 0,3 | 5,8 | 5,2 | 3,9 | 3,9 | 2,1 | 2,1 |
| 2. CAPITAL PUBLICO | 1,4 | 0,7 | 3,4 | 2,8 | 0,9 | 4,3 | 0,5 | 15,4 | - 1,6 | - 1,6 |
| 3. TOTAL | 9,7 | 9,4 | 26,8 | 15,6 | 24,5 | 39,4 | 36,3 | 74,2 | 32,4 | 58,3 |
| % inversiones sobre el total ... | 18 | 38 | 20 | 56 | 44 | 35 | 24 | 11 | 30 | 40 |

Fuente: Balanzas de pagos de España.

evolución seguida en los dos últimos años por la cifra de verificaciones y autorizaciones. 1980 habría, según estos datos, reflejado el cambio cualitativo introducido por la nueva legislación liberalizadora.

III. INVERSION EN EL EXTERIOR Y OTRAS RUBRICAS DE LA BALANZA DE PAGOS

En su momento advertimos que la inversión en el exterior no se agota en un único apunte contable de cara a la balanza de pagos, siendo fuente por lo general de una variada gama de transacciones. Genera movimientos comerciales, invisibles y por cuenta de capital. Una filial extranjera, por ejemplo, da lugar a exportaciones de la casa matriz, satisface sumas en concepto de asistencia técnica y dividendos, se beneficia de préstamos financieros y créditos comerciales, operaciones todas que tienen su reflejo en distintas rú-

bricas de la balanza de pagos. No resultaría completo un estudio de la inversión exterior sin explorar sus relaciones con éstas, en especial las que arrojan mayor luz sobre la rentabilidad de la inversión entendida en sentido amplio, es decir, incluyendo los beneficios, tanto directos como inducidos, que reportan a la empresa matriz.

Medir la rentabilidad de una inversión en el exterior no resulta tarea sencilla por cuanto la cuenta de resultados de la filial raras veces refleja con fidelidad el beneficio generado por su actividad. La mayor parte de nuestra inversión directa, en efecto, se concentra en países con los que España no mantiene acuerdos que eviten la doble imposición. Si a esto añadimos el distinto tratamiento fiscal que merecen flujos como los de asistencia técnica, nada extraño tiene que la búsqueda de la maximización de los beneficios consolidados del grupo fomente la transferencia de rendimientos vía precios de los productos exportados en el caso de firmas co-

mercializadoras, vía pagos por servicios en el de empresas transformadoras, o generalmente una mezcla de ambas. Obvio es decir que abordar la estimación de estas transferencias escapa al alcance de un enfoque global como el aquí emprendido. Limitaremos el análisis de la rentabilidad directa a las rentas de inversión, no sin antes advertir que una serie de factores distorsionan estos flujos infravalorándolos. Se ha hecho ya mención a las transferencias vía precios o pagos por tecnología como forma encubierta de materializar rendimientos. Pero incluso las rentas de inversión que figuran en la balanza de pagos no son sino la punta del iceberg, a causa del criterio de Caja que informa este documento contable. Sólo se computan las rentas que dan lugar a una entrada de divisas, con una única excepción introducida a finales del pasado año, y que por tanto no recogen las cifras objeto de nuestro comentario. Nos referimos a la ampliación de capital con cargo a reservas, supuesto en el que

la obligación contemplada en los Decretos liberalizadores de 1978 y 1979 de comunicarlo a la Administración se ha visto acompañada de la paralela exigencia de cumplimentar los correspondientes impresos compensatorios de salida de divisas por inversión y entrada por rentas de capital para que figuren estas transacciones en el registro de Caja, aun no existiendo movimientos de divisas. Obsérvese que este mecanismo es posible gracias a la solicitud de ampliación del capital social con cargo a recursos propios de la filial. La legislación, en efecto, no considera inversión la reinversión de beneficios no capitalizados, aplicando un criterio excesivamente limitativo y de muy dudoso fundamento económico, como ponen de manifiesto las tesis sostenidas por el FMI y la OCDE en favor de la caracterización de estos fondos como parte integrante de la inversión directa en el exterior. Estas ampliaciones representan una mínima parte, por lo demás, del vasto proceso de reinversión de beneficios que por su dimensión provoca sensibles desviaciones en los flujos de inversión y beneficios, infravalorando sistemáticamente y por igual importe ambas variables. A medida que cobra entidad el *stock* de activos sobre el exterior, y por consecuencia el montante de beneficios esperados, se hace cada vez más necesario introducir los correspondientes ajustes en la balanza de pagos mediante un asiento que refleje simultáneamente la cuantía reinvertida pendiente de capitalización y la inversión correlativa.

La relativa juventud de que goza el flujo inversor español nos ha movido a presentar las

rentas de inversión tomando como base de comparación la cifra acumulada de capital por el mencionado concepto pese a las salvedades expuestas en la primera parte al tratar de este tema. Es evidente que un sumatorio cuyos componentes individuales se expresan en unidades de cuenta no homogéneas, carece de fiabilidad tanto más si se tiene en cuenta que los sumandos están infravalorados. Sin embargo se ha considerado útil, siquiera a nivel indicativo, realizar esta aproximación como sucedáneo para evaluar la rentabilidad de la inversión en el exterior, desglosada en sus diversas categorías. A este propósito responde el cuadro n.º 9, en el que se muestran los ingresos por rentas que distingue la balanza de pagos comparándolos con la inversión acumulada correspondiente. Obsérvese que la balanza de pagos española distingue dos rentas de inversión: las directas y las de cartera, al tiempo que recoge en el epígrafe de Otros Servicios los alquileres, partida en la que se engloban las rentas de inversión en inmuebles junto a otras operaciones, lo que resta validez a esta última cifra. De hecho, a juzgar por los elevados porcentajes, cabe dudar de la representatividad de estas últimas rentas, cuya interpretación ha de abordarse con suma cautela.

A la vista de las cifras, destaca la escasa rentabilidad de las inversiones directas, si bien esta apreciación ha sido repetidas veces objeto de matización, tal y como se señala en la primera parte. Su comparación con la elevada rentabilidad de la inversión de cartera sugiere la sospecha de que se produce un amplio trasvase en la imputación de estas rentas de inver-

sión, sospecha que se ha visto corroborada por estudios muestrales realizados. No abundaremos en este extremo, señalando tan sólo que la evidencia disponible apunta no tanto hacia una incorrecta aplicación de los códigos estadísticos como a la necesidad de adoptar una clasificación de los mismos más congruente con los flujos inversores que dan origen a las distintas modalidades de rentas de capital. Baste como prueba la evolución de las rentas de cartera, cuyo dinamismo en el último cuatrienio coincide con el despegue de la inversión directa, coincidencia que no puede escapar a la atención de cualquier observador.

Para mejor encuadrar el fenómeno que estudiamos, resulta de interés comparar su cuantía absoluta y evolución temporal con otros epígrafes de la balanza de pagos corriente estrechamente relacionados. En concreto, con la exportación de mercancías y los ingresos por asistencia técnica y *royalties*, remitiéndonos para ello al cuadro n.º 10. Las rentas de inversión en el exterior se comparan desfavorablemente con ambas magnitudes por su escasa cuantía y dinamismo relativo. El dato que tal vez resalte más sea el elevado y sostenido crecimiento de la asistencia técnica, al que no sería ajeno en parte el proceso de transferencia de rendimientos vía pagos por tecnología, antes descrito.

Pero no resultaría completo el análisis de la relación existente entre la inversión en el exterior, particularmente la directa, y su impacto sobre otras rúbricas de la balanza de pagos sin descender al estudio comparativo de la balanza exterior

CUADRO N.º 9

INGRESOS POR RENTAS DE INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

| AÑOS | INVERSIONES DIRECTAS | | | INVERSIONES DE CARTERA | | |
|-------|----------------------|---------------------|------------|------------------------|---------------------|------------|
| | Inversión acumulada | Ingresos por rentas | Porcentaje | Inversión acumulada | Ingresos por rentas | Porcentaje |
| 1971 | 7.129 | 60 | 0,8 | 1.185 | 224 | 18,9 |
| 1972 | 9.477 | 25 | 0,3 | 1.159 | 208 | 17,9 |
| 1973 | 12.538 | 33 | 0,3 | 1.801 | 189 | 10,4 |
| 1974 | 17.490 | 87 | 0,5 | 2.875 | 324 | 11,2 |
| 1975 | 22.605 | 53 | 0,2 | 3.942 | 273 | 6,9 |
| 1976 | 26.231 | 178 | 0,7 | 4.834 | 366 | 7,5 |
| 1977 | 37.032 | 285 | 0,8 | 4.874 | 578 | 11,8 |
| 1978 | 47.211 | 208 | 0,4 | 5.203 | 1.023 | 19,6 |
| 1979 | 59.897 | 305 | 0,5 | 6.200 | 1.356 | 21,8 |
| 1980 | 78.337 | 447 | 0,6 | 7.192 | 1.570 | 21,8 |
| TOTAL | — | 1.681 | — | — | 6.111 | — |

| AÑOS | INVERSIONES EN INMUEBLES | | | INVERSIÓN TOTAL | | |
|-------|--------------------------|---------------------|------------|---------------------|---------------------|------------|
| | Inversión acumulada | Ingresos por rentas | Porcentaje | Inversión acumulada | Ingresos por rentas | Porcentaje |
| 1971 | — 44 | 197 | — | 8.270 | 481 | 5,8 |
| 1972 | — 25 | 195 | — | 10.611 | 428 | 4,0 |
| 1973 | — 9 | 158 | — | 14.330 | 380 | 2,6 |
| 1974 | 46 | 275 | 597,8 | 20.411 | 686 | 3,3 |
| 1975 | 84 | 131 | 155,9 | 26.631 | 457 | 1,7 |
| 1976 | 176 | 218 | 123,8 | 31.241 | 762 | 2,4 |
| 1977 | 188 | 240 | 127,6 | 42.094 | 1.103 | 2,6 |
| 1978 | 111 | 179 | 161,2 | 52.525 | 1.410 | 2,6 |
| 1979 | 209 | 392 | 187,5 | 66.306 | 2.053 | 3,0 |
| 1980 | 320 | 447 | 139,6 | 85.849 | 2.464 | 2,8 |
| TOTAL | — | 2.432 | — | — | 10.224 | — |

Nota: Inversión acumulada desde 1961.

Fuente: Balanzas de pagos de España y elaboración propia.

del colectivo de empresas inversoras. No se dispone de datos globales por lo que es obligado recurrir a aproximaciones muestrales, siempre sujetas a serias limitaciones. La elección de una muestra representativa presenta, en efecto, múltiples dificultades al no estar censada la población inversora. Suele recurrirse, en consecuencia, a circunscribir el análisis al grupo de empresas con mayor volumen de inversión en el exterior. Si tenemos en cuenta que las in-

versiones de carácter comercializador requieren una menor dotación de recursos, se estaría infravalorando el impacto de las inversiones complementarias de la exportación, ofreciendo, por el contrario, la imagen de la operativa exterior de las grandes empresas, o al menos de un núcleo importante de las mismas. La muestra en cualquier caso sería sesgada por la im posibilidad de incluir a la Banca, primer sector en cuanto a inversiones en el exterior.

La inclusión de los Bancos introduciría serias distorsiones por cuanto en sus movimientos de divisas recogen importaciones realizadas por terceros y cuyo valor en licencia es inferior al medio millón de pesetas, hinchando así artificialmente los pagos realmente imputables a estas entidades. Otro tanto ocurre con los ingresos por servicios al recoger movimientos ajenos a su actividad propia.

Otra limitación importante se

CUADRO N.º 10
**EVOLUCION DE LOS INGRESOS POR DETERMINADOS CONCEPTOS
 DE LA BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA**
 (En millones de pesetas)

| AÑOS | RENTAS DE INVERSIONES EN EL EXTERIOR | | EXPORTACION DE MERCANCIAS | | ASISTENCIA TECNICA Y ROYALTIES | |
|------------|---|--------|---------------------------|--------|-----------------------------------|--------|
| | Importe | Indice | Importe | Indice | Importe | Indice |
| 1971 | 481 | 100 | 207.979 | 100 | 1.179 | 100 |
| 1972 | 428 | 89 | 252.638 | 121 | 1.333 | 114 |
| 1973 | 380 | 79 | 313.481 | 151 | 1.705 | 145 |
| 1974 | 686 | 143 | 417.743 | 201 | 2.081 | 176 |
| 1975 | 457 | 95 | 448.224 | 215 | 2.887 | 245 |
| 1976 | 762 | 154 | 601.464 | 289 | 4.063 | 345 |
| 1977 | 1.103 | 229 | 800.273 | 385 | 4.481 | 380 |
| 1978 | 1.410 | 293 | 1.021.948 | 491 | 5.559 | 471 |
| 1979 | 2.053 | 427 | 1.228.335 | 591 | 7.642 | 648 |
| 1980 | 2.464 | 512 | 1.497.334 | 720 | 10.873 | 922 |

Fuente: Balanzas de pagos de España.

refiere a la creciente actividad inversora realizada por personas físicas, incluso en la categoría de capital de inversión directa, y que, por razones obvias, no es posible considerar en la muestra, al llevarse por lo general a cabo los movimientos comerciales e invisibles por los grupos de empresas controladas por estas personas físicas.

Con todo, puede resultar de utilidad mostrar el resultado ob-

tenido de un conjunto de 200 empresas inversoras, entre las que figuran las más importantes. Incluye esta muestra algunas cuya actividad se desarrolla en el exterior, primordialmente a través de sucursales y delegaciones. El peso relativo de los sectores que representa en la inversión exterior no refleja con exactitud el desglose por sectores de aplicación de las cifras globales de inversión, por lo que los resultados han de aco-

gerse con las debidas cautelas. El cuadro n.º 11 muestra el volumen acumulado en el período 1976-80 de entradas y salidas por los diversos conceptos, así como el porcentaje que representa respecto al total reflejado por el registro de Caja. Se excluyen estos porcentajes en el caso de los invisibles por carecer de carácter representativo al incluir en la base de comparación movimientos tan importantes como el turismo. Las dos últimas

CUADRO N.º 11
**MUESTRA DE EMPRESAS INVERSORAS
 BALANZA DE PAGOS**
 (Valor en miles de millones de pesetas)

| | Entradas | % | Salidas | % | E/S | I/P |
|--|----------|------|---------|------|-------|-------|
| Comercial | 563,4 | 11,6 | 1.291,1 | 17,1 | 43,6 | 64,3 |
| Asistencia técnica y <i>royalties</i> | 6,4 | 19,8 | 29,5 | 17,4 | 21,6 | 19,0 |
| Rentas de inversión directas y cartera | 2,1 | 33,2 | 14,7 | 14,6 | 14,3 | 6,2 |
| Total invisibles | 266,2 | — | 336,8 | — | 79,0 | — |
| Balanza corriente | 829,6 | — | 1.627,9 | — | 51,0 | — |
| Total capital | 990,6 | 53,0 | 894,6 | 81,8 | 110,7 | 170,8 |

columnas del cuadro recogen el porcentaje de cobertura para cada epígrafe, de la muestra, y del total de ingresos y pagos del registro de Caja.

Destaca el bajo porcentaje de cobertura de la balanza comercial, muy inferior al índice general. Se acerca esta cifra a la obtenida en el estudio realizado por J. J. Durán Herrera y M. P. Sánchez Muñoz, publicado en la obra tantas veces citada en estas páginas (21) y al que remitimos al lector por el rigor y profundidad con que se aborda el tema. La partida de asistencia técnica muestra un patrón sensiblemente similar al del conjunto nacional, dejando entrever una acusada dependencia tecnológica del exterior. Las rentas de inversión, si bien superan con creces el total nacional, recogen un volumen absoluto de pagos muy superior al de ingresos. Finalmente, cabe destacar el importe alcanzado por los movimientos de capital, signo inequívoco de la capacidad de ese colectivo para insertarse en los mercados internacionales de capital, como lo demuestra el hecho de que acaparen la mitad de las entradas por este concepto y un 80 por 100 de las salidas.

El alcance de las conclusiones que a partir de estas cifras cabe deducir está, como se ha dicho anteriormente, sujeto a un estrecho margen de fiabilidad, dado el sesgo introducido por la elección de la muestra. No pueden, en consecuencia, extenderse sus resultados al colectivo de las empresas inversoras en el exterior. Entre otras razones, porque la muestra incluye a firmas como CEPSA, Butano, Hispanoil, ENAGAS, que realizan ingentes pagos por el suministro de productos ener-

géticos. Descontado este sector de la muestra, la cobertura comercial se eleva por encima del 90 por 100, dato significativo a la hora de juzgar el impacto que ejercen. Por otra parte, los cuantiosos recursos que diversas empresas públicas han dedicado a la puesta en explotación de complejos minerindustriales para el abastecimiento de materias primas sesga los resultados, cuestionando la validez de la muestra elegida.

IV. PERSPECTIVAS

El repaso a la inversión en el exterior durante la pasada década ha puesto de manifiesto su notable expansión. Sería aventurado, sin embargo, emitir un pronóstico sobre su evolución futura. Recordemos que las facilidades ofrecidas por el nuevo régimen liberalizador implantado a finales de 1979 han sido tan solo parcialmente aprovechadas, estando esa fecha demasiado cercana en el tiempo para adelantar hipótesis sobre el efecto que esta medida pueda inducir. Tanto más si se considera que las decisiones inversoras suelen tardar en cristalizar en proyectos concretos.

La nueva legislación conforma un marco que permite reflejar con la máxima transparencia la demanda real de inversión en el exterior y ejerce sin duda un incentivo sobre las expectativas, pero no es un factor que dé pie a especular sobre su evolución futura. Esta vendrá determinada por la creciente internacionalización de nuestra economía, y las necesidades que genere en orden a expandir la actividad productiva en el exterior.

Se señalaba en la primera parte que resulta difícil establecer la relación causal de la inversión con los múltiples factores que sobre la misma influyen, tanto de orden económico como social y político. En el caso que nos ocupa resulta si cabe más difícil su análisis por depender de la situación interna de los países receptores, la coyuntura de los diversos sectores en España y las relaciones económicas, en sentido amplio, de nuestro país con el resto del mundo. Factores tales como el proceso de integración de España en la Comunidad Económica Europea están llamados a desempeñar un papel decisivo en el fenómeno que estudiamos, alterando las condiciones en que descansa la toma de decisiones desde un prisma económico y jurídico, al tener que acomodarse nuestra legislación a la normativa comunitaria en materia de movimientos de capital. La inversión de cartera se verá, sin duda, notablemente estimulada, siendo previsible que cobre un papel relevante en el futuro, a medida que se beneficie de ulteriores liberalizaciones, sin perjuicio del destacado papel que con seguridad ha de jugar la inversión directa en sus múltiples modalidades, dentro de la dinámica de inserción de nuestra economía en los mercados internacionales de bienes, servicios y capitales.

NOTAS

(1) *Manual de Balanza de Pagos*, 4.^a edición, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1977.

(2) *Ibidem*, págs. 197-205.

(3) *Ibidem*, pág. 133.

(4) *Ibidem*, pág. 133.

(5) Ver *Información Comercial Española*, revista mensual, mayo 1961: «Balanza de Pagos de España 1959 (balanza revisada) y 1960 (provisional)».

(6) Denominada «Compra y venta de fincas» hasta la *Balanza de Pagos de España 1963*, Ministerio de Comercio, S.G.T.

(7) Introducida en la *Balanza de Pagos de España 1975*, Ministerio de Comercio, S.G.T., julio 1976.

(8) Para un tratamiento detallado del tema, véase «Quince años de inversiones españolas en el extranjero», por J. L. MORENO MORE, en *Información Comercial Española*, marzo 1975.

(9) *Política comercial exterior en España 1931-1975*, Banco Exterior de España, Servicio de Estudios Económicos, Madrid, 1979, pág. 1164.

(10) Ver *Balanza de Pagos de España 1963*.

(11) Ver *Balanza de pagos de España 1973*, Anejo II.2, cifras en pesetas.

(12) Circular n.º 248 del Instituto de Moneda Extranjera de 7 de agosto de 1968, Anexo a).

(13) Véase entre otros: «Comentarios al régimen legal de las inversiones españolas en el extranjero», de E. SEBASTIAN DE ERICE, *Información Comercial Española*, marzo 1975. «Nueva regulación de las inversiones españolas en el exterior», de D. ALVAREZ PASTOR y F. EGUIDAZU PALACIOS, *Boletín Semanal de Información Comercial Española*, núms. 1.646 y 1.647, 1978. *Las inversiones españolas en el exterior*, Instituto de Empresa, Madrid, 1981. *La internacionalización de la empresa española. Inversiones españolas en el exterior*, de J. J. DURÁN HERRERA y M. P. SÁNCHEZ MUÑOZ, Ministerio de Economía y Comercio, 1981.

(14) Ver artículo 9.º del Real Decreto 2.236/1979: «Quedan excluidas del Régimen de liberalización... las inversiones directas en sociedades extranjeras que tengan por objeto la adquisición y tenencia de títulos valores o la adquisición, tenencia o explotación de bienes inmuebles.»

(15) Véase una amplia exposición en J. J. DURÁN HERRERA y M. P. SÁNCHEZ MUÑOZ, *La internacionalización... Inversiones españolas en el exterior*, op. cit., págs. 158-160.

(16) J. J. DURÁN HERRERA y M. P. SÁNCHEZ MUÑOZ, *La internacionalización...*, op. cit., págs. 204-206 y 265-266.

(17) FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *Manual de Balanza de Pagos*, op. cit., páginas 144-146.

(18) *Ibidem*, pág. 133.

(19) *Ibidem*, pág. 148.

(20) Real Decreto 2.236/1979, de 14 de septiembre, y Orden de 15 de octubre de 1979 del Ministerio de Comercio y Turismo.

(21) Op. cit., pág. 254.