

Resumen

En el periodo expansivo de apenas una década, comprendido entre 1998 y 2007, las empresas españolas acometieron un formidable proceso de internacionalización de sus actividades a través de la inversión exterior, logrando que España dejara de ser un país fundamentalmente receptor de inversiones exteriores y se convirtiera también en un emisor sobresaliente, equilibrando prácticamente los volúmenes de inversión exterior directa (IED) recibida y emitida. La crisis ralentizó este proceso, pero en absoluto lo detuvo, lo que es indicativo de su fortaleza y profundidad. Esta es la principal conclusión del presente artículo, donde se persigue evaluar el impacto de la prolongada etapa recesiva, apenas cerrada, sobre el ascenso de la inversión exterior española, su distribución por sectores y países, las rentabilidades obtenidas y la evolución del número de empresas, dedicando especial atención a las manufactureras, cuya implantación en el exterior alcanza menor relieve.

Palabras clave: inversión exterior directa, crisis económica, distribución sectorial y espacial, empresas inversoras, filiales.

Abstract

During the expansive period of just a decade, from 1998 to 2007, Spanish companies implemented a remarkable process of internationalization of its activities through foreign direct investment. It allowed Spain to move from being a net importer of investment to being a significant foreign investor. This process slowed but did not stop with the economic crisis, making clear its strength and depth. This is the main conclusion of our study, in which we review the impact of the long recessionary phase, just closed, on the Spanish foreign investment, its spatial and sectorial distribution and also the returns on investment. In addition, we analyze the changes in the number of investment companies and foreign affiliates, with particular emphasis on manufacturing sector.

Key words: foreign direct investment, economic crisis, spatial and sectorial distribution, investment companies, foreign affiliates.

JEL classification: F21, F23, O10.

LA INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR: ¿SE REINICIA LA GRAN OLA EXPANSIVA?

M.^a Elisa ÁLVAREZ LÓPEZ (*)

Universidad de Valladolid

Rafael MYRO

Universidad Complutense de Madrid

Josefa VEGA CRESPO

Universidad de Valladolid

I. INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas dos décadas las empresas españolas han acometido un importante proceso de internacionalización de sus actividades tanto a través de la exportación, un camino que comenzaron a explorar con especial intensidad a raíz de la incorporación de España a la Unión Europea, como mediante la inversión exterior, una senda elegida más tarde, pero transitada a un ritmo muy vivo desde el final de la década de 1990 hasta el comienzo de la crisis, momento en el que el ascenso de los fondos dirigidos a otros países se moderó. De esta manera, en un periodo relativamente corto, de apenas una veintena de años, España pasó de ser un país receptor neto de inversiones extranjeras directas a casi equilibrar los volúmenes de las inversiones recibidas y emitidas, escalando rápidamente posiciones en el *ranking* de inversores internacionales.

Fruto de la evolución reseñada, España cuenta hoy con unas 2.700 empresas inversoras en el exterior, que controlan alrededor de 8.700 filiales, en su mayoría de primer nivel; es decir, participadas directamente (en torno al 60 por 100), con elevada dimensión media (157 empleados), localizadas principalmente en países

desarrollados y cuyas actividades deparan altas rentabilidades.

La preocupación que guía estas páginas es la de evaluar el impacto que la recesión económica, ya claramente dejada atrás, y la crisis financiera que se encuentra en su origen, de efectos aún visibles, han tenido sobre la trayectoria seguida por la inversión de España en el exterior (IED), así como sobre sus características y rasgos fundamentales. De este examen, se pretende extraer claves que permitan predecir la evolución de los flujos inversores dirigidos al exterior en los próximos años, así como orientaciones para la política de promoción exterior, que ha representado un papel no despreciable en lo conseguido hasta ahora.

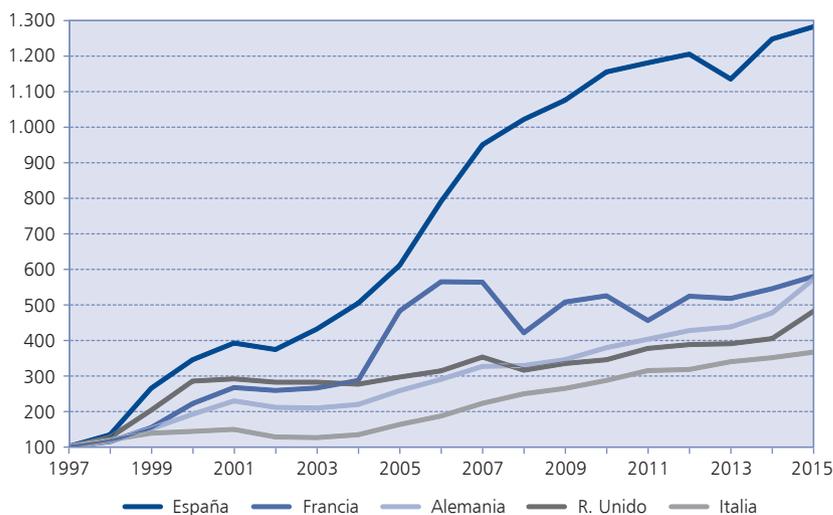
Con tal propósito, en las páginas que siguen, se comienza ofreciendo un breve panorama general de la inversión de España en el exterior, que busca sobre todo situar al lector en este importante ámbito. A continuación, se analizan de forma detenida los cambios acontecidos desde el inicio de la crisis, en 2007, en los volúmenes de inversión, su distribución por sectores y países y las rentabilidades obtenidas. Finalmente, se estudia la evolución del número de empresas,

prestando una especial atención a las manufactureras, más retrasadas que las de energía o servicios en el proceso de internacionalización. El artículo se cierra con un breve apartado de conclusiones.

II. LA INTENSA EXPANSIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR EN EL PERIODO 1998-2007

En los comienzos de la década de los noventa, la IED de las empresas españolas —aquella dirigida a la constitución de filiales productivas en el exterior, o a la toma de participaciones accionariales superiores al 10 por 100 en compañías ya establecidas en otros países— era de escasa cuantía. Sin embargo, comenzó a crecer a un ritmo rápido, siguiendo una trayectoria ascendente definida por un conjunto de empresas de gran dimensión encuadradas en las actividades de servicios, cuya pendiente se hizo muy pronunciada ya desde 1998 y hasta el inicio de la crisis financiera, cuando el ritmo de avance se aminoró de forma sensible. El gráfico 1 muestra este avance destacado en términos comparados con los datos de *stock* de IED proporcionados por Eurostat, cuya base es la información procedente de la balanza de pagos (BP). España pasó de tener una inversión acumulada en el exterior equivalente al 3 por 100 de su producto interior bruto (PIB), en 1990, a casi el 40 por 100 en 2007, un porcentaje por encima de los que anotan Alemania, Italia y Francia, y únicamente por debajo de Reino Unido. En este último año, la cuota de la inversión directa mundial que correspondía a España era de un 3,2 por 100 del total, un valor solo ligeramente inferior al alcanzado

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL STOCK DE IED EMITIDA POR LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA, 1997-2015 (1997=100)



Fuente: Eurostat.

por el *stock* de inversión recibida del exterior (3,4 por 100). Ese alto porcentaje logrado, que prácticamente duplica al que posee España en el PIB mundial, es suficientemente expresivo del enorme esfuerzo de internacionalización realizado por las empresas españolas, entre las que también se cuentan las filiales del capital extranjero instaladas en el territorio nacional, que han contribuido de forma notable al esfuerzo señalado.

Esta intensa trayectoria expansiva ha recibido ya la atención de numerosos analistas. Su evolución y principales rasgos, distinguiendo según tipos de inversión, empresas, sectores y países de destino, han sido el centro de interés de muchos de los estudios efectuados (Maté, 1996; Guillén, 2005; Gordo et al., 2008; Fernández-Otheo, 2011; Fernández-Otheo y Myro, 2014; Casilda, 2015). De ellos se desprende que las filiales exteriores de las empresas españolas

se concentran fundamentalmente en los sectores de servicios, entre los que despuntan banca y seguros, telecomunicaciones y comercio, pero adquieren también relevancia dentro del sector manufacturero. En este último, la inversión que predomina es de tipo horizontal, esto es, replica las actividades de la casa matriz en España, guiándose por el objetivo de acceso al mercado de destino, si bien paulatinamente ha aumentado el número de inversiones con características más complejas; de una parte, con sensibilidad al potencial que brindan los mercados circundantes al de localización, con vistas a la exportación hacia ellos, y de otra, con interrelaciones positivas entre las inversiones realizadas, que apuntan a la fragmentación del proceso productivo en espacios cercanos.

Un buen número de trabajos empíricos han tratado también de identificar los determinantes de ese proceso inversor en el exte-

rior, haciendo uso de distintos modelos y métodos econométricos (Campa y Guillén, 1996; Ramírez *et al.*, 2004 y 2006; Gordo y Tello, 2008; Martínez-Martín, 2011; Guillén y García-Canal, 2011; Martí *et al.*, 2013; Fariñas y Martín Marcos, 2012; Merino de Lucas, 2012; Mainer, 2014; Solana, 2016). El principal resultado obtenido es que las empresas con mayor dimensión, rentabilidad y productividad, a la par que con una experiencia exportadora más dilatada, son las que han protagonizado este acceso a los mercados exteriores realizado mediante la constitución de filiales productivas, probablemente porque pueden absorber con mayor facilidad los costes que implica la implantación exterior y conseguir ventajas adicionales de rentabilidad, en concordancia con la hipótesis formulada por Helpman, Melitz y Yeaple (2004) y Helpman (2011), cuya virtud esencial es la de ofrecer una explicación al hecho de que la inversión en el exterior se haya convertido en una opción frecuente para un elevado número de empresas de todos los países (1).

Como consecuencia de lo expuesto, esta forma avanzada de internacionalización se concentra en las firmas de superior tamaño, en una medida incluso mayor que la exportación. Por lo demás, aquellas empresas españolas situadas en la cima de este selecto grupo, con activos tecnológicos propios, imagen de marca y una práctica de exportación más extensa, se han encauzado preferentemente a aquellos mercados menos desarrollados, con superior dimensión y perspectivas de crecimiento, en los que podían rentabilizar de forma clara sus ventajas competitivas. A un tiempo, han diversificado en mayor medida sus inversiones

por países y han alcanzado los mercados más lejanos y desconocidos. Las empresas de inferior dimensión y productividad, por el contrario, se han dirigido a un menor número de mercados, más próximos geográficamente y culturalmente, y más ricos, acometiendo notorios esfuerzos de publicidad que les asegurasen la conquista de firmes posiciones competitivas, para tratar de explotárselas posteriormente en otros países menos desarrollados mediante nuevas inversiones. En todo caso, unos y otros tipos de empresas han cosechado elevadas rentabilidades que parecen avalar el acierto y eficiencia de las estrategias de inversión que han desplegado (Fernández-Otheo y Myro, 2014).

Los efectos sobre la economía española de la inversión en el exterior de sus empresas apenas han sido objeto de estudio hasta ahora. Se han detectado consecuencias positivas de ella sobre el empleo interior (Bajo y Díaz Mora, 2014) y sobre la competitividad de las empresas inversoras, que muestran mejoras en su productividad (Merino de Lucas, 2012), así como en la cualificación de sus trabajadores (Esteve y Rodríguez, 2014a) y en sus exportaciones (Esteve y Rodríguez, 2014b).

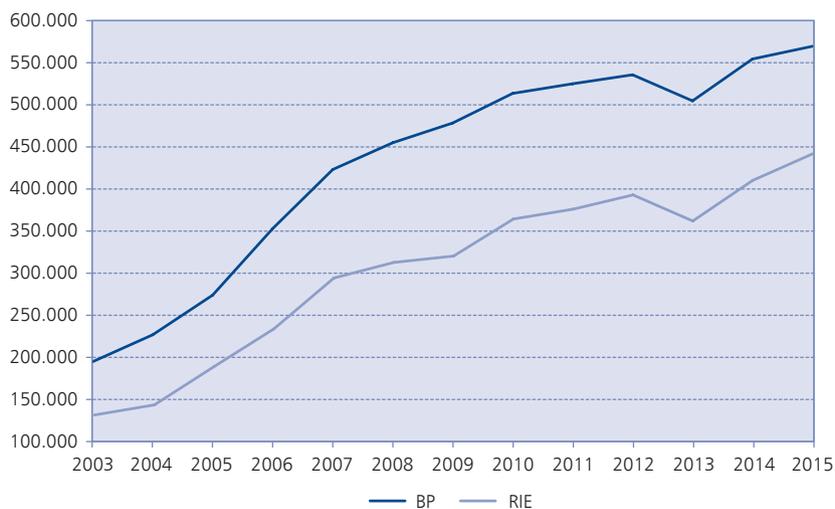
III. EFECTOS DE LA CRISIS SOBRE EL VOLUMEN DE INVERSIÓN EXTERIOR

Si bien ya se ha hecho una alusión al periodo de crisis, señalando que ralentizó el ascenso de la inversión exterior española, aunque sin frenarlo, en este punto se examina de manera más precisa lo ocurrido durante esos años críticos, amén de en los dos transcurridos ya de recuperación.

Con este fin, el gráfico 2 refleja la evolución del *stock* de inversión de España en el exterior, siguiendo las dos fuentes básicas que suministran esta información, las cuales se complementan bastante bien. De una parte, la BP, que incluye la posición de inversión exterior directa (PIED), atendiendo a la nomenclatura establecida por el Fondo Monetario Internacional (2). De otra parte, el *stock* de IED del Registro de Inversiones Exteriores (RIE), organismo dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad, que elabora sus cuentas respondiendo al mismo marco conceptual. En efecto, ambas versiones del *stock* de IED se obtienen mediante la suma del valor de los fondos propios de todas las filiales o empresas participadas en el exterior por las compañías españolas, a la que se añade la financiación que estas les facilitan desde sus casas matrices en España (financiación relacionada).

Las abultadas diferencias observables entre estas dos estimaciones son más aparentes que reales. Descansan, sobre todo, en que la versión del RIE, utilizada de forma creciente para la confección de la BP, no incluye los títulos en poder de las entidades tenedoras de valores extranjeros (ETVE), que son empresas que intermedian la IED recibida desde el exterior, volcándola de nuevo hacia fuera del territorio nacional, sin apenas movimiento real de fondos y sin incidencia alguna en la actividad económica nacional. Pero, a cambio de esta ventaja, esta fuente adolece de limitaciones, como son una cobertura de participaciones y activos ligeramente menor (máxime la referida a las entidades financieras monetarias, excluido el Banco de España, y a los títulos de propiedad depositados fuera

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR
(MILLONES DE EUROS)



Nota: Los datos del RIE para 2015 son una previsión.

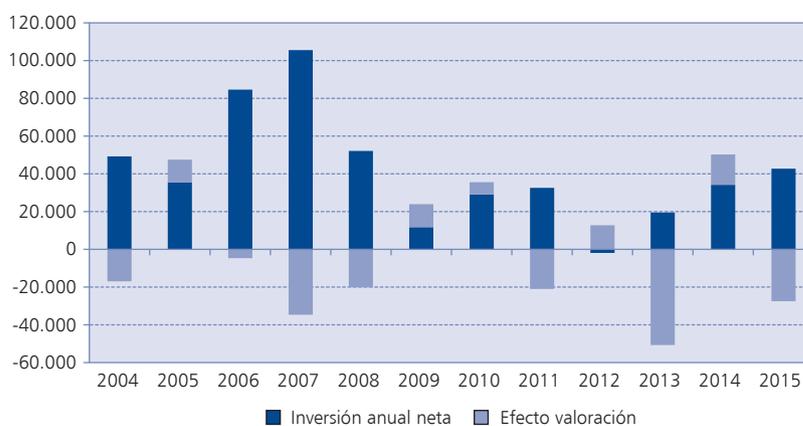
Fuentes: Banco de España, Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional y Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

de España), y la infravaloración del importe de la financiación relacionada (Fernández-Otheo y Myro, 2014). Con todo, puede comprobarse que las evoluciones del *stock* de IED resultantes de ambas estimaciones son parejas, fruto del lento crecimiento registrado por las inversiones de las ETVE a lo largo del periodo aquí contemplado, en particular durante los años de crisis. En cualquier caso, conforme a la información de BP, al cierre del 2015, la cifra total de inversión acumulada por las empresas españolas en el exterior ascendía a 570.000 millones de euros (52 por 100 del PIB), un valor solo ligeramente inferior al del capital detentado por las multinacionales extranjeras ubicadas en España.

En el gráfico 2 se recoge la trayectoria ascendente de la PIED desde 2003, al objeto de tener una referencia de la etapa previa a la crisis. La llegada de esta atenuó el marcado crecimiento de los años anteriores, pero no lo detuvo. Por el contrario, la inversión en el exterior continuó aumentando a un ritmo apreciable. *A priori*, solo dejó de hacerlo en 2013. Pero se trata tan solo de una aparien-

cia, porque la evolución del *stock* de IED no refleja fielmente la de la inversión dirigida al exterior. La razón de ello reside en que está influida por los cambios en la valoración de los activos exteriores derivados de la obsolescencia de algunos de ellos, y sobre todo de las alteraciones en el precio de las acciones o de otros títulos a través de los que se produce la participación de la empresa española en su filial, así como de la conversión en euros de activos denominados en otras monedas (Baliña y Berges, 2014). Tales modificaciones, que pueden incidir en las decisiones de inversión de las empresas, otorgan una volatilidad poco deseable a la PIED, impidiendo el conocimiento preciso del recorrido de la inversión exterior, de las decisiones reales de inversión de las empresas, en particular en el corto plazo. Una manera de aislar este efecto de valoración es contrastando la variación del *stock* anual de PIED (que incluye cambios en la valoración), con la inversión anual neta, que se encuentra exenta de este tipo de ajustes. Este es el cálculo que se presenta en el gráfico 3. Su examen deja claro que el efecto de

GRÁFICO 3
INVERSIÓN DIRECTA NETA EN EL EXTERIOR Y EFECTO VALORACIÓN
(MILLONES DE EUROS)



Fuente: Banco de España.

valoración es importante, a la par que constituye la única causa de la reducción del *stock* en 2013. Solo en este año, el efecto valoración supera la inversión neta positiva.

Este mismo gráfico también evidencia que la inversión anual neta únicamente se detuvo y presentó un reducido valor negativo en 2012, un hecho que queda disfrazado en la evolución del *stock* en ese ejercicio merced a un efecto valoración positivo. Como se recordará, ese fue un año especialmente duro dentro de la crisis española, en el que se vivió una sensible elevación de la prima de riesgo, una considerable retirada de los fondos situados en España por inversores internacionales y, finalmente, un rescate bancario.

Conviene ahora valorar la magnitud de la moderación en el crecimiento de la inversión provocada por la crisis. La comparación con el periodo inmediatamente anterior, los años comprendidos entre 2003 y 2007 (recogidos con este fin también en el gráfico), conduce a responder afirmativamente a esta cuestión. Así, en el curso de la crisis, el ritmo anual de incremento de la inversión exterior solo fue un tercio del registrado en los cuatro años previos a su desencadenamiento. Pero, como ya se ha apuntado, estos años se caracterizaron por una expansión especialmente intensa. Si se confronta con la etapa 1998-2003, la crisis supuso una ralentización sustancialmente menor, aunque tampoco este cotejo resulta idóneo, pues no debe olvidarse que los años mencionados estuvieron marcados por la explosión de la burbuja de las empresas *puntocom*. Comparando, alternativamente, con los años expansivos inmediatamente anteriores a esta, 1999 y 2000, la inversión en el exterior aumentó

de nuevo solo un tercio en la crisis, por lo que puede afirmarse que, en efecto, esta ocasionó una aguda moderación en el avance de la PIED. Durante 2014, y sobre todo en 2015, las inversiones directas en otros países han crecido ya a una tasa elevada, aunque sin recobrar aún las cifras de los años más expansivos, que quizá anotan niveles máximos, difíciles de replicar, producto de una época de un crecimiento poco controlado.

A estas mismas conclusiones se llega analizando la dinámica de la inversión anual neta que se extrae de la otra fuente de información relevante en el campo considerado, el RIE. Esta fuente permite conocer además la evolución de la inversión bruta y, con ello, acercarse al importante estudio de las desinversiones (la diferencia entre inversión bruta y neta), derivadas del cierre de establecimientos en el exterior o de la venta de participaciones accionariales o de otro tipo.

Con base en esta información adicional, se ratifica que

la inversión neta en el exterior únicamente se paralizó en 2012 (gráfico 4). Sin embargo, aquí se descubre que no obedeció a una reducción de la inversión bruta, sino al aumento de las desinversiones. En realidad, a lo largo de los años de crisis, la inversión bruta no se desvió mucho de las cifras anuales correspondientes a 2004 y 2005, entre 30.000 y 40.000 millones, con la excepción del ya señalado año de 2012. Lo que ocurrió es que las desinversiones ascendieron de forma muy notoria (3). De igual manera, la recuperación de la inversión en el exterior durante 2015 no se ha producido tanto por el aumento de la inversión bruta como por la disminución de las desinversiones.

Así pues, puede decirse que las desinversiones son la expresión más genuina de la crisis. Ponen de manifiesto la dificultad que encontraron las multinacionales españolas a la hora de refinarciar los créditos en los que habían apoyado su expansión internacional. Con la gradual superación de

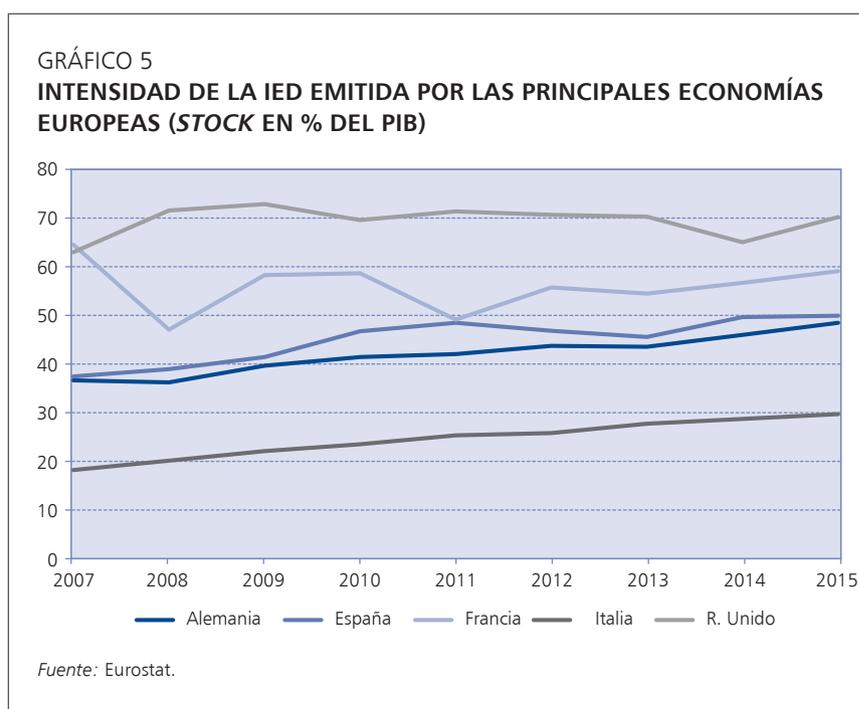
GRÁFICO 4
FLUJOS DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR (MILLONES DE EUROS)



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, DataInves.

tales problemas en los dos últimos años, las condiciones para la reanudación de la senda alcista en la IED se han restablecido, si bien el escenario en el que se desenvuelve la economía mundial no propicia una expansión muy viva (4). En particular, la situación por la que atraviesan algunos países emergentes, especialmente de Latinoamérica, lastrados por la caída del precio de los productos básicos. España se encuentra más expuesta que el resto de las grandes economías europeas a la ralentización del crecimiento de las economías emergentes latinoamericanas, pues el porcentaje del *stock* total de inversión en países con tasas de crecimiento de su PIB negativas era en 2015 claramente superior en España que en el promedio de los países más desarrollados de la zona del euro (Caixabank, 2016). Brasil y, sobre todo, México son dos destinos prioritarios de la IED española cuyo dinamismo ha sido en los dos últimos ejercicios inferior al alcanzado en años precedentes (5).

Para completar el análisis llevado a cabo en este epígrafe, resulta oportuno examinar la evolución de la ratio de intensidad inversora (PIED con relación al PIB), y compararla con la seguida en las economías europeas de mayor dimensión (gráfico 5). Ante todo, merece resaltarse que hoy, como al principio de la crisis, España mantiene una intensidad inversora solo inferior a la de Reino Unido y Francia. En este último país, esa ratio se ha reducido durante los años de recesión, al revés de lo que ha ocurrido en España, Alemania e Italia, donde muestra una trayectoria paralela. No obstante, es obvio que, a diferencia de Alemania, en el caso de Italia y España, una parte del ascenso de la ratio observada guarda relación con una disminución más pronunciada del PIB



durante los años de crisis. Por otra parte, ha de tenerse presente que las evoluciones de la PIED están afectadas por un efecto valoración cuyo alcance diferencial por países se desconoce.

A tenor de lo expuesto a lo largo de esta sección, cabe concluir que la evolución experimentada por la inversión de las empresas españolas en el exterior durante la crisis debe ser valorada muy positivamente, en la medida en que mantuvo una pauta ascendente, y a un ritmo nada despreciable, compensándose sobradamente las apreciables desinversiones que se vieron obligadas a realizar muchas compañías con las nuevas inversiones de otras, o de ellas mismas en otros territorios. Las desinversiones conllevaron una sensible moderación en el crecimiento del *stock* de IED con respecto a los años anteriores a la crisis. El año 2014 y, fundamentalmente, 2015 son testigos de una nueva aceleración de la inversión en el exterior, apoyada

por el descenso de las desinversiones. Atrás quedan, no obstante, quizá como algo excepcional y difícilmente repetible, las grandes cifras de inversión de los años del cambio de siglo y del expansivo periodo comprendido entre 2003 y 2007.

IV. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN LA DISTRIBUCIÓN SECTORIAL Y POR PAÍSES DE LA INVERSIÓN EN EL EXTERIOR

La distribución de la inversión exterior por sectores y destinos geográficos solo puede seguirse a través de la información del RIE. Aunque los datos de *stock* suministrados por este organismo se encuentran también sujetos a cambios de valoración, el efecto de estos se puede aislar, repitiendo el procedimiento con el que se ha construido el gráfico 3; es decir, comparando las alteraciones del *stock* con las inver-

siones realizadas, no sujetas a cambios de valoración.

En las dos primeras columnas del gráfico 6, se presenta la distribución sectorial del *stock* de inversión en el exterior en el año 2007 y en 2014, el último para el que el RIE ofrece datos. Por su parte, la tercera columna refleja la distribución sectorial de las inversiones acumuladas durante el periodo 2008-2015, con el fin de captar la dinámica real de estas, al margen de cambios en la valoración de los activos. En 2007, la inversión española en el exterior se concentraba en los sectores de servicios y, en menor medida, en manufacturas, mientras las actividades extractivas y el complejo agrario y pesquero anotaban un peso muy reducido (gráfico 6). El cambio en esta estructura sectorial durante la crisis ha sido apenas significativo, de manera que solo la energía, sector en el que se materializaron buena

parte de los grandes proyectos dirigidos a las economías emergentes latinoamericanas, mostró una actividad inversora más activa que la media en la mayoría de los ejercicios, ganando dos puntos de peso porcentual en el total del *stock*. Sorprende el mantenimiento del peso relativo de la inversión en manufacturas, muy afectadas por la crisis, pero ello no es el producto de un mayor dinamismo de la inversión durante los años de crisis, como bien indica la columna 3 del gráfico, sino de la desvalorización relativa de los activos de las filiales encuadradas en el sector servicios.

Un análisis sectorial más detallado revela también que, al finalizar la crisis, España concentra el grueso de su *stock* de inversión directa fuera del país en servicios financieros, telecomunicaciones y energía, actividades dominadas por grandes empresas multinacionales, altamente productivas,

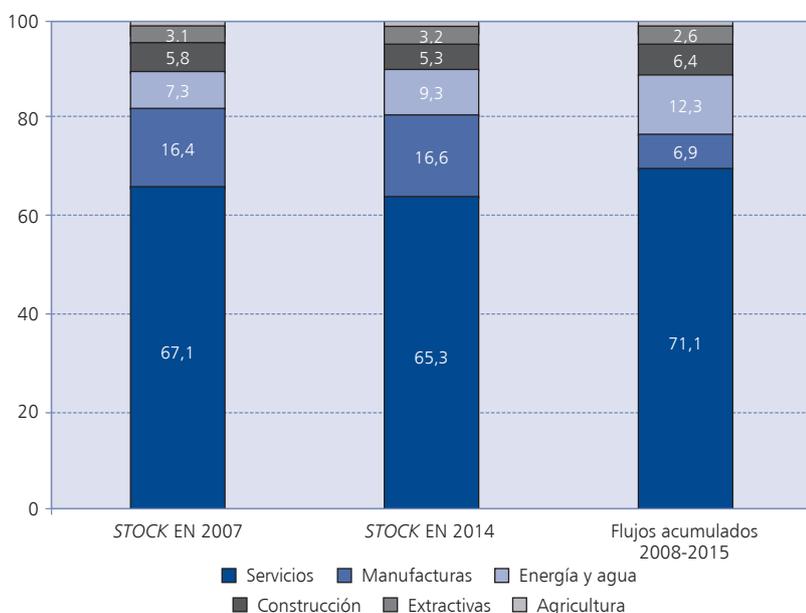
que controlan la mayor parte de los activos en el exterior de cada uno de los respectivos sectores y ocupan posiciones hegemónicas en el *ranking* de multinacionales a escala mundial. Banco Santander, BBVA, Iberdrola, Telefónica y Repsol son, de hecho, las únicas compañías españolas que aparecen entre las 50 primeras del *ranking* de empresas multinacionales por volumen de inversión en el exterior publicado por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés) (2013 y 2014).

De las tres actividades mencionadas, energía y servicios financieros han sido las más dinámicas en este periodo, conquistando terreno a telecomunicaciones, mucho más afectada por las grandes desinversiones del año 2013 (6). Igualmente, han crecido por encima del promedio seguros y comercio, absorbiendo parte de la cuota cedida por las telecomunicaciones, además de la que también pierden los servicios inmobiliarios (aunque, en este caso, solo por razones de valoración de los activos) y el sector del transporte, cuyos balances se han visto gravemente perjudicados por la crisis.

En el ámbito de las manufacturas, continúan destacando las industrias de productos minerales no metálicos, que, a pesar de haber saldado la crisis con cifras de inversión negativas, rondan el 5 por 100 del *stock* total; alimentos, que también ocupa ahora posiciones algo más atrasadas que en 2007, y, finalmente, metalurgia y productos químicos, cuya actividad exterior ha sido en estos años más expansiva que el promedio.

Desde una perspectiva espacial, la inversión española

GRÁFICO 6
STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR POR SECTORES (%)



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

se localiza sobre todo en países desarrollados, destacando las áreas de Europa y Estados Unidos. Entre los países emergentes, destaca la importancia de Latinoamérica, con alrededor de un 25 por 100 del total del *stock* acumulado en 2014. Durante los años anteriores a la crisis, la importancia de Latinoamérica fue descendiendo, conforme las empresas inversoras se dirigían preferentemente hacia países desarrollados. Aparentemente, los años de crisis habrían dado la vuelta a esta situación, con un nuevo aumento de la importancia de Latinoamérica; sin embargo, ello es únicamente el efecto de la desvalorización de algunos activos en países desarrollados.

Por consiguiente, cuando se dejan de lado los cambios en la valoración, que otorgan volatilidad al *stock* de IED, todo parece indicar que no ha habido alteraciones relevantes en la distribución de la inversión española en el exterior entre áreas desarrolladas y emergentes.

No obstante, sí se han registrado movimientos de cierta relevancia dentro de estos dos grandes grupos. De forma clara, la UE-28 ha perdido peso frente a Norteamérica, sobre todo en detrimento de la UE-15 (en gran medida por la desvalorización de activos), y a favor de Estados Unidos, lo que parece reafirmar la apuesta de las empresas españolas por los mercados más exigentes. Por otra parte, también se observan modificaciones importantes en la posición de los diferentes países dentro de cada área. Así, el retroceso de la participación de la Unión Europea ya mencionada se ha concentrado en algunos de sus socios: Francia, Italia (que, desde 2013, ha recuperado posiciones), Portugal y, sobre todo, Holanda, aunque,

en este último caso, gran parte del retroceso se debe a modificaciones en el valor de los activos. En sentido contrario, han ganado atractivo para las firmas españolas Irlanda y Reino Unido. Con todo, el resultado del reciente referéndum sobre el *brexit* podría provocar en el corto y medio plazo una contracción de los flujos de inversión directa española dirigidos a ese último país, fruto del aumento de la incertidumbre regulatoria. En todo caso, el valor de los activos españoles en Gran Bretaña se ha visto ya afectado por la depreciación de la libra.

En el resto de Europa, Suiza parece haber cobrado peso, al revés que Hungría, pero su ascenso obedece al efecto valoración. Por otra parte, se han producido cambios en el seno de Latinoamérica, donde han mejorado su posición Brasil y, en

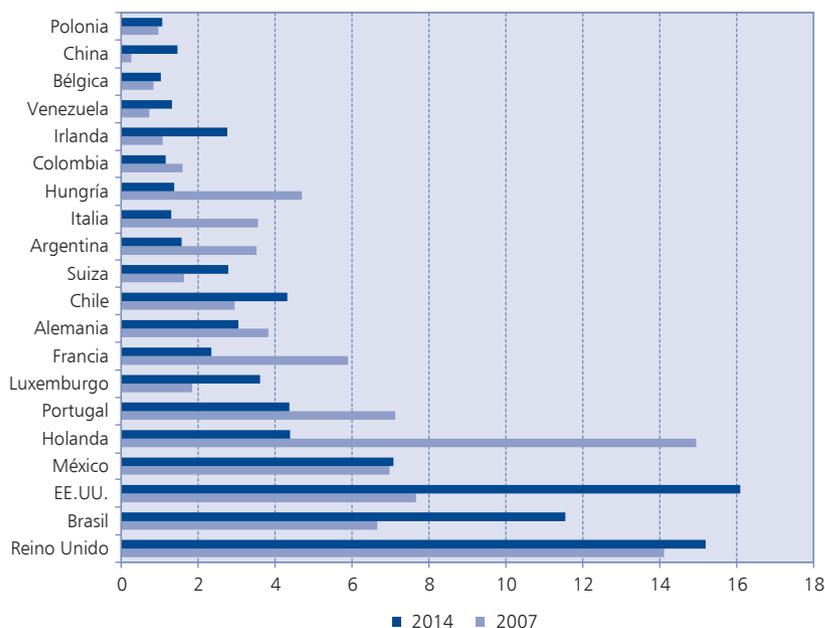
menor medida, México y Chile, en tanto que Argentina la ha empeorado. El resultado de todas estas variaciones es una mayor diversificación por destinos de la inversión de España en el exterior. Los veinte primeros países en la PIED de España en el exterior representaban casi el 91 por 100 de esta en 2007, mientras que en 2014 apenas superaban el 87 por 100 (gráfico 7)

V. RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN EXTERIOR

El inicio de la crisis supuso un duro golpe para la rentabilidad de la inversión exterior, precisamente uno de los factores que condicionan de forma más intensa las decisiones de inversión de las empresas en el exterior y, a la vez, un claro indicador de eficiencia.

GRÁFICO 7

LOS VEINTE PRIMEROS PAÍSES EN EL STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR (PORCENTAJES SOBRE EL TOTAL)



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, DataInVex.

Antes de abordar el análisis de esta cuestión, conviene advertir que la rentabilidad se calcula aquí como el ratio entre los resultados del ejercicio, descontados impuestos, y el *stock* de IED en el exterior durante el año previo, siendo pues una aproximación a la tasa de rentabilidad sobre fondos propios, que desde luego se ve también afectada por los cambios en la valoración de estos, un aspecto de cuya importancia ya se ha advertido reiteradamente. Por otra parte, este cálculo, basado en la información que ofrece el RIE, da como resultado tasas sensiblemente mayores que las estimadas por el Banco de España con los flujos de rentas del capital obtenidos por las empresas y en su mayoría repatriados (Fernández Otheo y Myro, 2008)

Los primeros años de la crisis trajeron consigo un significativo deterioro en los resultados empresariales, con especial alcance

en el ámbito de la Unión Europea y Estados Unidos (gráfico 8). Superado ese primer impacto, los niveles de rentabilidad vuelven a cifras similares a las de los años previos, evolución muy meritoria, que mejora claramente los resultados cosechados en la esfera nacional, tanto por el capital residente como por el extranjero (Fernández Otheo y Myro, 2014).

Bien es cierto que el nuevo freno en el crecimiento, esta vez con epicentro en las potencias emergentes, y, desde el punto de vista sectorial, en las actividades extractivas, por la caída de los precios de los productos básicos, volvió a quebrar esa trayectoria ascendente en 2012 y, sobre todo, en 2013. Así, por ejemplo, los rendimientos de las multinacionales españolas descendieron de manera drástica en Brasil, segundo país en el *ranking* de destinos de la IED española, sumido en una

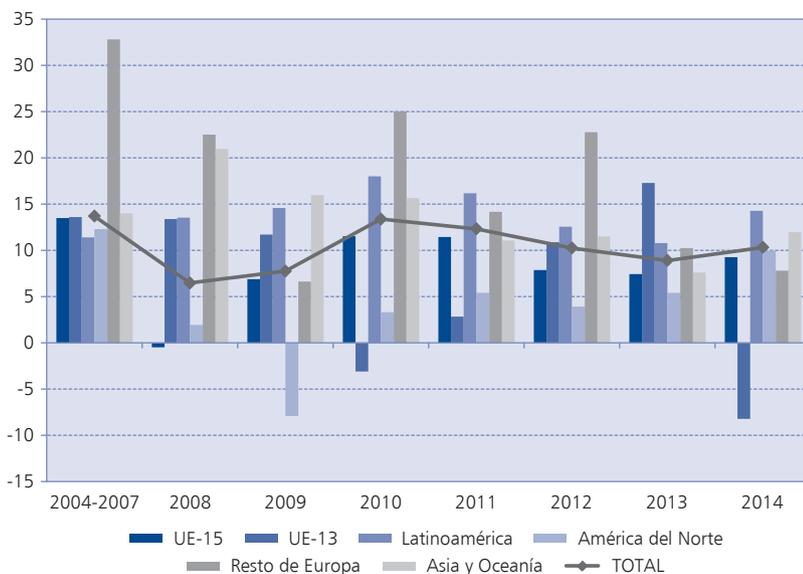
profunda recesión. Igual sucedió en Chile y Argentina. En todos los casos, la rentabilidad del *stock* se redujo aproximadamente a la mitad entre 2011 y 2013 (7). Pese a todo, la mejora en el desempeño de Estados Unidos y los nuevos socios europeos atenuó el descenso, permitiendo que la rentabilidad media se mantuviera en valores aceptables. Además, la recuperación del rendimiento en todos los grandes destinos ha vuelto a elevar la cifra en 2014, compensando sobradamente los malos resultados cosechados durante ese ejercicio en los nuevos socios europeos.

Por destinos, entre 2008 y 2011, Latinoamérica aparece como una de las regiones más rentables para la IED española, junto a Asia y la Europa no comunitaria, con cifras siempre más elevadas que las de la zona del euro y Estados Unidos, las dos áreas que lideran el retroceso durante los primeros años de la crisis.

En cuanto a los cambios en la rentabilidad sectorial, que habrían condicionado el rendimiento agregado, los más destacables son los que afectan a las industrias extractivas, sobre todo desde 2010, y el sector de la construcción, que apenas ha mejorado sus resultados, tras el derrumbe de los primeros años de la crisis (cuadro n.º 1).

En términos agregados, extractivas —a pesar del referido retroceso de los últimos años—, servicios y energía son las actividades con una rentabilidad más alta. Las manufacturas, por su parte, se posicionan en una zona intermedia, y construcción y agricultura ocupan los últimos puestos. Cuando las cifras se contemplan desde un plano más desagregado, seguros, comercio, extractivas, telecomunicaciones y energía son, entre las

GRÁFICO 8
RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR POR DESTINOS (RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS SOBRE EL STOCK DE IED, PORCENTAJES)



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores, *DataInVex*.

CUADRO N.º 1

RENTABILIDAD SECTORIAL DEL STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR (RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS SOBRE EL STOCK, PORCENTAJES)

	2004-2007	2008-2009	2010-2014
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	4,7	1,7	3,2
Extractivas	24,3	20,8	11,6
Electricidad y gas	11,1	16,2	10,3
Agua y residuos	7,3	9,6	3,4
MANUFACTURAS	8,3	4,8	8,3
Alimentos, bebidas y tabaco	12,7	10,7	11,0
Química	10,3	7,5	15,5
Productos farmacéuticos	2,8	19,5	26,2
Caucho y plásticos	6,7	6,3	8,5
Otros productos minerales no metálicos	6,3	-4,5	5,3
Metalurgia	14,6	7,0	3,1
Productos informáticos	12,4	22,3	3,1
Equipo eléctrico	-0,4	10,0	1,4
Maquinaria y equipo	1,2	25,2	21,0
Vehículos de motor	10,6	4,7	11,7
Construcción	22,7	2,0	4,0
SERVICIOS	14,9	6,0	12,5
Almacenamiento	17,3	-1,4	17,6
Telecomunicaciones	12,1	13,5	14,4
Comercio y reparación	15,6	15,1	13,9
Actividades financieras	16,0	4,0	12,6
Transportes	9,3	10,0	17,4
Actividades inmobiliarias	24,0	0,4	4,5
Hostelería	12,4	5,2	3,6

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores.

actividades con mayor peso en la IED total, las que logran mejores resultados para el conjunto del periodo. Los servicios financieros también ofrecen (aunque menores) rentabilidades elevadas (8).

VI. LAS EMPRESAS INVERSORAS

El análisis realizado hasta este punto se complementa ahora con el examen de la evolución del

número de empresas inversoras y sus filiales. Atendiendo a la información del RIE, la nómina de firmas españolas inversoras siguió creciendo de forma apreciable hasta 2014, con solo un sensible descenso en 2013 (cuadro n.º 2). Puede preverse que este ascenso ha continuado en 2015, pero, al presente, se carece de los datos que pueden confirmarlo.

Todavía más notorio ha sido el avance en el número de em-

presas participadas (directa o indirectamente), de nuevo, con la salvedad de 2013. El *stock* de inversión por filial no ha experimentado cambios significativos a lo largo del periodo. Con todo, la mayor parte de la inversión se aglutina en una corta lista de ellas. En 2011, las 125 con un *stock* superior a los 500 millones de euros (1,6 por 100 del total) absorbían más de las dos terceras partes de la inversión; en el extremo inferior (menos de 10 millones) se encuentra el 75 por 100 de los establecimientos (Myro *et al.*, 2014). El empleo por empresa se redujo de manera notable en 2012, indicando que las desinversiones han afectado a empresas de tamaño superior al medio.

Desde una perspectiva sectorial, el aumento del número de empresas participadas es general hasta 2011, prolongándose hasta 2012 en construcción, servicios y manufacturas, si bien este último conjunto de actividades pierde peso relativo en la nómina total de filiales, al igual que venía ocurriendo en los años previos a la crisis. También ha sido general, con la excepción del sector agrario, el descenso registrado en 2013, que acusó en mayor medida energía, agua y residuos, seguida de la construcción. Por lo demás, solo estos dos sectores escaparon a la pauta de reducción del empleo medio por filial que, en términos

CUADRO N.º 2

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPRESAS INVERSORAS Y DE FILIALES EN EL EXTERIOR, 2007-2014*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Empresas inversoras	2.077	2.250	2.351	2.463	2.501	2.603	2.397	2.722
Empresas filiales	6.230	6.957	7.253	7.525	7.913	8.149	7.757	8.708
Stock IDE por empresa (millones de euros)	46,9	44,6	43,9	48,2	47,3	48,0	46,4	47,0
Empleo por empresa	167,0	171,8	169,7	169,6	177,9	155,9	163,0	156,5

Notas: (*) Se excluyen las empresas de tenencia de valores extranjeros. Número de empresas inversoras según el sector de origen.

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores.

generales, continuó en 2014, cuando ya el número de empresas participadas había retomado la senda alcista en todos los sectores.

Junto a la caída en el número de empresas y filiales, en el año 2013 también tuvo lugar una alteración sustancial en la presencia del capital extranjero entre las empresas inversoras, un aspecto de gran relevancia. En efecto, la información que ofrece el RIE muestra que el 43 por 100 de la posición inversora exterior en 2013 corresponde a empresas participadas en más de un 50 por 100 por el capital extranjero (9). Este porcentaje es el más alto registrado en los años de crisis en que, con la excepción de 2008, se había mantenido siempre entre el 32 y el 35 por 100 (gráfico 9). El proceso continuó durante el ejercicio siguiente, de manera que entre 2011 y 2014 los inversores con capital mayoritario extranjero restaron 14 puntos en la cuota a las empresas

propiedad de residentes, prueba de que las grandes multinacionales españolas han internacionalizado cada vez más no solo el comercio y la producción, sino también su accionariado.

Si de las cifras agregadas se pasa al detalle sectorial, la presencia del capital extranjero es notoria, sobre todo, en las manufacturas, donde acapara alrededor de las dos terceras partes del *stock*, destacando caucho y plásticos, productos de minerales no metálicos y productos farmacéuticos (gráfico 9). En cambio, en servicios, su representatividad es muy similar a la media, aun cuando en los financieros se sitúa muy por encima de la misma.

VII. LA INVERSIÓN EXTERIOR DE LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS

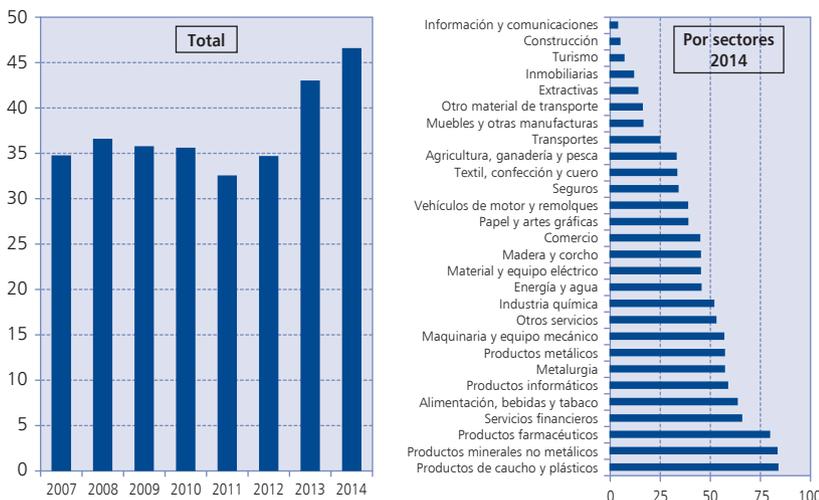
El estudio de los efectos de la crisis sobre la inversión de em-

presas españolas en el exterior se completa en este apartado con el análisis del grupo de las manufactureras –especialmente afectado por el hundimiento de la demanda interna–, en el que la implantación en el exterior es menos importante y está liderada por las multinacionales extranjeras. Se cuenta para ello con la *Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)*, elaborada por la Fundación SEPI desde 1990 y que, como es sabido, proporciona información diferenciada por tramos de tamaño y sectores. En lo que hace referencia a las inversiones en el exterior, esta fuente estadística ofrece información, referida principalmente al número de empresas participadas en el exterior (10), solamente desde 2002.

Antes de adentrarse en el objetivo central de este epígrafe –el impacto de la crisis– resulta necesario conocer mejor el papel de las filiales extranjeras en la inversión exterior manufacturera, pues atendiendo a los datos de *stock* acumulado, las empresas de capital doméstico pertenecientes a este sector clave parecen muy poco proclives a penetrar en mercados foráneos, lo que indicaría la necesidad de una política de promoción más vigorosa en lo que atañe a este sector.

Pues bien, lo que parece ocurrir es que las filiales de multinacionales extranjeras se encuentran entre las inversoras de mayor tamaño, de forma que absorben un alto porcentaje de los flujos totales. Esto no impide la existencia de un número apreciable de empresas manufactureras de capital doméstico con filiales en el exterior, aunque de reducida dimensión y cuantía de la inversión realizada. Así, conforme aumenta

GRÁFICO 9
PORCENTAJE DEL STOCK DE IED DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR CONTROLADO POR EL CAPITAL EXTRANJERO



Nota: Participación del capital extranjero superior al 50%, excluyendo empresas de tenencia de valores extranjeros.
Fuente: Registro de Inversiones Exteriores.

el tamaño, la participación de empresas mayoritarias de capital extranjero se amplía, siendo bastante elevada en las de más de 500 trabajadores (gráfico 10). No obstante, durante los años de crisis, la presencia de estas últimas empresas parece haber tendido a recortarse, aunque las alteraciones en el número total

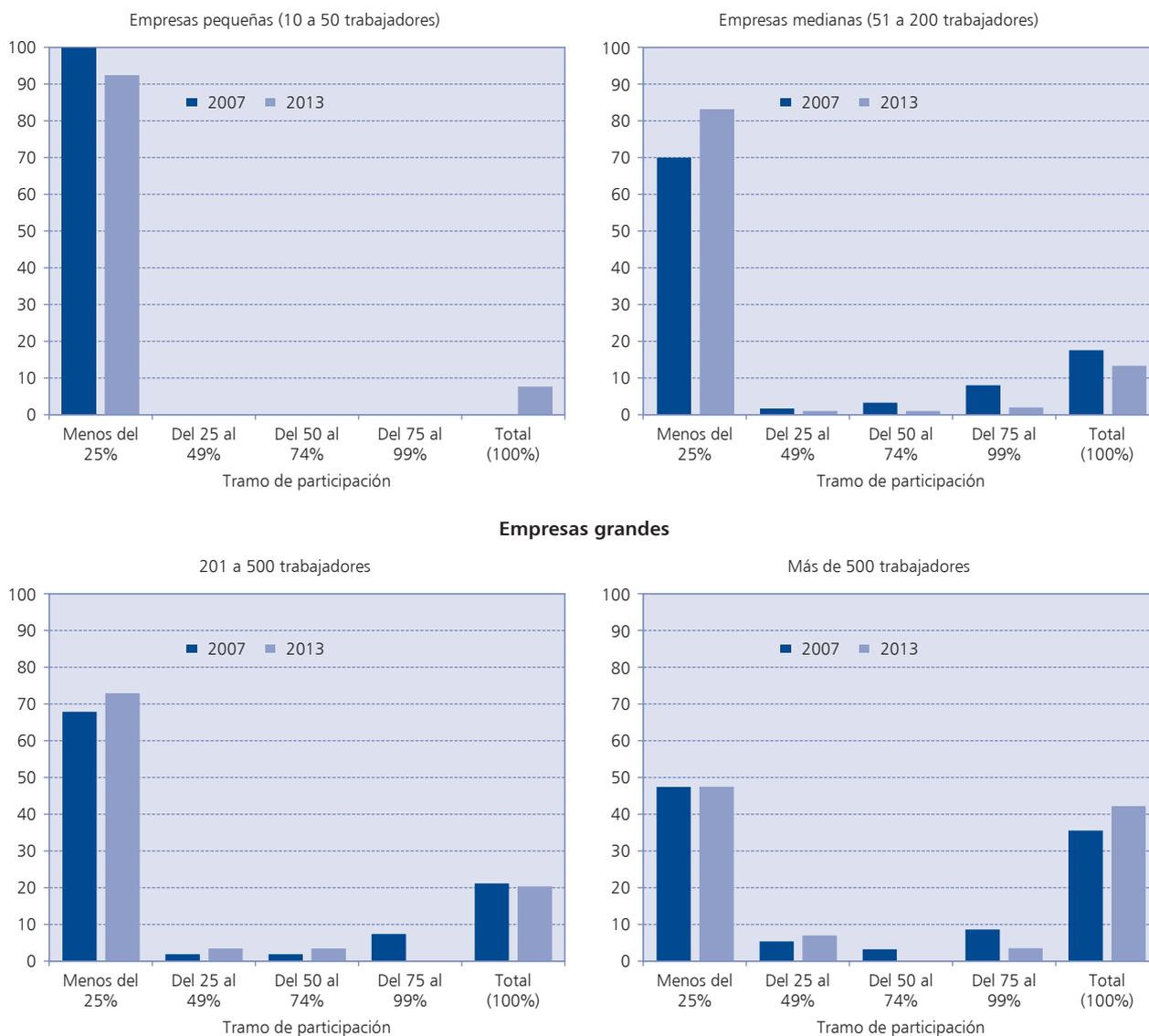
de empresas que compone la muestra puede ser una causa importante de este resultado.

Centrando ya el interés en la repercusión de la crisis sobre la inversión en el exterior de las empresas manufactureras, en primer término, puede comprobarse que, al igual que ocurre

con la exportación, la inversión exterior se concentra en las grandes empresas (11). Así, durante el año 2013 (12), el 37,5 por 100 de las empresas de más de 200 trabajadores cuentan con participación en el capital social de otras firmas ubicadas en el extranjero (algo más de la mitad si se consideran úni-

GRÁFICO 10

PARTICIPACIÓN DEL CAPITAL EXTRANJERO EN EL CAPITAL SOCIAL DE LAS EMPRESAS QUE INVIERTEN EN EL EXTERIOR



Nota: Solo se considera la submuestra de empresas con participación en otras empresas localizadas en el extranjero.
Fuente: Fundación SEPI, Encuesta sobre Estrategias Empresariales.

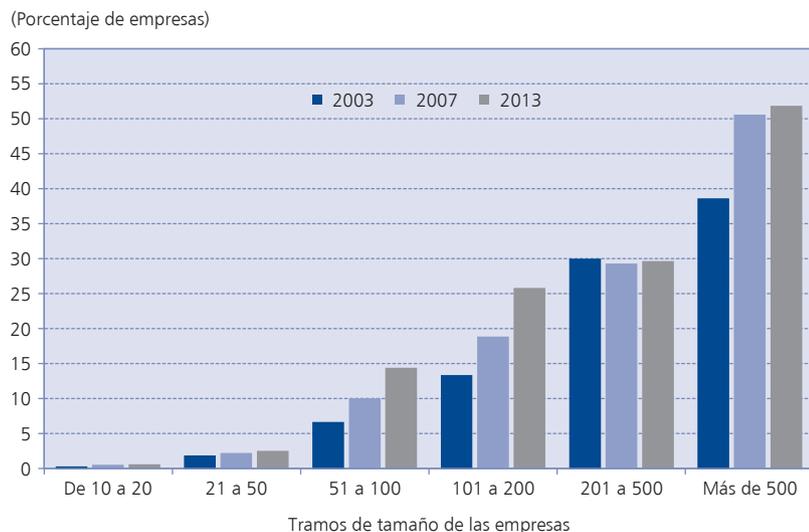
camente las que superan los 500 trabajadores), un porcentaje que desciende hasta el 8,7 por 100 en el conjunto de empresas por debajo de ese umbral de tamaño (gráfico 11). Con todo, son estas empresas de menor tamaño las que han aumentado en mayor medida su presencia inversora en el exterior desde 2007, máxime las encuadradas en los tramos intermedios (51 a 100 y 101 a 200) que, junto con las de más de 500 trabajadores, ya eran las que habían mostrado un mayor dinamismo en este terreno en los años previos al inicio de la crisis. En realidad, el único colectivo que sorprendentemente se aparta de la ligera tendencia ascendente registrada en la actividad inversora desde comienzos del presente siglo es el de las empresas de 201 a 500 trabajadores. Un hecho que podría encontrar una explicación en un gran movimiento de entrada y salida de empresas en este grupo, lo que conviene investigar.

En este sentido, dado que el panel de empresas que responden al cuestionario varía cada año, fruto tanto de la entrada de establecimientos de nueva creación (13) como de la desaparición por razones de cierre o liquidación, fusión o absorción, además de los abandonos de aquellas otras compañías que dejan de responder al cuestionario de la SEPI, una aproximación más precisa al impacto de la crisis en la inversión exterior se obtiene si se consideran únicamente aquellas empresas que contestan siempre a la encuesta durante el periodo aquí observado. Trabajar con esta submuestra fija, aun cuando evidentemente reduce el alcance del análisis (14), permite distinguir, dentro del número total de empresas que invierten en 2013, las que se han incorporado, mantenido (en el mismo o en otro intervalo de tamaño) o sumado a esta actividad, antes y después del inicio del periodo recesivo, así como las que realmente la han abandonado.

Como puede comprobarse en el cuadro n.º 3, las dificultades derivadas de la crisis no han frenado la apuesta por la internacionalización de las empresas manufactureras; de hecho, se convierten en empresas inversoras un número mayor que en los años de expansión anteriores. Pero sí han afectado a las más grandes, aquellas que cuentan con más de 500 trabajadores, entre las que surgen un menor número de nuevas inversoras.

Por otro lado, durante los años de crisis ha aumentado sensiblemente el número de empresas que dejan de invertir en el exterior, concentrándose las dos terceras partes de estos abandonos en las firmas más grandes, en particular las comprendidas en el tramo de 201 a 500 trabajadores, donde ya se había registrado la mayoría de los abandonos entre 2003 y 2007. A ello se une que este segmento de empresas es el que anota una mayor cantidad de traslados hacia otros rangos de tamaño en los dos subperiodos contemplados, si bien mientras que, con anterioridad a 2007, la mayoría de estos desplazamientos (5 de 7) son hacia el tramo superior, después de esa fecha lo son hacia el inmediatamente inferior (101 a 200). Por su parte, la generalidad de los cambios anotados por las empresas con más de 500 trabajadores tienen como destino el intervalo de 201 a 500. Así pues, este tramo de tamaño muestra efectivamente más entradas y salidas de empresas, aunque es dudoso que esa sea la causa del estancamiento en la proporción de firmas inversoras en el exterior, sobre todo porque en el curso de la crisis las salidas se producen hacia intervalos de tamaño más pequeños, de menor intensidad inversora, y las entradas pro-

GRÁFICO 11
PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL SOCIAL DE OTRAS EMPRESAS LOCALIZADAS EN EL EXTRANJERO, POR TRAMOS DE TAMAÑO
(Porcentaje de empresas)



Fuente: Fundación SEPI, Encuesta sobre Estrategias Empresariales.

CUADRO N.º 3

CAMBIO EN EL NÚMERO DE EMPRESAS QUE INVIERTEN EN EL EXTERIOR

NÚMERO DE TRABAJADORES	2007 RESPECTO A 2003				2013 RESPECTO A 2007			
	Se mantienen		Dejan	Entran	Se mantienen		Dejan	Entran
	Mismo tramo	Otro tramo			Mismo tramo	Otro tramo		
10 a 20.....	1	0	0	1	1	0	1	0
21 a 50.....	2	0	1	3	1	1	3	3
51 a 100.....	4	2	1	1	1	0	4	5
101 a 200.....	8	0	0	2	6	5	2	9
201 a 500.....	29	7	6	8	13	13	13	7
Más de 500.....	38	1	1	11	34	13	7	4
Total empresas...	82	10	9	26	56	32	30	28

Nota: Solo se considera la submuestra de 595 empresas que permanecen contestando a la ESEE en 2003, 2007 y 2013.
Fuente: Fundación SEPI, Encuesta sobre Estrategias Empresariales.

ceden del tramo superior, con mayor intensidad inversora. Por consiguiente, puede identificarse aquí con claridad un objetivo para la política de promoción exterior: las empresas entre 200 y 500 trabajadores.

En definitiva, del estudio de la muestra constante de empresas manufactureras construida, se desprende que la crisis no parece haber desalentado la inversión en el exterior, si bien la habría desacelerado entre las empresas de mayor dimensión. En cambio, sí parece haber propiciado la desinversión, también de manera especial entre las empresas de tamaños elevados.

A fin de contrastar de forma más robusta estas hipótesis, escapando de las restricciones que impone utilizar una muestra restringida de empresas (menor número de observaciones), se ha llevado a cabo un análisis econométrico, basado en modelos *logit* y *probit*, cuyos resultados se recogen en el cuadro n.º 4 (15).

Con el primero de estos modelos, el *logit*, se busca conocer el impacto de los años de crisis sobre la participación de las empresas en filiales localizadas en

el exterior. Para ello, la probabilidad de poseer una filial en el exterior (presencia de IED), una variable que toma valores 0 y 1, se hace depender de las variables determinantes que son clave en otros análisis (nivel de la productividad del trabajo, tamaño relativo de la empresa –mediana, entre 50 y 200 trabajadores, y grande, más de 200– y presencia mayoritaria de capital extranjero en la empresa inversora, una variable dicotómica) y se introduce una variable *dummy* que compara los años de crisis (2008-2013) con los inmediatamente anteriores (2003-2007). Otra variable *dummy* adicional controla la pertenencia a diferentes sectores manufactureros. Los resultados aparecen en la primera columna del cuadro n.º 4.

En sintonía con los resultados expuestos en otros trabajos (Esteve y Rodríguez, 2014a), en este, la productividad del trabajo (expresada en logaritmos) aparece como una variable de gran relevancia. Un ascenso de un 1 por 100 en la productividad aumenta la probabilidad de estar presente en el exterior en un 0,032 por 100. Asimismo, son significativos el tamaño mediano o grande de la empresa, así como el perio-

do de crisis, que incide positivamente en la participación en el exterior de las manufacturas a través de filiales, quizá reflejando la búsqueda de nuevos mercados ante la caída en la demanda interna. En contraste, la presencia mayoritaria de capital extranjero no es significativa. Así pues, el resultado aquí obtenido con respecto al efecto de la crisis concuerda con el derivado del examen de la muestra constante de empresas.

Por su parte, a través de las estimaciones de modelos *probit* se pretende averiguar si la probabilidad de efectuar nuevas inversiones en el exterior, por un lado, y, por otro, de realizar desinversiones, esto es, de abandonar la participación en empresas ubicadas en otros países, guardan relación con la crisis económica reciente. Los resultados alcanzados en el primer caso (segunda columna del cuadro n.º 4) revelan que la crisis no ha afectado a la creación de nuevas filiales en el exterior, mientras que la productividad o el tamaño de las empresas la han estimulado. En cambio, en el segundo caso, indican que la desinversión ha aumentado en los años de crisis (tercera columna del cuadro n.º 4).

CUADRO N.º 4

EFECTOS MARGINALES DE LAS ESTIMACIONES LOGIT Y PROBIT

MODELO	Variable dependiente		
	LOGIT	PROBIT	PROBIT
	Presencia IED	Invertir	Desinvertir
Variables independientes	(1)	(2)	(3)
Productividad.....	0,032*** (0,003)	0,002** (0,001)	0,001 (0,000)
Capital extranjero mayoritario.....	-0,003 (0,003)	-0,001 (0,001)	-0,000 (0,001)
Periodo crisis (2008-2013)	0,011*** (0,003)	0,000 (0,001)	0,003*** (0,001)
Mediana	0,245*** (0,011)	0,015*** (0,003)	0,013*** (0,003)
Grande	0,437*** (0,012)	0,023*** (0,004)	0,019*** (0,003)
Dummys de sector.....	Sí	Sí	Sí
Número de observaciones	18.072	18.072	18.072
Número de empresas	3.100	3.100	3.100
Pseudo R ²	0,255	0,076	0,081

Nota: En todas las estimaciones los coeficientes representan el cambio marginal en la variable dependiente a raíz de un incremento del 1 por 100 en la variable independiente. Errores estándar entre paréntesis. *Valores significativos al 10 por 100, **al 5 por 100 y *** al 1 por 100.

Fuente: Elaboración propia.

Además, la desinversión se ha visto favorecida por el tamaño; es decir, las empresas más grandes han tendido a desinvertir en mayor medida; no así las de productividad más alta. Por tanto, también en esta ocasión los resultados referidos al impacto de la crisis se corresponden con los observados en el análisis de la muestra constante de empresas llevado a cabo previamente.

VIII. CONCLUSIONES

En este artículo se explora el impacto de la recesión y profunda crisis que ha atravesado recientemente la economía española sobre la inversión directa de las empresas en el exterior. A la par,

se evalúan los efectos de la nueva situación derivada de la notable recuperación económica que vive actualmente España, que se resume en más de once trimestres sucesivos de crecimiento del PIB.

Con ese propósito, en primer término, se exponen brevemente las características del espectacular y sobresaliente esfuerzo de internacionalización acometido por las empresas españolas mediante la creación de filiales productivas en otros países desde el inicio de 1990, que alcanzó su cenit con el comienzo del nuevo siglo, en especial durante los años comprendidos entre 2003 y 2007.

En la víspera de la crisis, España se había convertido en

un importante inversor en el extranjero, situándose entre los cinco socios europeos con mayor stock de IED emitida. Había conseguido también casi equilibrar el valor de sus inversiones en el exterior con el de las inversiones recibidas de las principales multinacionales mundiales.

La crisis ralentizó este vivo avance de la inversión exterior, aunque no lo frenó. Los flujos brutos emitidos siguieron creciendo a un ritmo apreciable, no tan intenso como en los años 1999 y 2000 o 2006 y 2007, de inusitada expansión, pero anotando valores que no se alejaban mucho de los registrados en 2004 o 2005, situados entre 30.000 y 40.000 millones de euros anuales. Sin embargo, los flujos netos sí moderaron su progreso muy sensiblemente, rebajándose a la mitad de las cifras apuntadas, fruto de las desinversiones realizadas; esto es, del cierre de establecimientos o la venta de participaciones accionariales en empresas localizadas en otros países, una expresión palmaria de las dificultades económicas y de refinanciación de sus créditos que encontraron las empresas inversoras.

Aun cuando el número de empresas inversoras y de filiales continuó creciendo hasta 2012, se redujo en 2013, disminuyendo el empleo medio por filial, rasgo indicativo de que las empresas de dimensión superior a la media se vieron perjudicadas por las desinversiones. Por otra parte, en el análisis econométrico efectuado con la muestra de empresas industriales de la ESEE, se ha comprobado que la crisis no incidió en la probabilidad de las empresas de invertir en el exterior, pero sí en la probabilidad de desinversión, incrementándola, sobre todo para las empresas más grandes.

Merced a la evolución descrita, España aumentó su intensidad inversora —el peso del *stock* de inversión directa sobre el PIB— más que los dos primeros países inversores, Reino Unido y Francia, alcanzando un porcentaje del 52 por 100, que le mantiene en la tercera posición tras los dos países citados, por delante de Alemania e Italia.

Con la recuperación económica, de la rentabilidad y el ahorro de las empresas, las condiciones internas para la reanudación de la trayectoria expansiva de la inversión en el exterior están dadas. No así las condiciones externas, dado el magro crecimiento económico mundial. Con todo, los años 2014 y 2015 han sido testigos de una nueva aceleración de la inversión en el exterior, apoyada por el descenso de las desinversiones. Lejos quedan, no obstante, tal vez como algo excepcional y difícilmente repetible, las grandes cifras de inversión de los años del cambio de siglo y del expansivo periodo transcurrido entre 2003 y 2007.

La moderación en la inversión de las empresas españolas en el exterior no ha afectado de forma significativa a su distribución por grandes sectores de actividad, salvo por el incremento de la energía y agua. Sí lo ha hecho, en cambio, a su distribución por áreas geográficas y a la entidad que poseen algunos países clave dentro de ellas. De forma clara, la UE-28 ha perdido peso frente a Norteamérica, sobre todo en detrimento de la UE-15 y a favor de Estados Unidos. Esta merma de la importancia de la Unión Europea se ha concentrado en Italia, Francia, Portugal y Holanda. En sentido contrario, han ganado atractivo para las empresas españolas Reino Unido, Irlanda y, en menor medi-

da, Bélgica. Por otra parte, también se han registrado cambios apreciables dentro de la inversión localizada en Latinoamérica, mejorando su posición Brasil, México y Chile, y empeorándola Argentina.

Por último, la rentabilidad de las filiales exteriores se ha recortado en los años de crisis, si bien se mantiene en niveles apreciables. Se redujo sensiblemente en 2008 y 2009, pero se recobró en 2010. Desde entonces ha venido disminuyendo gradualmente, conforme se desaceleraba el crecimiento de los países emergentes y el PIB mundial. En el año 2014 la cifra de rentabilidad se ha vuelto a situar en niveles elevados, del 10 por 100 sobre el *stock* de inversión. Muy probablemente esta remuneración sobre fondos propios se habrá mantenido o incluso incrementado en 2015, alentando un nuevo auge de la inversión en el exterior que ya solo dependerá de una recuperación de la actividad económica mundial.

NOTAS

(*) Los autores quieren agradecer a LOURDES MORENO sus comentarios a una primera versión de este trabajo.

(1) El buen funcionamiento de los modelos de gravedad a la hora de explicar la IED es la expresión de cómo un creciente nivel de desarrollo tiende a convertir a un número más amplio de empresas en inversoras en el exterior (BLONIGEN, 2005).

(2) A partir del 15 de octubre de 2014 han tenido lugar dos cambios importantes en la elaboración de la BP y la PIED, ambos con efectos sobre las cifras de IED emitida y recibida: la adopción de la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del Fondo Monetario Internacional (FMI) (MBP6) y la plena implantación de un nuevo sistema de fuentes de información. Por lo que se refiere al primero, desde su implantación la inversión directa pasa a clasificarse por activos y pasivos, en lugar de seguir el principio direccional. En cuanto a las fuentes de información, el tradicional sistema de declaración de cobros y pagos transfronterizos por parte de los bancos ha sido sustituido por la información

suministrada a través de diversas vías, entre las que destacan la *Encuesta de Comercio Internacional de Servicios* y otras operaciones internacionales del INE, las declaraciones directas de transacciones y posiciones exteriores realizadas por los propios agentes al Banco de España y los estados financieros de las entidades de crédito.

(3) Algunas de las desinversiones más destacadas fueron las de Endesa, con la venta de parte de sus activos en Latinoamérica a Enersis Chile por valor de más de 4.500 millones de euros, y el grupo Santander, que amortizó en ese mismo año inversiones en Latinoamérica por importe cercano a los mil millones de euros. A ellas se sumaron Telefónica y Abertis, con ventas que igualmente sobrepasaron los 1.000 millones (TTR, 2013 y 2014).

(4) En 2014 y 2015, se recupera el ritmo de compras exteriores anterior a la crisis: Repsol adquiere por 10.400 millones Talisman Energy en Canadá, y Telefónica compra la brasileña GVT a Vivendi y la alemana E-Plus, filial de KPN.

(5) En el caso de Brasil, segundo país con más cuota en el total de la IED española, por detrás de Reino Unido, el crecimiento fue de solo un 0,1 en 2014 y -3,7 por 100 en 2015, muy lejos del avance anotado en 2010 (7,6 por 100) y 2011 (3,9 por 100). En cuanto a México, sin llegar a cifras negativas, ha registrado una notable desaceleración de su crecimiento a partir de 2013 (Banco Mundial, 2016 a y b), al igual que Chile, pero en este último país no se ha visto todavía un efecto negativo sobre la inversión exterior española.

(6) La merma del *stock* en el sector de las telecomunicaciones obedece exclusivamente a lo sucedido durante el año 2013 en que Telefónica protagonizó diversos procesos de venta de activos en Reino Unido (negocio de banda ancha), Irlanda, Latinoamérica y la República Checa con el propósito de recortar su deuda. La más destacada fue la venta de su participación mayoritaria en Telefónica Czech Republic a la checa PPF Group, por valor aproximado de 2.500 millones de euros. También en el campo de los servicios financieros se realizan desinversiones importantes, sobre todo por parte del BBVA, que vende parte de sus activos en Latinoamérica (sobre todo sus negocios de pensiones) y China (TTR, 2014).

(7) Calculada con datos del RIE.

(8) En algunos casos, la rentabilidad de los años 2012 y 2013 podría estar recogiendo beneficios extraordinarios derivados de las desinversiones realizadas por las grandes empresas de cada uno de esos sectores durante ese año.

(9) Se excluye el *stock* asignado a las empresas de tenencia de valores extranjeros, para no mezclar la parte productiva de la inversión con la que corresponde a las operaciones de intermediación.

<p>(10) Asimismo, suministra diversa información sobre la filial exterior representativa, sin que se determine el criterio de selección de esta (ESTEVE Y RODRÍGUEZ, 2014a).</p> <p>(11) Aun cuando la información de la que se dispone impide explorar el reparto por intervalos de tamaño de los flujos o el stock de IED, la palmaria asimetría observada entre tamaños en el porcentaje de empresas que invierten en el exterior permite presumir que los flujos y, por ende, el stock están marcadamente concentrados en las empresas grandes.</p> <p>(12) Último año disponible en la ESEE en el momento de redactar estas páginas.</p> <p>(13) Con el propósito de conservar la representatividad de la ESEE respecto a la población de referencia, cada año se suman al panel todas las empresas de nueva creación con más de 200 trabajadores y un porcentaje (en torno al 5 por 100) escogido aleatoriamente de las comprendidas entre 10 y 200.</p> <p>(14) De las 1.380 empresas que cumplieron la encuesta en 2003, cerca del 45 por 100 (595) siguen haciéndolo en 2007 y 2013, años en los que contestaron, respectivamente, 2.013 y 1.683 empresas.</p> <p>(15) Este trabajo econométrico ha sido realizado por JAVIER SERRANO, a quien queremos expresar aquí nuestro agradecimiento.</p> <p>BIBLIOGRAFÍA</p> <p>ALTOMONTE, C.; AQUILANTE, T., y OTTAVIANO, G. I. P. (2012), «The Trigger of Competitiveness-TheEFIGE Cross Country Report», <i>Bruegel Blueprint Series</i>, vol. XVII.</p> <p>BAJO, O., y DÍAZ MORA, C. (2014), «Efectos de la inversión exterior sobre el empleo de la economía española», en MYRO, R. (2014): <i>España en la Inversión Directa Internacional</i>, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, Cap. 9: 355-374.</p> <p>BALIÑA, S., y BERGES, A. (2014), «Inversión exterior de España: cambios tras la crisis», <i>Cuadernos de Información Económica</i>, 241: 15-22.</p> <p>BANCO MUNDIAL (2016a), <i>Indicators. GDP growth (annual por 100)</i> (http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG)</p> <p>— (2016b), <i>Global Economic Prospects. Spillovers amid Weak Growth</i>.</p> <p>BLONIGEN, B. A. (2005), «A Review of de Empirical Literature of FDI determinants», <i>Atlantic Economic Journal</i>, 33: 383-403.</p>	<p>BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) (2015), <i>Posición internacional de la empresa cotizada española</i>, Informe 2015.</p> <p>CAIXABANK (2016), <i>Informe Mensual</i>, enero.</p> <p>CAMPA, J. M., y GUILLÉN, M. (1996), «Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas», <i>Papeles de Economía Española</i>, 66: 235-247.</p> <p>CASILDA, R. (2015), <i>Las multinacionales españolas y la importancia de sus inversiones en el mundo</i>, Posición internacional de la empresa cotizada española, Informe 2015.</p> <p>CHISLETT, W. (2003), <i>La inversión española directa en América Latina: Retos y oportunidades</i>, Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos, Madrid.</p> <p>DEUTSCHE BANK (2014), <i>Recent trends in FDI activity in Europe. Regaining lost ground to accelerate growth</i>, Deutsche Bank AG, Alemania.</p> <p>ESTEVE, S., y RODRÍGUEZ, D. (2014a), «Características de las empresas que realizan IED. Empresas multipaís y multiproducto», en MYRO, R. (dir.) (2014): <i>España en la Inversión Directa Internacional</i>, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, Cap. 7: 302-330.</p> <p>— (2014b), «Efectos de la inversión exterior sobre la exportación, el capital humano y el esfuerzo tecnológico», en MYRO, R. (dir.) (2014): <i>España en la Inversión Directa Internacional</i>, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, Cap. 8: 331-354.</p> <p>FARIÑAS, J. C., y MARTÍN MARCOS, A. (2012), «Multinacionales españolas y extranjeras: algunos rasgos comparativos», <i>Economistas</i>, 130: 127-137.</p> <p>FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2008), «Profitability of Spanish Foreign Direct Investment», <i>Journal GCG Georgetown University-Universia</i>, 2: 76-99.</p> <p>— (2011), «Inversión exterior directa», en GARCÍA DELGADO, J. L., y MYRO, R.: <i>Lecciones de Economía Española</i>, décima edición, Cap. 20: 347-362.</p> <p>— (2012), «El patrón inversor español en el exterior. Dimensión y rentabilidad», <i>Economistas</i>, 130: 115-126.</p> <p>FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M., y MYRO, R. (2014), «La inversión de las empresas españolas en el exterior: patrón sectorial y espacial, y rentabilidad», en MYRO, R. (dir.) (2014): <i>España en la Inversión Directa Internacional</i>, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.</p>	<p>GORDO, E.; MARTÍN, C., y TELLO, P. (2008), «La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa», <i>Boletín Económico</i>, Banco de España, 1: 91-104.</p> <p>GORDO, E., y TELLO, P. (2008), «Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas», <i>Boletín Económico</i>, Banco de España, 9: 61-74.</p> <p>GUILLÉN, M. F. (2005), <i>The rise of Spanish multinationals</i>, Cambridge University Press, Cambridge.</p> <p>GUILLÉN, M. F., y GARCÍA-CANAL, E. (2011), <i>Las nuevas multinacionales, las empresas españolas en el mundo</i>, Ariel, Madrid.</p> <p>HELPMAN, E. (2011), <i>Understanding global trade</i>, Harvard University Press.</p> <p>HELPMAN, E.; MELITZ, M. J., y YEAPLE (2004), «Export versus FDI with heterogeneous firms», <i>American Economic Review</i>, vol. 94: 300-316.</p> <p>MAINER, C. (2014), <i>La heterogeneidad empresarial y la actividad internacional de las empresas manufactureras españolas</i>, Trabajo Fin de Grado, Departamento de Economía Aplicada II, Universidad Complutense de Madrid.</p> <p>MARTÍ, J.; ALGUACIL, M. y ORTS, V. (2013), <i>Where do foreign affiliates of Spanish multinational firms locate in developing and transition economies?</i>, Department of Economics, Universitat Jaume I, mi-meo.</p> <p>MARTÍNEZ-MARTÍN, J. (2010), «On the dynamics of exports and FDI: The Spanish internationalization process», <i>Institut de Recerca en Economia Aplicada, Documento de Trabajo</i>, nº 10, Universidad de Barcelona.</p> <p>— (2011), «General equilibrium long-run determinants for Spanish FDI: a spatial panel data approach», <i>Series</i>, 2: 305-333.</p> <p>MATÉ, J. M. (1996), «La inversión directa española en el exterior», <i>Papeles de Economía Española</i>, 66: 220-234.</p> <p>MERINO DE LUCAS, F. (2012), «Firms' internationalization and productivity growth», <i>Research in Economics</i>, 66: 349-354.</p> <p>MYRO, R. (dir.) (2014), <i>España en la Inversión Directa Internacional</i>, Instituto de Estudios Económicos, Madrid.</p> <p>MYRO, R., y FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2013), «La inversión internacional de la empresa española. Los efectos de la crisis», <i>Mediterráneo Económico</i>, 21: 153-166.</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>RAMÍREZ, M.; DELGADO, J. M., y ESPITIA, M. (2004), «Destino de las inversiones españolas: países industriales versus países en desarrollo», <i>Revista de Economía Aplicada</i>, 22: 127-140.</p> <p>— (2006), «La internacionalización de las empresas españolas, 1993-1999; un estudio de los factores de localización»,</p>	<p><i>Moneda y Crédito</i>, segunda época, 222:167-214.</p> <p>SOLANA, G. (2016), <i>Factores determinantes de la localización mediante IED de las empresas españolas, diferencias entre países desarrollados y mercados emergentes</i>, Tesis Doctoral, Universidad de Castilla-La Mancha, Toledo.</p>	<p>SUNESSEN, E. R.; JESPERSEN, S. T., y THELLE, M. H. (2010), «Impacts of EU outward FDI», <i>Copenhagen Economics</i>, Final Report.</p> <p>TRANSACTIONAL TRACK RECORD (TTR), <i>GUÍA M&A. Mercado Ibérico</i>, varios años.</p> <p>UNCTAD (varios años), <i>World Investment Report (WIR)</i>.</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------