

VIII Jornadas de Economía Internacional

Ciudad Real, 25, 26 y 27 de junio de 2003

Estadísticas de inversión directa extranjera en España: una primera y necesaria depuración

Carlos Manuel Fernández–Otheo

Economía Aplicada II

Universidad Complutense de Madrid

(cmfotheo@ccee.ucm.es)

Esta comunicación plantea la necesidad de revisar las estadísticas de inversión directa extranjera recibida por España, a la luz de los cambios en la legislación sobre inversiones extranjeras de finales de la década de 1990 y en el régimen fiscal de los rendimientos de la inversión en el exterior para no residentes, lo que ha originado fuertes entradas de capital dirigido a las Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE) radicadas en España. De este modo, se han estimado series de inversión, brutas y netas, que deslindan lo que verdaderamente percibe el sistema productivo español de otros efectos exógenos, contables o fiscales, que no suponen en principio un aumento del *stock* de capital productivo.

1. Introducción(*)

La inversión directa extranjera (IDE) en España ha experimentado cambios legislativos sustanciales en la década de 1990; cambios orientados en gran medida a establecer criterios comunes de contabilización para todos los países (V Manual de Balanza de Pagos del FMI), a adecuar los movimientos de capital a las nuevas circunstancias de los mercados y a su progresiva liberalización, y a disponer de aquella información estadística que permita su seguimiento (Registro de Inversiones Extranjeras del Ministerio de Economía). Obviamente, esto ha influido en las fuentes estadísticas que recogen la IDE –la Balanza de Pagos y el Registro de Inversiones Extranjeras–, mejorando en unos casos la información proporcionada (criterio de contabilización de las operaciones *ex-post*, por ejemplo), en tanto que en otros ha aumentado su complejidad o ha empeorado, al prescindir de alguna modalidad de IDE. Todo ello ha supuesto, obviamente, sucesivas rupturas en las series estadísticas.

A esto hay que añadir una creciente instrumentación financiera y fiscal de la IDE ajena a lo que conceptualmente ha venido asimilándose a la IDE, es decir, el compromiso productivo con los sistemas productivos receptores de flujos; a lo que debe añadirse la presencia de aspectos puramente contables que han venido enturbiando la interpretación de los flujos. Por ejemplo, los flujos recibidos –y emitidos– están incorporando, desde hace algunos años –al calor del favorable tratamiento fiscal a los rendimientos del capital en el exterior–, un tipo de operaciones que sin duda deben ser consideradas como IDE, pero su destino real no es el sistema productivo español sino el de otros países. La consecuencia de todo esto es evidente: ambas vertientes del proceso inversor, la recepción de flujos y su

* Este comunicación rescata los problemas estadísticos planteados en un Documento de Trabajo previo: "Inversión directa extranjera y desinversión de España, 1993-2001. Una primera depuración de las estadísticas", presentado inicialmente en El Escorial en el verano de 2002 en el seminario sobre *Internacionalización Tecnológica y Empresas Multinacionales. Nuevos retos para las políticas de innovación*, dirigido por D. Archibugi, y que más adelante se presentó en el Seminario de Profesores del Departamento de Economía Aplicada II de la UCM. En Internet puede verse en: http://www.ucm.es/info/ecap2/seminario_de_investigacion.htm

La reciente aparición –a mediados de junio de 2003– de nuevas series estadísticas de *inversión bruta efectiva*, distinta de la *inversión bruta registrada* que ha venido proporcionándose hasta ahora por parte del Ministerio de Economía, y en línea con lo que en ese mismo documento se sugería, ha supuesto una profunda reelaboración de una versión previa de esta comunicación. En Internet puede verse en: www.mcx.ex.

emisión al exterior, muestran ahora dos caras, exógena y endógena al sistema productivo, lo que exige señalar en cada momento de qué IDE se trata.

Por otra parte, la utilización del término *inversión bruta*, por parte del Ministerio de Economía, sin distinguir entre la inversión efectivamente recibida por el sistema productivo y la *inversión bruta registrada*, ha dado lugar a un uso equívoco de las series estadísticas, única fuente que permitía conocer los planos sectorial, espacial y regional de los flujos. Afortunadamente, desde este mismo mes de junio ya se dispone de series de *inversión bruta efectiva* –y de *desinversión* –, lo que permite conocer más a fondo el proceso inversor.

Es pronto para saber el alcance del proceso de depuración iniciado por el Ministerio. Hasta ahora, los datos presentados son muy agregados, correspondiendo en gran medida a los años 2000–2002. Conociendo ya los criterios empleados oficialmente para la corrección, parece útil llevar a cabo el mismo proceso con los años previos –hasta 1988–, poniendo de manifiesto de paso las modalidades de IDE que la legislación actual ha dejado de considerar.

Parece obligado replantearse por tanto qué se quiere decir cuando hablamos de la IDE y qué alcance cabe dar a la información que se proporciona desde las dos fuentes existentes: Balanza de Pagos y el Registro de Inversiones Extranjeras, y qué resultados se obtienen al llevarse a cabo los procesos de depuración correspondientes. Frente a lo que ha venido sucediendo hasta hace poco, la inversión directa recibida y emitida por España están indisolublemente unidas, desde finales de la pasada década, de tal modo que la última no se explica sin recurrir a la primera, y de ahí que sólo por razones de espacio esta comunicación se refiera a los flujos recibidos por España.

2. Aspectos metodológicos: la Balanza de Pagos y el viejo y nuevo Registro de Inversiones Extranjeras

La IDE tiene como objetivo establecer una relación duradera entre un residente en una determinada economía y otra entidad residente en el propio país. Por inversión duradera cabe entender la existencia de un vínculo de largo plazo entre el inversor y la empresa en la que se invierte, así como un significativo grado de influencia sobre la gestión por parte del inversor. Como IDE cabe considerar las

siguientes modalidades, según el FMI: participaciones en el capital, financiación entre sociedades relacionadas y reinversión de beneficios obtenidos por la filial en la que se invierte. (FMI, 1993; OCDE, 1999)

La Balanza de Pagos española recoge los dos primeros conceptos, no así el último, "... ya que, por su propia naturaleza, (los flujos) no dan lugar a cobros ni a pagos exteriores... (y) sólo se registran si se distribuyen" (Duce Hernando, 2002, pág. 92), por lo que deben obtenerse por vía indirecta, lo que no se ha hecho hasta ahora. Las "participaciones en el capital" se desglosan entre acciones, otras formas de participación e inversión en inmuebles, mientras que por "otro capital" se considera la financiación entre sociedades relacionadas. Al margen de los problemas que se plantean a la hora de identificar la inversión directa –en muchos casos entremezclada con la inversión de cartera, y a la inversa–, la no consideración de la reinversión de beneficios supone una limitación para una valoración completa del proceso inversor en países económicamente maduros. De otro lado, no cabe duda que considerar cualquier préstamo entre filial y matriz sin tener en cuenta el plazo puede introducir un elemento de distorsión en el significado genuinamente productivo de la IDE; esto se produce, por ejemplo, cuando se utiliza cualquier sociedad filial de una multinacional para concentrar y gestionar desde aquella los excedentes de tesorería del grupo empresarial (Rodríguez-Tenés y Sánchez Trujillo, 1996). En suma, aspectos ajenos a la pura financiación de actividades productivas no es extraño que aparezcan –y a veces de manera relevante– entre los flujos de IDE.

Por lo que respecta al Registro de Inversiones Extranjeras, la reforma de 1999 (RD 664/1999) supuso un paso fundamental frente a la de 1992. Si ya en esta reforma aumentaron los valores de las operaciones que debían incluirse como inversión directa, o el mismo porcentaje indicativo del control por parte de la sociedad inversora, en 1999 lo que varía, de entrada, son las modalidades de IDE que deben recogerse⁽¹⁾: se recoge el capital accionario (constitución, adquisición de acciones y obligaciones...), pero se dejan fuera los préstamos de más de cinco

¹ Según aparece en las notas explicativas que acompañan a las series estadísticas, las operaciones que recoge el Registro son las siguientes: 1) Los flujos de inversiones en sociedades que no cotizan en bolsa; 2) Los flujos de inversión en sociedades cotizadas en las que el inversor adquiere al menos un 10% del capital, con lo que logra una relación permanente en su gestión, aspecto que se incluye desde 1999; y 3) La constitución y ampliación de la dotación de sucursales. Duce Hernando (1996) y Muñoz Guarasa (1999, 2000) han analizado los cambios legislativos sobre inversiones extranjeras que afectan al Registro de Inversiones.

años⁽²⁾). Respecto a las reinversiones de beneficios obtenidos por las sociedades participadas nada se dice en la legislación vigente, aunque sí han quedado fuera las inversiones que las sociedades españolas participadas por capital extranjero realizaban en otras sociedades españolas (es decir, la inversión en cascada o indirecta). En cualquier caso, sobre este punto se volverá más adelante

No menos importante que el anterior es el cambio radical respecto a la veracidad de las operaciones de la IDE inscritas en relación con situaciones previas, en las que, por su propia finalidad –operaciones sujetas a verificación y autorización por parte de las autoridades pertinentes– primaba una cierta incertidumbre respecto de su materialización). Eran, en suma, meras declaraciones de intenciones presentadas por sociedades que preveían invertir, en las que el monto total de las operaciones podía coincidir o no con lo inicialmente reflejado, o no llevarse a efecto siquiera. Este criterio de contabilización, que cabe considerar *ex-ante*, era esencialmente estático, pues no se modificaba el valor de la inversión en el tiempo, si efectivamente experimentaba alguna variación. El sistema de recopilación que se utiliza después del cambio legislativo de 1999 es bien distinto: se inscriben operaciones de IDE efectivamente realizadas y se varían los datos en función de los cambios que experimenta cada operación de inversión en el tiempo (criterio de contabilización *ex-post*). Por parte de la Administración se ha llevado a cabo una revisión de las operaciones previas con este mismo criterio, habiéndose presentado series actualizadas que se extienden hasta 1993.

Tal como venía haciéndose, se ofrecen series de IDE bruta (desde junio de 2003 pasa a denominarse *inversión bruta registrada*), pero otra de las novedades que ha traído el cambio legislativo ha sido la presentación, por vez primera, de datos de inversión neta; es decir, se contemplan las desinversiones (inversión menos desinversión registrada en el periodo), lo que indudablemente ensancha la perspectiva de análisis. Con ello se ha puesto de manifiesto también un tema clave que se viene arrastrando desde hace tiempo en los análisis sobre inversión directa, y que ha adquirido entidad a medida que las estrategias de fusiones y adquisiciones de empresas y de reestructuración en el seno de los grupos empresariales se fueron generalizando: los datos de inversión bruta recogen mucho más que la simple entrada de flujos destinada al sistema productivo, aspecto que se desarrolla en breve. Por otra parte, la existencia de información neta permite comparar estas

² En este caso, el plazo exigido en los préstamos para su contabilización como IDE no parece ofrecer dudas sobre su estrecha vinculación con la financiación del sistema productivo.

series con las del Banco de España, siempre y cuando se consideren las mismas modalidades de IDE, a pesar del distinto sistema de recopilación de información de una y otra fuente (entidades delegadas del sistema financiero, en el caso de la elaboración de la Balanza de Pagos; directamente por los inversores cuando inscriben las operaciones de inversión en el Registro).

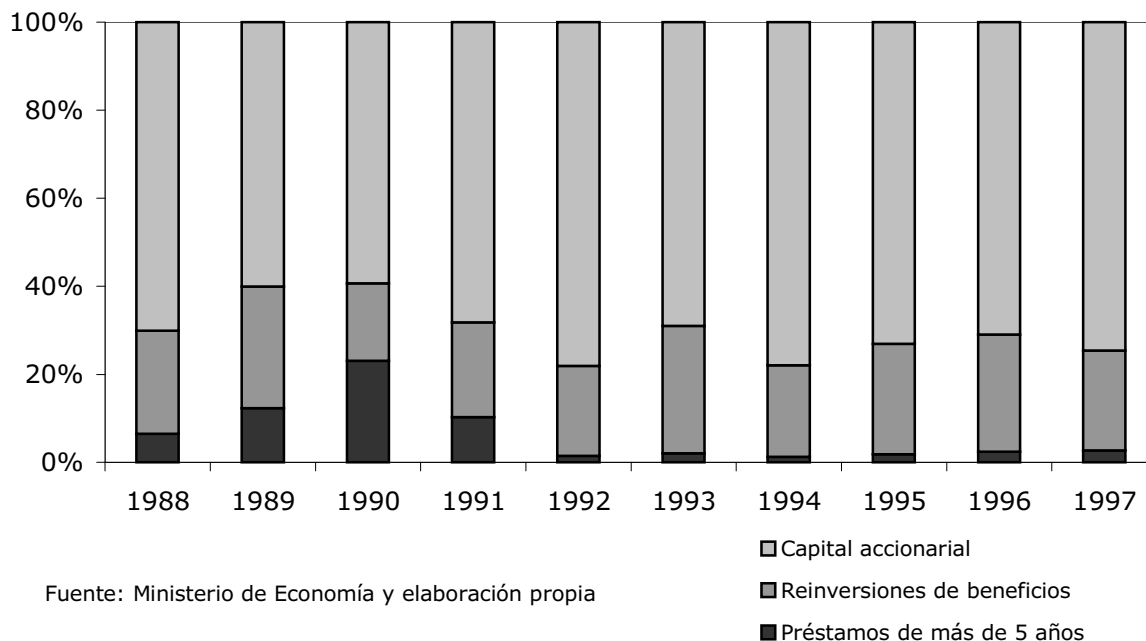
En suma, información aparentemente más rica y real que la ofrecida hasta ahora, aunque en algunos casos es incompleta, a la espera de que sea mejorada en el futuro. Ello ha aconseja volver atrás en el tiempo para conocer otras vertientes del proceso inversor, siguiendo la estela marcada por los recientes procesos de depuración realizados por el Ministerio de Economía. Así pues, llegados a este punto, es oportuno mostrar las distintas categorías de flujos de IDE en el *antiguo* Registro, y que han dejado de proporcionarse. Por otra parte, no es menos útil efectuar un primer contraste de las series estadísticas de flujos según el *antiguo* y el *nuevo* Registro, con el objeto de captar, en los años en que ambas series coinciden, las diferencias de magnitud; recuérdese que hasta ahora los datos utilizados en los distintos estudios sobre la IDE –sectoriales, espaciales y regionales– han venido utilizando las series del *antiguo* Registro. Como *antiguo* se consideran las series estadísticas correspondientes a operaciones sometidas a autorización y verificación, recopiladas mediante el sistema *ex-ante*, y que llegan hasta 1997; y como *nuevo* Registro a las series provenientes de la revisión llevada a cabo desde el propio Registro para adecuar los datos de años anteriores a la actual legislación sobre inversiones extranjeras (es decir, desde 1993 en adelante).

3. Los flujos en el *viejo* y *nuevo* Registro de Inversiones Extranjeras

Presentar los valores de las distintas modalidades de IDE contempladas en el *viejo* Registro, incluidas las que han dejado de anotarse como consecuencia de la modificación legislativa de 1999, es el primer paso que conviene dar. El gráfico 1 ofrece lo que cada modalidad de IDE bruta registrada ha recibido durante el periodo 1988–97: el grueso de los flujos se concentraron en el capital accionario (entre un 60–70 por 100), habiendo sido muy escaso el uso de los préstamos entre matriz y filial (o filial–filial) de más de cinco años, mayor en cualquier caso en la etapa final de la década de 1980 que más adelante (apenas un 2 por 100 de media entre 1993 y

1997); lo que parece congruente con la progresiva disminución de tipos de interés a medida que se aproxima el final de la década⁽³⁾

Gráfico 1.- Flujos de IDE bruta registrada recibidos por España por modalidades según el *viejo* Registro de Inversiones, 1988-1997 (porcentajes)



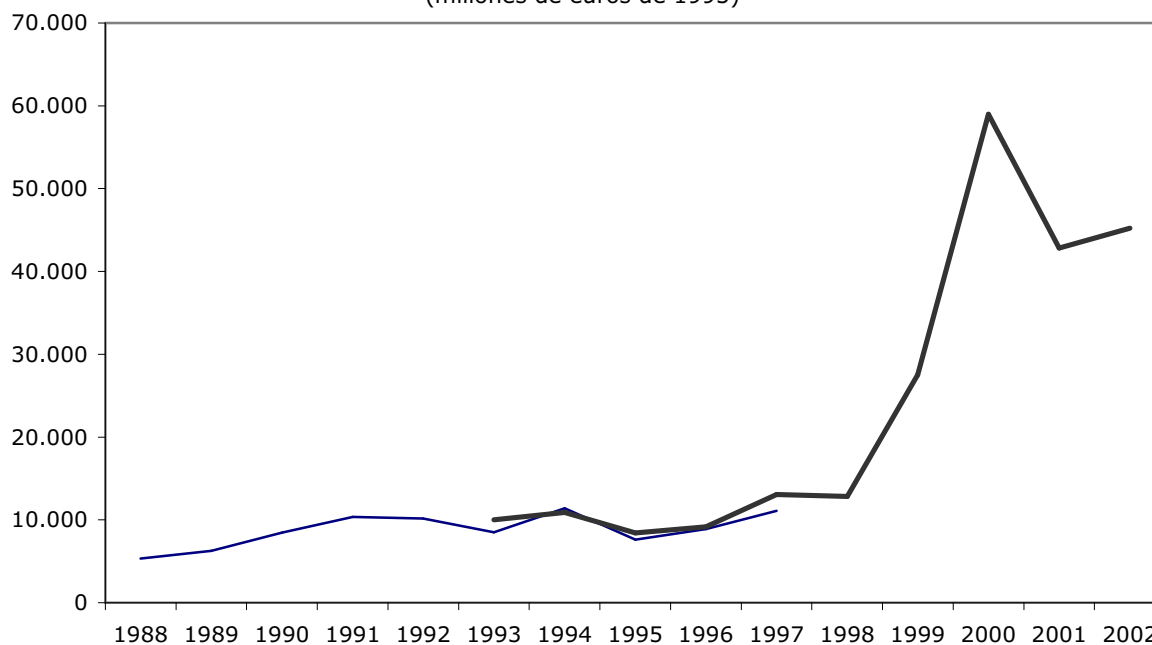
Aparece también en el mismo gráfico una primera estimación de las inversiones realizadas en España por las empresas pertenecientes al capital extranjero con domicilio social en este país. A falta de otro tipo de información más directa sobre esta modalidad de IDE (los datos se han obtenido mediante la observación de las operaciones cuyo origen geográfico es España), esto reflejaría la reinversión de beneficios empresariales, que constituye, según se ha dicho, otra de las vías en que la IDE se manifiesta. Siendo esto cierto, la cuestión está en saber qué parte corresponde a la reinversión en las propias sociedades y qué parte se ha invertido en otras sociedades participadas por éstas (lo que antes se denominó inversión en cascada). En todo caso, la nota característica de este tipo de flujos, desde este plano global, ha sido la regularidad (una cuarta parte del valor total de la IDE), aunque se advierte también un ligero avance de su importancia con el tiempo.

³ Téngase en cuenta que el cambio legislativo de 1992 afecta al sistema de recopilación de operaciones de IDE, con las consiguientes rupturas en la serie.

Un segundo paso consiste en establecer las diferencias entre el *viejo* y el *nuevo* Registro, es decir, en constatar la validez de las series elaboradas mediante el criterio *ex-ante*, cuya información es todavía muy útil para analizar otros planos de la IDE ahora olvidados. Para ello se ha descontado de la serie del *viejo* Registro los préstamos de más de cinco años y las reinversiones de beneficios, no contemplados ambos en la nueva legislación que ha dado lugar a la elaboración de las series del *nuevo* Registro.

La estimación realizada se presenta en el gráfico 2. En los años en que una y otra serie coinciden (1993–97), las diferencias son mínimas (oscilan entre un -6 y un 14 por 100⁴), y la media del periodo supone tan sólo un 6,4 por 100 en favor del *nuevo* Registro. Así pues, la distancia entre uno y otro criterio de contabilización es suficientemente estrecha como para conceder cierta verosimilitud a los datos procedentes del *antiguo* Registro, imprescindibles según se ha dicho para conocer otras parcelas de la IDE.

Gráfico 2.- Estimación de los flujos de IDE bruta registrada en función de los criterios de su contabilización en el *antiguo* (*ex-ante*) y *nuevo* (*ex-post*) Registro de Inversiones Extranjeras
(millones de euros de 1995)



Nota: Se excluyen Préstamos de más de cinco años y Reinversiones de beneficios.

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

— Registro antiguo — Registro nuevo

⁴ Las diferencias serían menores incluso si se tuviera en cuenta la provisionalidad de los datos correspondientes a 1997.

Este mismo gráfico es bien expresivo de lo que sucederá después: una explosión sin precedentes de la IDE bruta recibida y registrada, lo que no quiere decir, ni mucho menos, que toda ella haya supuesto un aumento real del *stock* de IDE, cuestión que se analiza a continuación.

3. Flujos de inversión directa y sistema productivo nacional

Las estadísticas oficiales de IDE no siempre están asociados al sistema productivo, tal como ha venido entendiéndose en la literatura económica. En unos casos, como ha sucedido con el Registro de Inversiones hasta junio de 2003, bajo el rótulo de *inversión bruta* o *liquidación de inversiones* se presentaban no sólo la verdadera inversión que ha contribuido al aumento del *stock* de IDE, sino también cualquier movimiento de altas y bajas de operaciones que en el propio Registro se han producido. No menos importante es el hecho de que los datos de IDE incorporan flujos de IDE “de paso”, pues España está siendo, desde finales de la década pasada, una plataforma desde la que se redirigen los flujos recibidos, contabilizados como tales, cuyo destino final está en otros países, y que pasan a engrosar por tanto la IDE emitida al exterior; cuestión que afecta no sólo a las series del Registro sino también a las de la propia Balanza de Pagos. Estos son, ciertamente, flujos de IDE, de acuerdo con los postulados del FMI, pero es necesario diferenciar aquellos con significación productiva de los que no la tienen. Esclarecer estos hechos es clave.

Para facilitar la comprensión del proceso de deslinde se muestra el esquema 1, elaborado a partir de la información que el inversor debe proporcionar en el momento de dar de alta o baja una operación en el Registro, de acuerdo con la legislación sobre inversiones extranjeras de 1999. En la primera columna se ofrece el *sector de destino* de la IDE (columna a), el *tipo de operación* (columna b) y la *razón de la inversión* (columna c). En la primera se observan ya flujos que no se dirigen al sistema productivo nacional, en tanto que algunos elementos de las dos columnas siguientes sirven para llegar a un concepto de inversión bruta real, una vez depuradas las series de aquellas operaciones que no habrían supuesto un aumento del *stock* de capital productivo, y que obedecen a razones puramente contables.

a) *Creación de sociedades holding residentes en España para invertir en el exterior*

El nuevo Registro proporciona el sector de destino de la IDE a un nivel de dos dígitos para los años 1993–2001. Lo hace de dos modos: como flujos de inversión bruta registrada y como inversión neta (descontando la liquidación de inversiones); esta última básicamente para el periodo 1997–2002. Dentro de los servicios, y más concretamente en la partida Otras actividades empresariales, aparecen desglosadas bajo el rótulo común de Gestión de sociedades y tenencia de valores dos actividades: *Gestión de sociedades en España* y las *Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE)*, título este último con el que se alude a estas sociedades en la Ley 43/95 de 27 de diciembre –Ley del Impuesto de Sociedades– y en la posterior Ley 6/2000 de 13 de diciembre. Sobre las primeras se desconoce todo lo relacionado con su actividad sectorial última en España, lugar donde específicamente desarrollan su actividad, lo que complica la interpretación de los flujos a medida que su importancia ha ido aumentando en el conjunto de los flujos (15 por 100 entre 1999–2002).

Esquema 1.- Características de las operaciones de inversión directa en el Registro de Inversiones Extranjeras

<i>Sector destino inversión</i>	<i>Tipo de operación</i>	<i>Razón de la inversión</i>	<i>Naturaleza medios aportación</i>
Agricultura, ganadería y pesca	Constitución sociedades, sucurs. y establecimientos	Toma de control	Aportación dineraria
Energía, agua e industrias extractivas	Ampliación capital socied. y dotac. sucursales	Adquisición participación minoritaria	Activos y pasivos de empresa españolas o extranjeras
Manufacturas	Adquisición acciones y participaciones	Financiación de activos fijos	Capitalización de préstamos
Servicios puros	Cambio de titular por fusión	Financiación participación en empresa española	Reinversiones de beneficios y capital en reservas
Gestión sociedades en España	Transmisiones entre no residentes	Sanear balance	Conversión obligaciones en acciones
Entidades tenedoras de valores en extranjero	Cambio de residencia	Reajuste grupo empresarial en España	Inmuebles en España o en extranjero
	Otros	Reajuste del grupo empr. en extranjero	Fusiones y adquisic. entre no residentes
		Otros	Sin aportación
			Otros medios no dinerarios

Por lo que respecta a las ETVE, su procedencia geográfica es conocida mediante las series de IDE recibida, pero para su actividad sectorial final y el país último de destino es preciso recurrir a las series de IDE de España en el exterior. Téngase en cuenta, como el rótulo mismo indica, que en España sólo se crea una sociedad *holding* tenedora de valores radicados en otros sistemas productivos; no en vano, al responder los inversores en el formulario correspondiente aparece de forma muy destacada como *razón de la inversión* (columna 3), en estos últimos años, el “reajuste del grupo empresarial en el extranjero”, en lógica correspondencia con el espectacular auge de estas operaciones en el conjunto de la IDE a partir de 1999.

La importancia de las ETVE y su fundamentación fiscal (con motivo de una legislación muy favorable para el tratamiento de los rendimientos obtenidos por sus activos en el exterior) ha sido puesto de relieve en otro lugar⁵), por lo aquí sólo se alude a sus rasgos más esenciales. Por ejemplo, el inicio de estas actividades se remonta a 1997, y aunque consiguieron valores reducidos en ése y en año siguiente, desde 1999 a 2002 su desarrollo ha sido impresionante, adjudicándose el 57% de la IDE neta total recibida. Su repercusión en el conjunto de los flujos de IDE emitida es, no obstante, muy inferior (33% del total en ese mismo periodo).

b) Las adquisiciones a otras sociedades no residentes y la reestructuración de los grupos empresariales en España: hacia un concepto más preciso de inversión bruta efectivamente recibida por el sistema productivo.

Junto con las operaciones típicas de IDE: constitución y ampliación del capital social de sociedades o sucursales, o la misma adquisición de acciones y participaciones, aparecen también bajo el rótulo de *tipo de operación* (columna b) otras operaciones que no suponen inversiones y desinversiones efectivas en España que afecten al *stock* de IDE (entendido aquí como suma de flujos), puesto que son simples cambios en la titularidad accionarial de las sociedades por parte de no residentes. Estas operaciones se corresponden en la *razón de la inversión* (columna c), bien mediante el “reajuste del grupo empresarial en España” –en el caso de las reestructuraciones internas–, o con cualquiera otra razón expresada en la citada columna –en el caso de las “adquisiciones a otros no residentes–; y es probable que

⁵ De modo general se plantea ya en Fernández-Otheo (2003 a, b y c); en estos trabajos se ofrece también un análisis detallado sectorial y espacialmente. Para los aspectos fiscales véase Albi (1999).

la *naturaleza de los medios de aportación* (columna d) haya consistido en “fusiones y adquisiciones entre no residentes”, “sin aportación” u otros medios no dinerarios, aspecto en cualquier caso no conocido⁶).

Un ejemplo sencillo bastará para comprender cómo funciona el mecanismo en el Registro: la venta una sociedad entre no residentes da lugar a una liquidación de la inversión previamente inscrita (liquidación de inversión o desinversión) y a una inscripción simultánea (inversión), aumentando en ambos casos las partidas de *inversión bruta y liquidación de inversiones registradas* correspondientes. Obviamente, ambas operaciones se compensan cuando se da la información en términos netos.

Así pues, es preciso tener en cuenta que lo que el Registro ha venido denominando *inversión bruta* no es sino la mera acumulación de operaciones que tienen lugar dentro de él, por lo que la denominación adoptada ahora –*inversión bruta registrada*– expresa bien sus contenidos. A efectos de la comprensión del fenómeno inversor ligado al *stock* de capital, era imprescindible ofrecer series estadísticas depuradas de estos efectos, como finalmente se ha hecho, o, al menos, que se contemplen separadamente los distintos planos que hasta ahora componen la *inversión bruta*. Téngase en cuenta, no obstante, que sigue siendo útil la información sobre las transmisiones entre sociedades no residentes sin relación accionarial entre ellas, para analizar tanto el perfil inversor como el desinversor, como posible vía para analizar las fusiones y adquisiciones que llevan a cabo estas sociedades en España.

Aunque ya se llevó a cabo un primer cálculo de la inversión bruta efectiva en otro lugar⁷, la disponibilidad de nuevos datos oficiales aconsejan una nueva presentación de las series de *inversión bruta registrada* y de sus componentes, para llegar a la *inversión bruta efectiva*, y en un nuevo paso, a la *inversión neta*, como se muestra a continuación

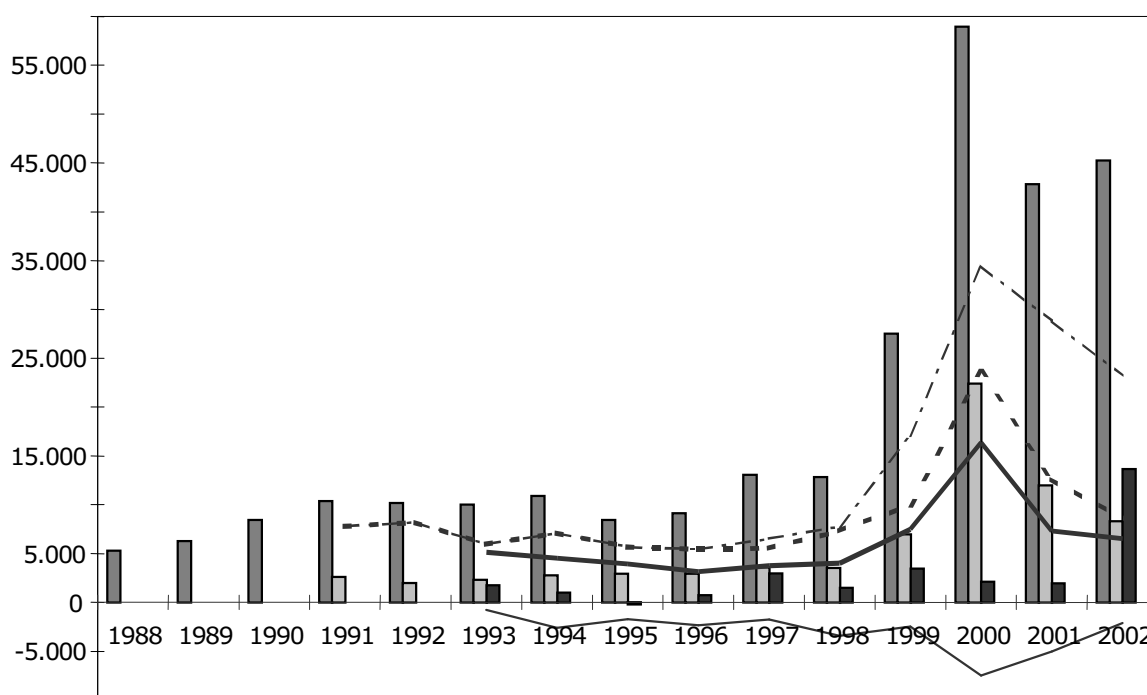
⁶ Sobre los *medios de aportación* en la operación de inversión no se ha dado hasta ahora información cuantitativa alguna. En esta misma columna aparece también como *medio* la reinversión de beneficios y capitalización de reservas. Una primera interpretación parece sugerir que ésta modalidad de IDE sería también un tipo de operaciones que el *nuevo* Registro recoge. Sin embargo, las series estadísticas publicadas desde 1999 no dejan rastro alguno sobre su inclusión como IDE. La vía utilizada para captar esta modalidad de IDE en el *viejo* Registro fue la inversión registrada procedente de España, pues las sociedades inversoras tienen su domicilio social aquí. En las nuevas series no existe España como lugar de procedencia de la inversión recibida

⁷ Véase: Fernández-Otheo (2003c).

4. De la IDE bruta registrada a la inversión neta recibida por el sistema productivo

El gráfico 3 ofrece la secuencia seguida en el proceso de depuración de los datos. Si se empieza con la serie de inversión bruta registrada, la imagen del capital extranjero que verdaderamente ha recibido el sistema productivo español estaría muy desenfocada, y sería mucho más irreal a medida en los años finales del siglo XX, en lógica correspondencia con la acentuación de la movilidad de la IDE por razones fiscales (ETVE), por el ascenso de las fusiones y adquisiciones empresariales y por la reestructuración interna de los grupos aquí radicados.

Gráfico 3.- Flujos de IDE recibida por España, 1988-2002
(millones de euros de 1995)



Fuente: Ministerio de Economía y elaboracion propia.

IDE bruta registrada
 Reestruct. grupo en España
 IDE bruta efectiva
 Desinversiones
 Adquisiciones a otros no residentes
 IDE bruta sin ETVE
 IDE neta sin ETVE

En el mismo gráfico se presenta información procedente del Registro de Inversiones en su versión *ex-ante* (hasta 1992) y *ex-post* (desde 1993 hasta ahora). Ya se señaló la escasa divergencia entre ambos criterios de contabilización, por lo que cabe sugerir, al margen de otros aspectos (diferente cuantía de las operaciones que se exige para ser considerada IDE, por ejemplo), una cierta continuidad en la serie. Hasta 1991 no se tiene constancia de operaciones de IDE entre no residentes.

Esto no significa que no se produjeran, pero al menos no se registraban como tales. De otro lado, la regularidad en el tiempo caracteriza las operaciones de adquisición de activos a otras sociedades no residentes, oscilando su peso relativo en el total de la IDE bruta registrada entre un 19 y un 38 por 100 (la media supone un 28 por 100) entre 1993 y 2002. Por su parte, las operaciones entre sociedades pertenecientes al mismo grupo empresarial –que se recogen como “reestructuración del grupo en España”– representan una parte mucho menor, sus oscilaciones son más pronunciadas y la media del periodo es de un 12 por 100. Como en caso precedente, no se aprecia una tendencia definida en los años considerados.

En suma, la inversión bruta efectiva, obtenida mediante la resta de ambos conceptos, ofrece una imagen bien distinta a la conocida hasta ahora como inversión bruta: es un 40 por 100 inferior a la inversión bruta registrada, sin que apenas varíe dicha proporción a lo largo de los años 1993–2002.

En las desinversiones el panorama es bastante diferente: alcanzan mucha mayor significación al comienzo (1993–1998), pues suponen el 33 por 100 de la inversión bruta efectiva, que en el periodo posterior, con el 16 por 100. Sin embargo, hay un hecho importante detrás de todo esto: las desinversiones corresponden básicamente al sistema productivo nacional, y las cifras de inversión bruta efectiva incorporan todavía la actividad de las ETVE, que precisamente comienzan a desarrollar su actividad por estos años. Descontando estas operaciones, que suponen el 47 por 100 del total de la inversión efectiva para el periodo 1999–2001, los valores obtenidos son casi iguales (31 por 100) a los del periodo previo. En cualquier caso, es un hecho cierto que existe una gran movilidad en el conjunto de la inversión para toda la década pasada y comienzos de la actual.

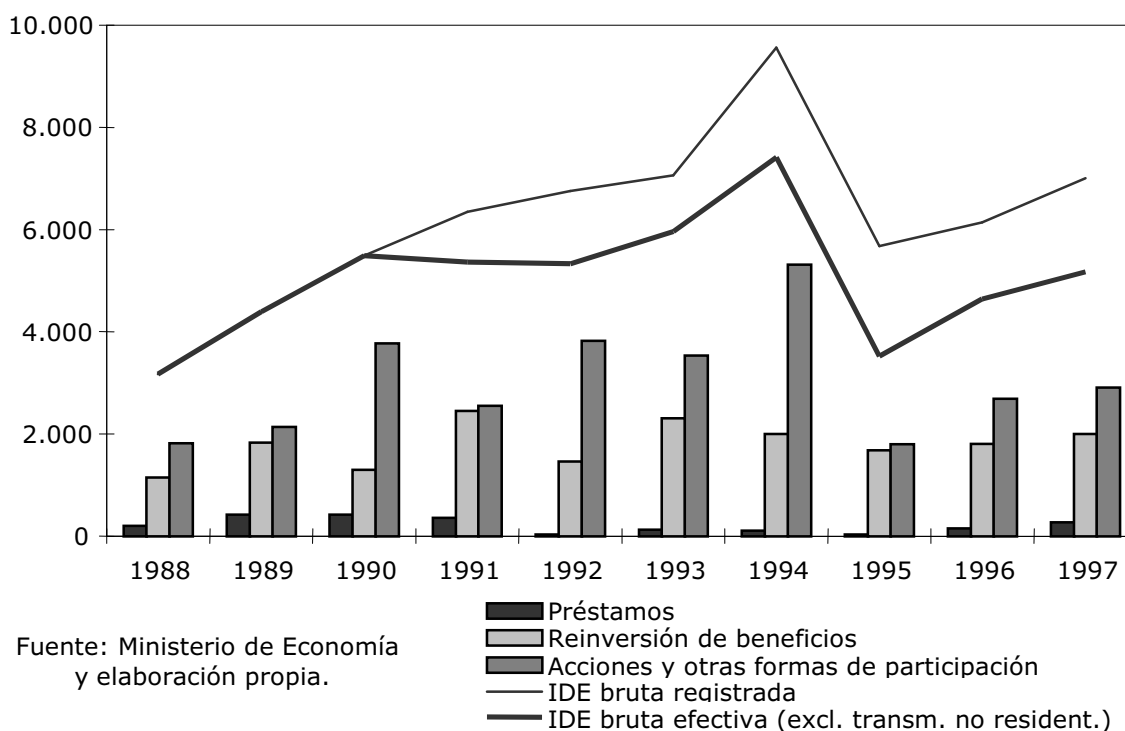
En definitiva, el Registro ofrece la posibilidad de contemplar la inversión recibida neta por España desde varios ángulos, una vez descontados los efectos contables: el primero se refiere al plano más general de la inversión, que recoge no sólo la inversión verdaderamente recibida por el sistema productivo, sino también la extraordinaria actividad desarrollada por las ETVE radicadas en España; y el segundo consiste en analizar por separado las vertientes interna y externa. Los datos de Balanza de Pagos, como se mostrará en breve, no permiten ir más allá de esa primera visión global de la inversión, y de ahí la renovada utilidad de las series estadísticas del Registro.

5. La depuración de las series estadísticas del antiguo Registro

Las revisiones hechas hasta ahora son excesivamente agregadas, y no permiten ir más allá de los años 2000–2002 cuando se quiere captar la dimensión sectorial y espacial del proceso de depuración iniciado. Por otra parte, según se dijo al comienzo, hay aspectos que el *nuevo* Registro ha dejado en el camino (re inversiones y préstamos), y de ahí que sea útil recuperar el *viejo* Registro, siguiendo la senda establecida, en lo posible, para medir la inversión bruta efectiva en los sectores productivos, industria y servicios en particular.

Comenzando con la industria –en la que la mayoría de los flujos corresponde a manufacturas– (gráfico 4), puede verse que las operaciones de transmisiones entre no residentes han ido creciendo en importancia a lo largo del tiempo (19% de media anual sobre el total de la IDE bruta entre 1991 y 1994; 29% entre 1995 y 1997), evolución que contrasta con la relativa estabilidad de este aspecto para el conjunto de la IDE según se ha dicho. Incluyendo algún altibajo que otro, la serie bruta efectiva ha supuesto, obviamente, una atenuación de los valores previos registrados (la media anual se sitúa en torno a los 5.000 millones de euros), con valores superiores en cualquier caso a los que se alcanzaron en la década de 1980.

Gráfico 4.- Estimación de la IDE bruta recibida en España en la industria según el antiguo Registro, 1988-1997 (millones de euros de 1995)



La composición de esta inversión se ha basado en una presencia clara de la participación accionarial (60 por 100 del total en el periodo 1988–1997) y menos en la reinversión de beneficios (algo más de la tercera parte). Un 4 por 100 restante pertenece a los préstamos de más de cinco años entre sociedades relacionadas.

En términos netos, sin embargo –lo que obliga a pasar al *nuevo* Registro–, la realidad es bien diferente en el plano cuantitativo: en 1992 y 1993 se recibieron 2.000 millones de euros, y desde entonces ha ido descendiendo el valor de los flujos (entre 550 y 800 millones entre 1995 y 1997), hasta llegar a ser negativos en los años 1999 y 2000)⁸.

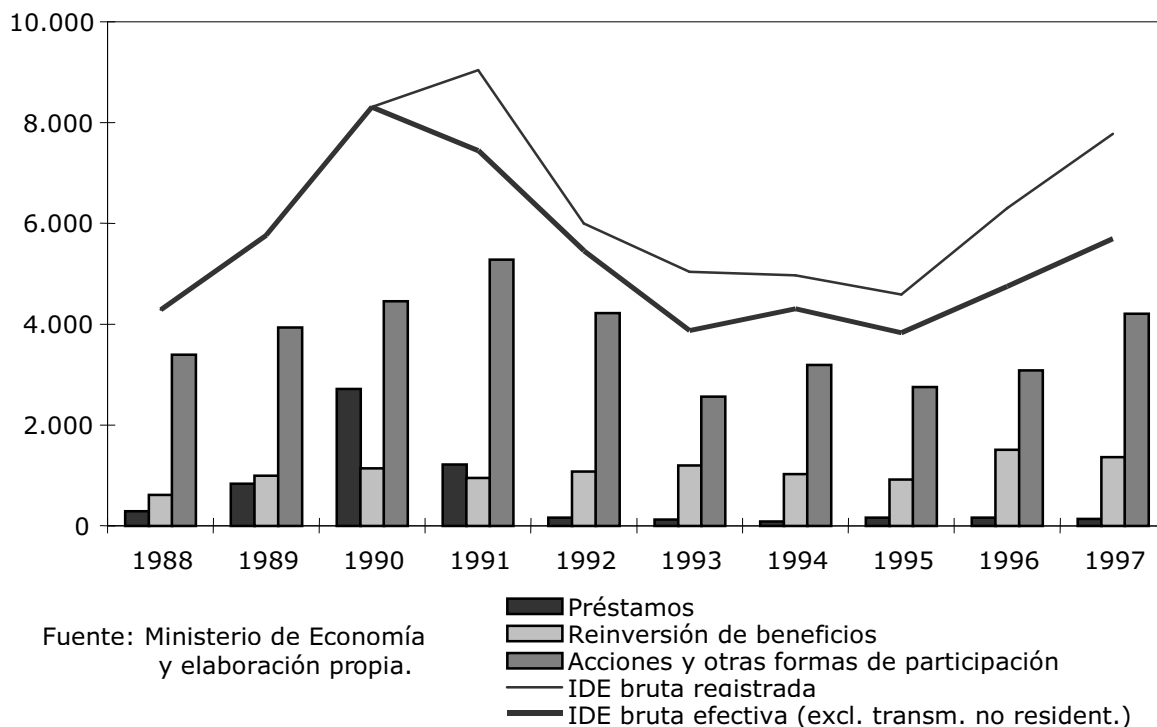
La nueva serie de IDE bruta efectiva estimada para los servicios (gráfico 5) acusa algo menos la presencia de transmisiones entre no residentes (16% de media anual sobre el total de la IDE bruta entre 1991 y 1994; 23% entre 1995 y 1997). Y frente a lo que se observó en la industria, las reinversiones de beneficios son ahora menos relevantes, en términos relativos, a pesar de su tendencia ascendente en el tiempo (15 por 100 entre 1988 y 1992; 26 por 100 entre 1993 y 1997); lo que parece indicar que esta modalidad está relacionada con el grado de madurez de la inversión. Cabe señalar también que este tipo de operaciones es mucho menos relevante en los servicios que en la industria (36 y 64 por 100, respectivamente), lo que se corresponde en buena medida con la mayor antigüedad de la IDE en el sector industrial.

Los préstamos entre matriz y filial, salvo en algún año, alcanzan escasa significación en su conjunto del periodo. Esto no sucedió en la primera mitad (1988–1992), en que alcanzaron el 17 por 100 de la inversión bruta efectiva; teniendo en la segunda parte (1993–1997) muy escasa relevancia (3 por 100). Todo ello revela el menor acceso a la financiación externa de las filiales, con motivo del continuado descenso de los tipos de interés a medida que transcurrían los años; fenómeno observado de igual modo en la industria.

Por último, al contrastar estos datos brutos efectivos con los netos del *nuevo* Registro, no se advierten aquí los problemas de estancamiento detectados en la industria, por lo que cabe señalar que la inversión neta total de buena parte de la década de 1990 se ha sustentado básicamente en los servicios.

⁸ Fernández-Otheo (2003 b y c)

Gráfico 5.- Estimación de la IDE bruta recibida en España en servicios según el antiguo Registro, 1988-1997 (millones de euros de 1995)



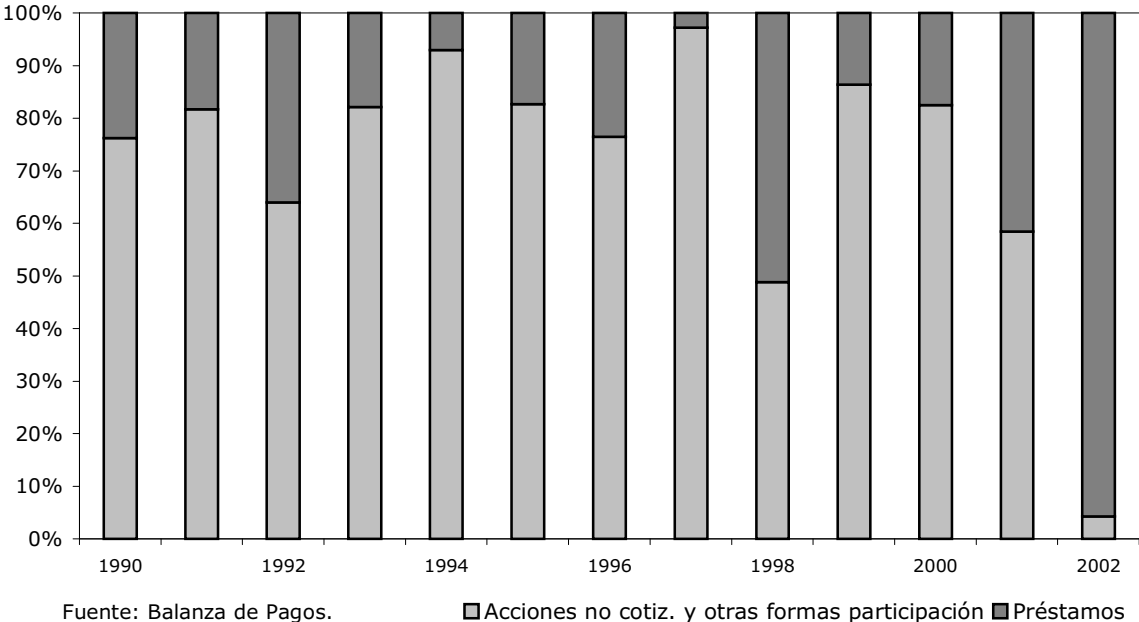
6. Registro de Inversiones extranjeras y Balanza de Pagos: el contraste final

La Balanza de Pagos ha venido siendo considerada la fuente estadística más verosímil para valorar el proceso de internacionalización de la economía española mediante la inversión directa. De igual modo que el Registro de Inversiones, también sus series se están viendo afectadas por elementos exógenos que distorsionan la significación productiva de la IDE. El objeto de este epígrafe es hacer un breve repaso de sus contenidos, y más adelante efectuar un primer contraste entre ambas fuentes estadísticas bajo modalidades de IDE similares. Es también un primer intento de ofrecer una imagen superpuesta de la actividad de las ETVE en el cerrado panorama de la flujos de IDE –hasta ahora– de Balanza de Pagos.

Según se hizo con el Registro, el primer paso es deslindar las distintas modalidades que se recogen en esta fuente, siguiendo la estela iniciada ya en el epígrafe segundo. Para ello se ha elaborado el gráfico 6, que engloba las “participaciones en el capital” (acciones no cotizadas y otras formas de participación) y “otro capital” (préstamos entre empresas relacionadas); téngase en cuenta que

aquí se recoge cualquier operación independientemente del vencimiento del préstamo. Falta una modalidad, inversión en inmuebles, que suele dejarse al margen por su dudosa significación productiva.

Gráfico 6.- Proporción de cada categoría de inversión directa según datos de Balanza de Pagos, 1990-2002 (porcentajes)



Una simple mirada advierte ya sobre la mayor relevancia de las participaciones en el capital en comparación con los préstamos entre sociedades relacionadas. Desde hace algún tiempo las cosas están cambiando. Frente al 20 por 100 que ocuparon estos últimos entre 1990 y 1995 y 1997, desde entonces son frecuentes los años en que sus cifras se aproximan a la mitad del total invertido, y en 2002 esta vía monopolizó la inversión recibida. Nada de esto ocurría en el Registro de inversiones en los años en los que ha sido posible captar su alcance, seguramente por la sustancial diferencia en los plazos exigidos para su contabilización como IDE. Puesto que la proporción de estos en el total aumenta con el tiempo, al contrario que los tipos de interés, hay que preguntarse no sólo por su verdadera contribución a la financiación empresarial de las sociedades filiales, sino también por otras razones.

Al margen de lo ya dicho sobre el probable uso de las filiales como centros donde se ubican los excedentes de tesorería del grupo empresarial en una determinada zona geográfica, así como la provisionalidad de los datos de los últimos años, constantemente actualizados en la Balanza y en el Registro, la coincidencia en

el tiempo con el auge de las operaciones de ETVE no debe ser pasada por alto. No se trata de establecer una relación inmediata entre ambos fenómenos, pues no hay, de momento, información accesible que lo sustente. Es más, en el Registro de Inversiones constan las inversiones en ETVE mediante modalidades de IDE distintas a los préstamos; en otro caso no podrían inscribirse, a tenor del cambio legislativo de 1999. Es pues un tema muy confuso sobre el que no es posible dar más luz de momento.

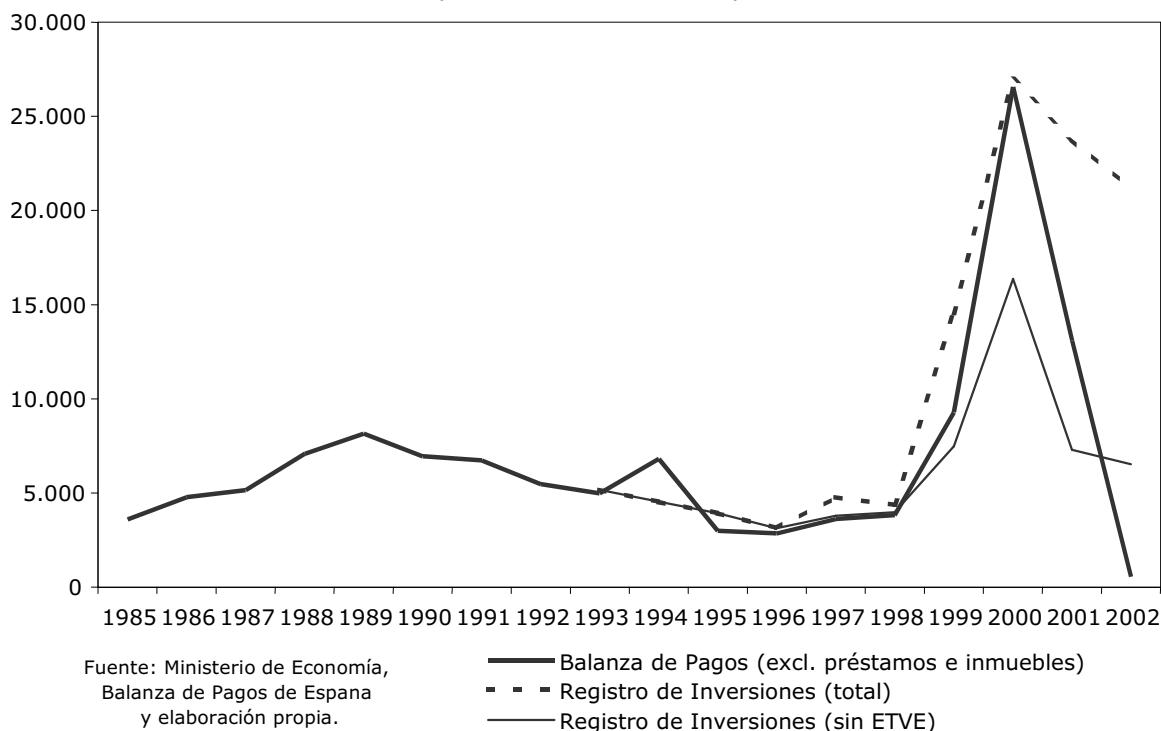
En la Balanza de Pagos no es posible aislar el efecto ETVE, dado el escaso nivel de desagregación que se proporciona. Y de ahí que convenga plantearse un contraste entre ésta y el Registro, con las mismas o parecidas modalidades de IDE. De este modo tendremos una idea aproximada de cómo afectaría la actividad de las ETVE a las cifras de la Balanza.

El elemento base de comparación – el único en que ambas fuentes coinciden – serían las participaciones en el capital (acciones y otras formas de participación), puesto que el Registro ha dejado de considerar los préstamos entre empresas relacionadas. Y como enseguida se mostrará, los datos avalan este contraste en gran parte del periodo analizado. Los resultados se muestran en el gráfico 7, que incluye una serie de Balanza de Pagos de la se han excluido los préstamos, y dos series procedentes del Registro de Inversiones, bajo dos supuestos: con y sin la actividad de las ETVE. Ambas series están expresadas en términos netos.

De entrada, se capta inmediatamente un hecho singular: la gran similitud existente entre ambas series para la mayoría de los años si no se descuenta el efecto ETVE, con la excepción de 2001 y 2002, años con cifras provisionales. Y esto lleva a pensar que la segregación de los flujos dirigidos a ETVE con mucha probabilidad proporcionaría series muy parecidas. Esto no supone necesariamente que ambas series deban coincidir, dadas los distintos momentos en que las operaciones se registran y la distinta procedencia en sus fuentes de aprovisionamiento (los propios inversores, en el caso del Registro, o las entidades financieras delegadas, para la elaboración de la Balanza)⁹.

⁹ La extraordinaria cifra del año 2000 obedece en gran medida a una única operación: la compra de la empresa Airtel por parte de Vodafone en el sector de telecomunicaciones.

Gráfico 7.- Flujos de inversión directa neta según Balanza de Pagos y el Registro de Inversiones Extranjeras, 1985-2002 (millones de euros de 1995)



En definitiva, la tardía revisión de las cifras de IDE por parte del Ministerio de Economía –todavía muy parcial– es un primer paso necesario para evitar la confusión que hasta ahora ha producido el equívoco concepto de *inversión bruta* que desde el propio Registro se ha venido utilizando, con el consiguiente contagio a los investigadores, y para clarificar y descifrar el complejo entramado de la IDE. Este intento de clarificación debe extenderse ahora a la propia Balanza de Pagos, en la que es preciso desmenuzar algunos de sus principales contenidos, especialmente por el lado de los préstamos y de la actividad desarrollada por las ETVE.

Una vez llevado a cabo este proceso de depuración y deslinde, el panorama inversor cambia radicalmente. La supresión de todo tipo de efectos exógenos al sistema productivo –incluidas las ETVE– ha puesto de manifiesto el avance de las cifras de inversión desde los años finales de la década pasada, muy inferiores en cualquier caso a lo que una simple mirada a los datos que se nos han ofrecido hasta ahora parecían indicar. No se quiere con ello restar mérito al éxito conseguido mediante las ETVE, el gran motor de la IDE en estos últimos años, aunque su significación económica sea muy escasa en principio.

Como se acaba de ver, la inversión bruta efectiva sigue llegando en cuantía suficiente como para contrarrestar las desinversiones que simultáneamente se producen. La situación sectorial es muy asimétrica sin embargo, según se ha puesto de relieve en otro lugar. Hay inversión neta en servicios, pero apenas en manufacturas desde mediados de la pasada década, lo que, de seguir así, debe hacer reflexionar sobre la capacidad competitiva futura de un sistema productivo necesitado del capital extranjero para la producción de bienes de una cierta complejidad técnica.

Bibliografía

- ALBI IBÁÑEZ, E. (1999), ¿Utilización de *Holdings* extranjeras o inversión empresarial en el exterior desde España?: aspectos fiscales”, *Información Comercial Española*, núm. 777, marzo-abril.
- BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (varios años).
- DUCE HERNANDO, M. (1996), “La estimación de las inversiones directas en la Balanza de Pagos”, *Información Comercial Española*, núm. 752, abril.
- DUCE HERNANDO, M. (2002), “La metodología de Balanza de Pagos para el estudio de las inversiones exteriores”, *Información Comercial Española*, núm. 798, marzo.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003a), “Inversión directa extranjera y sistema productivo: una disociación creciente”, *España 2003. Un balance*, núm. 95 (extra), marzo.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003b), *Inversión directa extranjera de España en la década final del siglo xx: nuevas perspectivas*, Papeles de la Ortega, Instituto Universitario Ortega y Gasset, Madrid.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003c), *Inversión directa extranjera, fiscalidad y sistema productivo en España: el papel de las Entidades tenedoras de valores en el extranjero*, VI Encuentro de Economía Aplicada, Granada 5-7 de junio.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993), *Manual de Balanza de Pagos*, 5ª ed., Washington.
- MUÑOZ GUARASA, M. (1999), *La inversión directa extranjera en España: factores determinantes*, Civitas, Madrid.
- MUÑOZ GUARASA, M. (2000), “Las nuevas fuentes estadísticas sobre inversión extranjera en España”, *Boletín Económico de ICE*, núm. 2646, 13-19 de marzo.
- OCDE (1999), *OECD benchmark definition of foreign direct investment*, 3ª ed.
- RODRÍGUEZ TENÉS, E. Y SÁNCHEZ TRUJILLO, A.Mª. (1996), “La nueva Balanza de Pagos: una necesaria y difícil adaptación al fenómeno de la, globalización”, *Papeles de Economía Española*, núm. 66.
- UNCTAD (2002), *World Investment Report*. Ginebra.