

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA – VIII JORNADAS DE ECONOMÍA INTERNACIONAL

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

(fecha prevista para su publicación: mayo de 2004)

Estadísticas de inversión directa extranjera en España: una revisión

Carlos Manuel Fernández-Otheo

Profesor Titular –Economía Aplicada II–
Universidad Complutense de Madrid
(cmfotheo@ccee.ucm.es)

Palabras clave: Inversión directa extranjera. Desinversión extranjera. Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE).

Clasificación Jel: F21,H87

Estas páginas plantean la conveniencia 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. Los cambios en la legislación afectan, básicamente, al modo en que se recopila la información –por parte del Registro de Inversiones Extranjeras–, a las modalidades de inversión que se contemplan y a una más precisa delimitación de sus contenidos (inversión bruta registrada, inversión bruta efectiva e inversión neta); a su vez, se contrasta la nueva información estadística elaborada a partir de la modificación legal de 1999 (y que abarca ahora el periodo 1993–2002) con la que previamente se venía ofreciendo (en este caso, el periodo 1988–1997), con el fin de valorar aquellos aspectos que ahora no se contemplan y qué posibilidades hay de enlazar las nuevas series con las antiguas, al menos hasta 1988. De otro lado, la masiva presencia de operaciones de ETVE, desde finales de la pasada década, utilizando España como “lugar de paso” hacia otros sistemas productivos, requiere una clara delimitación de lo que verdaderamente recibe España.

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 (préstamos de más de cinco años). 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. Un buen ejemplo de todo esto es lo que ocurre con los flujos recibidos por las Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE) controladas por no residentes, cuyo destino real no es el sistema productivo español sino el de otros países, con el fin

* Este comunicación rescata los problemas de la información estadística de base planteados ya en el seminario dirigido por D. Archibugi sobre *Internacionalización tecnológica y empresas multinacionales* en El Escorial en el verano de 2002 (Fernández-Otheo, 2003a). A su vez, con motivo de los nuevos datos aportados por el Ministerio de Economía, en el verano de 2003, se ha hecho una profunda revisión de la comunicación presentada en las VIII Jornadas de Economía Internacional, Ciudad Real, 25–27 de junio de 2003. Dirección del autor: www.ucm.es/info/ecap2/fernandez_cm/

de aprovechar el óptimo tratamiento fiscal que en España tienen los rendimientos de la inversión y las plusvalías generadas en el exterior. La consecuencia de todo esto es evidente: aumenta la recepción de flujos y, simultáneamente, aumenta la inversión en el exterior, sin que apenas se vea implicado el sistema productivo nacional.

Los recientes pasos dados por el Registro de Inversiones Extranjeras del Ministerio de Economía avanzando en la clarificación estadística del fenómeno de las ETVE y del equívoco término de *inversión directa bruta*, que venía manejando hasta ahora, más la aparición de datos de inversión neta (pudiendo estimarse ahora la desinversión efectiva), son fundamentales para analizar con más rigor la IDE de esta última década. Con todo, esto ha tenido lugar, de momento, en sólo una de las fuentes estadísticas, la que realiza el propio Ministerio de Economía, que permite conocer los planos sectorial, espacial y regional, y que poco a poco va mejorando su veracidad.

Los datos de IDE procedentes de la Balanza de Pagos, elaborada por el Banco de España, tal como se vienen presentando hasta ahora, distan de ser los más adecuados para valorar la relación IDE/sistema productivo, pues sólo se ofrecen en términos netos, no en brutos, no deslindan el efecto ETVE y una parte de las operaciones de inversión registradas están mucho más próximas a la economía financiera que a la real. Su revisión, tendente de igual modo hacia la clarificación de los datos, no es menos necesaria.

La aparición de nuevas facetas del proceso inversor, la profunda revisión realizada en la elaboración de los datos de IDE por parte del Ministerio, merecen una primera reflexión que ayude a entender la nueva presentación de las fuentes estadísticas, al margen de lo que desde el propio Registro se hace, y a calibrar otros aspectos fundamentales, bien en el sistema de contabilización (*ex ante* y *ex post*) o en el encadenamiento de series, en la significación de los créditos matriz-filial, ahora no incluidos, o en la importancia que habría tenido la reinversión de beneficios por parte de las filiales, aspecto sobre el que no se publica información pero de gran importancia en economías con larga tradición como receptoras de IDE. De otro lado, siguiendo los

nuevos datos que ofrece el Ministerio, es oportuno ensayar una secuencia del proceso inversor y desinversor que deslinde las vertientes endógena y exógena al sistema productivo.

Así pues, se comienza valorando los datos de IDE de la Balanza de Pagos; se pasa a continuación al análisis de los cambios en el Registro y su impacto sobre los datos, recabando en su caso otros procedentes del *antiguo* Registro para su contraste y clarificación; y se concluye con una presentación conjunta de las series estadísticas de ambas fuentes.

2. La inversión directa en la Balanza de Pagos

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. Y como IDE cabe considerar las siguientes modalidades, según el FMI –V Manual de Balanza de Pagos–: participaciones en el capital, financiación entre sociedades relacionadas y reinversión de beneficios obtenidos por la filial (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"¹ (aunque por la vía de las rentas de capital), por lo que deben obtenerse de modo indirecto, 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

¹ Duce Hernando (2002), pág. 92.

a la hora de identificar la inversión directa –en muchos casos entremezclada con la inversión de cartera–, 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 aquélla los excedentes de tesorería del grupo empresarial². En suma, no es extraño que aparezcan elementos ajenos a la pura financiación de actividades productivas –y a veces de manera relevante– entre los flujos de IDE.

Esta fuente tiene una importante limitación, puesto que no deslinda entre los flujos que habría recibido el sistema productivo español de aquellos otros cuyo destino es cualquier otro sistema productivo. Es un fenómeno nuevo en el caso español, que empieza a adquirir consistencia en los años finales del pasado siglo; no así en países como Holanda, bien conocido entre los especialistas por ser uno de los lugares de referencia de los flujos recibidos y emitidos por España –y por otros países–. Son flujos recibidos al amparo de una figura jurídica pensada para promover la internacionalización de la economía española, mediante un óptimo tratamiento para los rendimientos y plusvalías de los capitales directos invertidos en el exterior, que está siendo profusamente utilizada también por otros países para invertir más allá de las fronteras españolas; su denominación, de acuerdo con la legislación, es: Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE)³. Así pues, la inversión directa recibida y emitida por España están,

² Sobre esta cuestión, véase Rodríguez–Tenés y Sánchez Trujillo (1996)

³ Sus orígenes están en la Ley 43/95 de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, y en sucesivos añadidos en las Leyes de Acompañamiento a los Presupuestos. Comentario sobre dicha Ley, así como una comparación sobre la legislación de Holanda, Luxemburgo o Bélgica, entre otros, pueden verse en Albi (1999). Las implicaciones de los últimos cambios legislativos (Ley 6/2000, de 13 de diciembre.), así como su comparación respecto a la situación anterior, pueden verse en López Ribas (2001). De otro lado, la significación cuantitativa de las ETVE, en el plano de la IDE, se contempla en Fernández–Otheo (2003 a,b).

mientras el valor de las operaciones siga siendo relevante, indisolublemente unidas, de tal modo que la última no se explica sin recurrir a la primera.

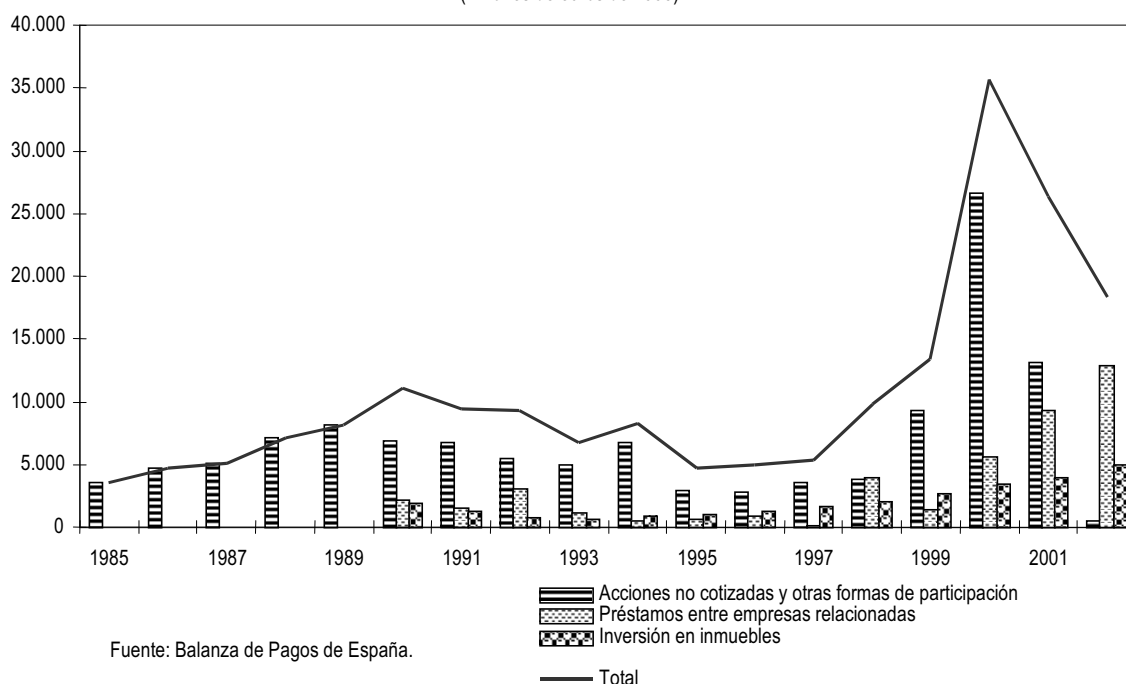
Sin duda alguna los flujos procedentes del exterior y canalizados mediante estas entidades son también inversión directa, pues se sigue en esto –como en el resto de la inversión– el criterio direccional establecido por el V Manual de 1993 del FMI (no residente en los flujos de inversión recibida y residente para la inversión emitida al exterior). Pero su deslinde entre los dos tipos de flujos es imprescindible, si se quiere dar una visión correcta del capital que está recibiendo el sistema productivo, dada la extraordinaria magnitud que han alcanzado en estos años, según se mostrará en breve con datos del Registro de Inversiones, única fuente capaz de proporcionar información al respecto.

El gráfico 1 da cuenta de la trayectoria de la IDE según la Balanza de Pagos durante estas últimas décadas, desglosando las distintas modalidades que contempla. Dos aspectos interesa destacar. Primero, en el vertiginoso despegue de los flujos, a partir de 1998, con proporciones respecto al PIB entre el 4 y el 6 por 100 en algunos años, los flujos en ETVE influyeron con fuerza en el resultado final, aunque desde la propia fuente no sea posible justificarlo, por falta de datos. Segundo, de modo simultáneo a este extraordinario ascenso de los flujos se fue produciendo una sustancial alteración en las modalidades de inversión: la participación accionarial, la más importante hasta hace poco tiempo, está siendo sustituida por los préstamos entre empresas relacionadas (a corto y a largo plazo, pues no se distingue su vencimiento); mientras que entre 1990 y 1997 los préstamos supusieron un 16,6 por 100 del total, desde 1998 hasta 2002 se duplicaron, alcanzando en algún año –en 2002– el 70 por 100 del total. Puesto que la proporción de éstos en el total aumenta con el tiempo, al contrario que los tipos de interés de los mercados financieros, la interpretación de la IDE del último quinquenio se complica sobremanera: resulta difícil explicar por qué se está utilizando en semejante proporción la financiación externa cuando la interna es perfectamente comparable a la que pueda obtenerse en los lugares de origen de la inversión; y eso remite a lo ya dicho

desde el propio Banco de España sobre la utilización de determinadas filiales para optimizar la tesorería del grupo empresarial. Tener en cuenta ambos aspectos evitará interpretaciones erróneas de las relaciones entre inversión y sistema productivo cuando se utilice esta fuente.

También el propio cálculo de la posición internacional de España por inversión directa, recibida o emitida al exterior⁴, está mediatizado por estos hechos, en particular por las operaciones en ETVE. Y lo mismo puede decirse de los datos proporcionados por los organismos internacionales –FMI y UNCTAD–, que provienen de las respectivas balanzas de pagos nacionales, lo que aconseja ser prudente en su interpretación, al menos para el periodo en que las ETVE tengan un peso relativo considerable en el conjunto de los flujos.

Gráfico 1.- *Flujos de inversión directa neta recibida por España por modalidades según Balanza de Pagos, 1985-2002*
(millones de euros de 1995)



⁴ Estas series se presentan en los Boletines Estadísticos del Banco de España.

3. La inversión directa en el Registro de Inversiones Extranjeras del Ministerio de Economía

Por lo que respecta al Registro de Inversiones Extranjeras, la reforma legislativa de 1999 (RD 664/1999) supuso un paso fundamental frente a la de 1992. Si ya en esta primera reforma de la década aumentaron los valores de las operaciones que debían registrarse 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⁽⁵⁾: se recoge el capital accionarial (constitución, adquisición de acciones y obligaciones...), pero se dejan fuera los préstamos de más de cinco años⁽⁶⁾. Respecto a las reinversiones de beneficios obtenidos por las sociedades participadas, 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); aspecto relevante e injustamente olvidado, que da lugar a importantes diferencias en las estadísticas de los países.

Desde el verano de 2003, el Registro ofrece la siguiente secuencia de datos: 1) *inversión bruta registrada*, expresión equivalente a la que hasta ahora se había denominado como "inversión bruta", y que incluye todo tipo de operaciones inscritas en el Registro, independientemente de su contribución o no al *stock* de capital en manos de no residentes; 2) *inversión bruta efectiva* –la que verdaderamente supone un aumento o disminución del *stock* de capital productivo–, a la se llega descontando de la inversión bruta registrada las transmisiones entre no residentes y las operaciones de

⁵ 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.

⁶ 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.

reestructuración accionarial dentro de un mismo grupo empresarial⁷; y 3) *inversión neta*, que se obtiene restando a la inversión bruta registrada la liquidación de la inversión bruta previamente inscrita. A la *desinversión efectiva* se llegaría, por tanto, restando de la inversión bruta efectiva las liquidaciones correspondientes. Con el fin de ampliar las series hacia atrás, el Registro ha llevado a cabo una revisión de las operaciones realizadas desde el año 1993, ajustándose a los nuevos criterios legislativos.

No menos importante que esta necesaria clarificación conceptual de las series de inversión es el sustancial cambio respecto a la veracidad de las operaciones de la IDE inscritas en el Registro en relación con situaciones previas (operaciones sujetas a verificación y autorización por parte de las autoridades pertinentes), en las que primaba una cierta incertidumbre respecto de su verdadera realización. 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, suponer más de lo inicialmente declarado o no llevarse a efecto siquiera. Este criterio de contabilización *ex ante*, es esencialmente estático, al no modificarse el valor de la inversión en el tiempo. 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*).

⁷ Las series de inversión bruta registrada agregadas comprenden, por tanto, un tipo de operaciones con claros compromisos con el sistema productivo y otro que no añade o resta valor al *stock* de inversión directa en manos de no residentes, sino meros trasiegos en la propiedad del capital, en un caso, o la realización de operaciones en el seno del propio grupo empresarial, en otro, por lo que su utilidad es más bien escasa. Una parte de las operaciones, las de reestructuración intragrupo, resultan menos atractivas para el investigador que las operaciones de transmisiones entre no residentes, que son una vía insustituible para captar las fusiones y adquisiciones que se llevan a cabo entre el propio capital extranjero. Sobre estas dos variables apenas se ha proporcionado información.

Los datos que se muestran en el gráfico 2 fueron extraídos del Boletín semestral del Registro del primer semestre de 2003.

Los datos de IDE en el Registro pueden consultarse en Internet: www.mcx.es/polco/

Como en la Balanza de Pagos, el Registro incluye también las operaciones en ETVE. La diferencia estriba en que mientras la Balanza no deslinda, por el momento, dichas operaciones, el Registro sí lo hace, lo que le convierte en el único instrumento útil para el estudio separado de las vertientes endógena y exógena al sistema productivo de la IDE.

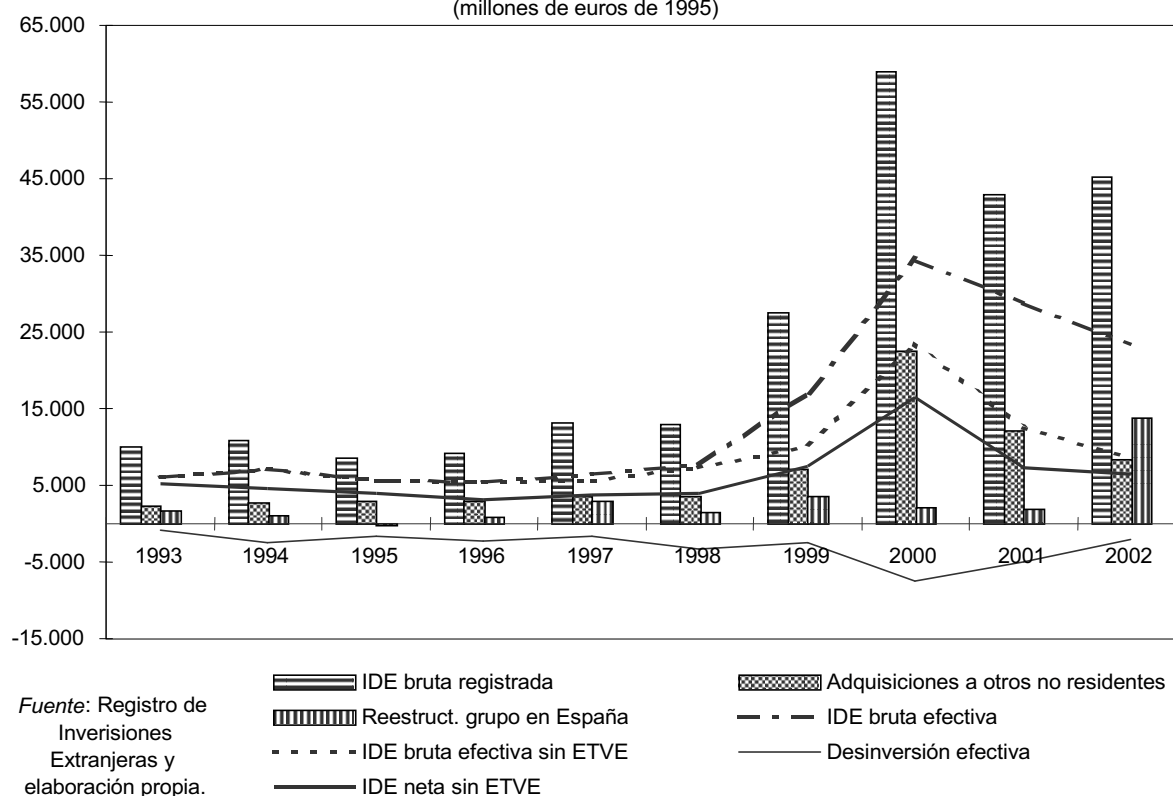
La presentación de los datos –gráfico 2– facilita la comprensión de lo que se viene diciendo, al presentarse secuencialmente las distintas series de IDE. Con valores absolutos realmente espectaculares aparece la inversión bruta registrada, lastrada, según se ha dicho antes, por elementos ajenos al propio proceso inversor; al ser su cuantía muy relevante a lo largo de los años considerados no sirve para medir la trayectoria real de las entradas de capital. El más significativo, en casi todo el periodo 1993–02, ha sido la partida de transmisiones entre no residentes, en casi todos los años (un 27 %, aproximadamente, sobre el total de la inversión registrada, tanto para el periodo 1991–97⁸ como para el periodo 1998–02), en tanto que las operaciones de reestructuración en el seno de los propios grupos empresariales supusieron entre un 9 y un 12 por 100, respectivamente, para los mismos periodos.

En otras palabras, la propiedad del capital extranjero ha cambiado de manos de forma significativa, aunque esto no haya supuesto –tanto en el caso de las operaciones entre no residentes como en el de la reestructuración de actividades intragrupo– recepción alguna de nuevos capitales desde el exterior; lo que es congruente con el proceso de fusiones y adquisiciones de empresas, nacional y transfronterizo, que ha caracterizado la década de 1990, sobre todo en su segunda mitad; han aumentado ligeramente las operaciones que tienen por objeto la reestructuración accionarial de los grupos empresariales pertenecientes a no residentes; y la IDE propiamente recibida por el sistema productivo español, una vez segregados estos elementos puramente contables–sin significación en el *stock* de IDE–, creció espectacularmente desde 1999, alcanzando su apogeo en 2000 (debido en gran parte a la megaoperación

⁸ No hay constancia de operaciones de este tipo para los años anteriores de forma desagregada.

Airtel/Vodafone) y descendiendo desde entonces⁹. En términos de PIB, desde esta primera perspectiva de la inversión bruta efectiva, los valores siguen siendo muy relevantes (entre un 3 y un 5,6 por 100 desde 1999).

Gráfico 2.- Flujos de inversión directa recibida por España según el Registro de Inversiones Extranjeras, 1988-2002 (millones de euros de 1995)



Pero queda todavía algo importante para llegar a precisar la dimensión real de los flujos recibidos por el sistema productivo: descontar el "efecto de paso" de las operaciones en ETVE pertenecientes a no residentes¹⁰. Los resultados son sorprendentes: después de un inicio muy suave, en los años 1997 y 1998, los valores de los años posteriores fueron ganando cuota hasta alcanzar el 48 por 100 del total de IDE

⁹ Téngase en cuenta, según se señala desde el propio Registro, que desde 1999 se incluye la inversión en sociedades cotizadas, lo que habría supuesto, también, un cierto salto sobre los años previos.

¹⁰ En el plano sectorial, estas operaciones aparecen en la información que se ofrece en Internet en Otras actividades empresariales, diferenciando la *Gestión de sociedades en España* (sociedades *holding* con actividad productiva en España) y las *Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE)*.

bruta efectiva entre los años 2000–02¹¹. Descontados estos flujos exógenos al sistema productivo, lo que verdaderamente se viene recibiendo en este último quinquenio se reduce considerablemente: en términos del PIB, los flujos oscilan entre un 1,1 (1997) y un 3,8 (2000), con una media del 2 por 100 (1997–02).

Esto es, pues, lo que verdaderamente recibe el sistema productivo nacional en sus distintas actividades. El paso siguiente contempla la inversión neta, otra de las grandes novedades aportadas con motivo de la modificación legislativa de 1999. También ésta última se ofrece directamente, habiendo sido calculada, según el propio Registro por diferencias ente la IDE bruta efectiva y las liquidaciones de inversiones previamente registradas. La trayectoria que describen los flujos netos se ofrece en el mismo gráfico 2, observándose similitudes con la serie previamente comentada en cuanto a su evolución el tiempo. Los valores absolutos siguen descendiendo respecto a la IDE bruta efectiva sin ETVE, reduciendo con fuerza las proporciones que se alcanzan ahora en relación con el PIB (1,3 % de media para el periodo 1998–02, con oscilaciones entre un 0,8 y un 2,7 en los años 1998 y 2002), algo por encima de lo que viene siendo habitual en los grandes países comunitarios (UNCTAD, 2003), lo que pone de manifiesto un activo proceso de desinversión.

Aunque aquí no haya espacio para comentar el destino sectorial de los flujos, sí conviene decir que los servicios han ido absorbiendo la mayoría, desde finales de la década pasada, en detrimento de las manufacturas, rompiéndose así una larga tradición de equilibrio entre ambas actividades. Y lo que es más grave: la IDE neta en manufacturas es muy baja en comparación con etapas previas (e incluso negativa en algunos años)¹².

Todo esto remite al tema de las desinversiones –o liquidación de inversiones, según se acaba de decir–, a las que sólo se accede de modo indirecto, debiendo

¹¹ Si se contabilizara sólo los años 2001 y 2002, el porcentaje asciende al 60 por 100.

¹² Fernández–Otheo (2002 y 2003a).

precisarse, además, de qué tipo de desinversiones se habla, si de desinversiones registradas o efectivas. La *desinversión registrada* se obtiene por diferencias entre la IDE bruta registrada (altas de operaciones) y la IDE neta, lo que refleja, simplemente, la cuantía de las operaciones de inversión previamente realizada que han sido objeto de las pertinentes liquidaciones de inversión (bajas) en el Registro. Esta aproximación no tiene significado económico, aunque no por ello deja de transmitir fielmente lo que ha sucedido en el Registro¹³.

Hay otro modo de aproximarse a las desinversiones, mucho más real: descontar de la inversión bruta efectiva (exenta ya de operaciones que no suponen la entrada de nuevos flujos) la inversión neta, con lo que se obtendría la *desinversión efectiva*. Esta vía, mucho más fructífera, ha sido utilizada recientemente para medir su trayectoria y significación, así como para medir el impacto de las desinversiones sobre el *stock* de capital extranjero¹⁴, por lo que no interesa repetir lo allí dicho. En todo caso, es oportuno señalar que las desinversiones corresponden básicamente al sistema productivo nacional (las ETVE apenas se han visto afectadas), por lo que si se toma la IDE bruta efectiva sin ETVE, la cifra de desinversiones supuso entre un 31–33 por 100 a lo largo del periodo 1993–02, sin que se observen apenas diferencias entre el primer y el segundo quinquenio. Así pues, la desinversión es importante, pero más lo es el trasiego de entradas y salidas que se ha producido, lo que permite hablar, según se ha dicho en otro lugar, de una profunda reestructuración del capital extranjero en estos últimos diez años.

¹³ Por ejemplo, la compraventa de activos empresariales entre no residentes da lugar, primero, a una nueva inscripción en el Registro por parte de la sociedad compradora, y, simultáneamente, a una operación de liquidación de la inversión previamente registrada por parte de la sociedad vendedora. Obviamente, esto supone una elevación considerable de las entradas y de las salidas, habiendo permanecido invariable el *stock* de inversión en manos de no residentes.

Esta vía de cálculo fue utilizada en los primeros trabajos que abordaron el tema de las desinversiones desde el Registro (Muñoz Guarasa, 2002 y Fernández–Otheo, 2002).

¹⁴ Para un mayor detalle véase Fernández–Otheo y Myro (1993).

4. Los flujos en el *viejo* Registro de Inversiones Extranjeras. ¿Siguen siendo útiles?

Según se dijo al comienzo, la modificación del régimen de inversiones extranjeras ha traído otros cambio de indudable interés, como el modo de contabilizar las operaciones o la exclusión de los préstamos de más de cinco años entre empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial. También han dejado de registrarse las operaciones realizadas por las filiales en otras sociedades españolas (es decir, la inversión en cascada o indirecta). Estos son los principales elementos de ruptura con las series de IDE previas, al menos respecto de lo que venía registrándose después de la puesta en vigor de la legislación de 1992. Con estas premisas, lo que aquí se trata de llevar a cabo es indagar en qué medida las series de inversión del *viejo* Registro (no actualizadas, por lo tanto, con la metodología aplicada desde el cambio legal de 1999), mucho más desagregadas que las que ahora se ofrecen en Internet, sirven para extender y complementar las actuales –*nuevo* Registro–; bien para enlazar la serie de inversión bruta hacia atrás¹⁵, para calibrar lo que habría supuesto el haber dejado de lado algunas modalidades (los préstamos en particular), o bien para efectuar una primera aproximación a las reinversiones de beneficios, aspecto injustamente postergado en las series estadísticas proporcionadas por el Ministerio.

Ello exige, de entrada, depurar las series elaboradas mediante el sistema de contabilización *ex ante* al nuevo sistema de control de las operaciones *ex post*, para ajustarse a los criterios que rigen desde 1999, así como deslindar otros aspectos que enturbian el cálculo de la IDE bruta efectiva, lo que no es factible por falta de información. Con todo, sí se obtienen pautas que ayudan a entender mejor el proceso inversor de periodos más recientes, y puede precisarse mejor el salto estadístico entre periodos. Así pues, teniendo en cuenta que hay algunos años sobre los que se dispone de datos comunes (1993–97), las diferencias que se obtengan en el contraste de ambas

¹⁵ Los efectos de la integración de España en la Unión Europea sobre la inversión directa siguen suscitando gran interés en los investigadores. Véase, por ejemplo, Bajo y López Pueyo (2002).

series servirán como una primera aproximación de lo que habría supuesto la implantación del nuevo sistema en las series de IDE¹⁶. No es la mejor pero sí la única vía disponible –la otra, ya se sabe, es que el Registro actualice y complete las lagunas informativas existentes–.

Los resultados de este ejercicio se muestran en el gráfico 3. Como aspectos más interesantes cabe destacar los siguientes.

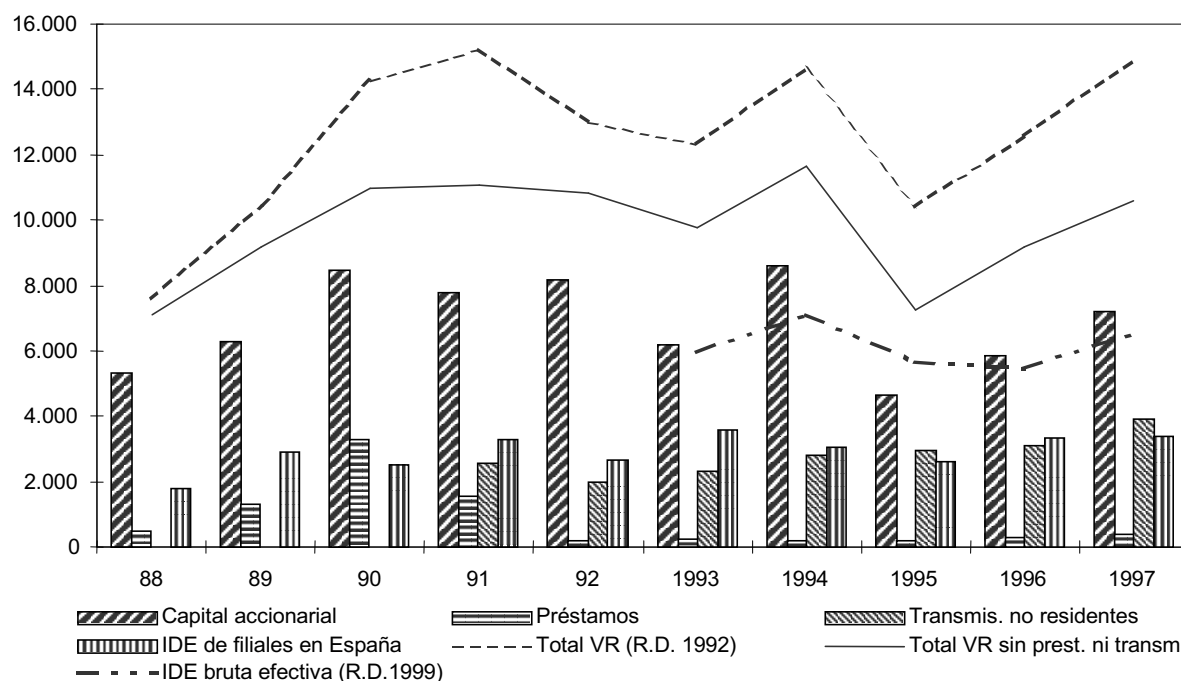
a) Préstamos de más de cinco años

La importancia de los préstamos en la realización de la IDE ha cambiado con el tiempo, en lógica correspondencia con los tipos de interés. Esta modalidad de entrada del capital extranjero nunca fue importante, realmente, al menos para las operaciones inscritas en el Registro de Inversiones. En un primer periodo, el quinquenio que transcurre entre 1988 y 1992, los préstamos suponían el 11 % de la antigua inversión bruta (denominada ahora como inversión bruta registrada), en tanto que en el segundo (1993–97), la cifra es casi irrelevante: un 2 % , y sin grandes oscilaciones según los años (entre 1,9 y 2,7 %); siguiendo así la estela marcada por el continuado descenso de los tipos de interés en la economía española. De acuerdo con esto, cabría decir que las entradas de capital se han sustentado muy débilmente en los préstamos y sí en otras modalidades, en particular mediante capital accionario; adviértase, además, que son préstamos con plazo de vencimiento de más de cinco años, lo que manifiesta un compromiso claro de la matriz con la filial en la financiación de las actividades de ésta¹⁷.

¹⁶ Y sin que esto suponga olvidar otro aspecto también excluido del nuevo sistema de recopilación: las inversiones indirectas o en cascada, como se expondrá en breve.

¹⁷ Hay algunas dudas, no obstante, que deben despejarse, como el hecho de que sea 1992 –y los años siguientes– el momento en que las cifras de préstamos se reducen de manera drástica (a una quinta parte, aproximadamente).

Gráfico 3. – Modalidades de IDE en el viejo Registro (RD 1992) y comparación con el nuevo (RD 1999)
(millones de euros de 1995)



Fuente: Elaboración propia con datos del Registro de Inversiones Extranjeras.

También la Balanza de Pagos da cuenta de préstamos entre empresas relacionadas en sus series estadísticas, pero la diferencia con el *viejo* Registro es fundamental, al recoger todo tipo de préstamos, independientemente de su vencimiento. Aunque éste es el criterio del Fondo Monetario Internacional, no por ello debe dejar de objetarse su verdadera vinculación con el proceso de financiación de las filiales, cuestionando su significación productiva. A pesar de ello resulta ilustrativo mostrar las diferencias entre la Balanza y el Registro, no siendo además magnitudes iguales (en un caso, inversión neta, y en el otro inversión bruta efectiva). En el periodo en que ambas series coinciden (1990–97), la Balanza prácticamente duplicó la proporción alcanzada en el Registro durante el periodo 1990–92 (23–27 % según se considere o no la inversión en inmuebles); en el periodo siguiente las diferencias se ensanchan, al multiplicarse por cuatro o cinco (11–13 %) las cifras del Registro. El periodo fundamental en que los créditos marcan su impronta (1998–02 según la Balanza) queda al margen del contraste, pero todo apunta a que su base esencial han sido los créditos a corto plazo, lo que

constituye, sin duda, una cuestión esencial en la interpretación de la IDE en estos últimos años.

b) El paso de la IDE bruta registrada a la efectiva

La construcción de las series de IDE bruta efectiva del *nuevo* Registro ha exigido la exclusión de las operaciones de compraventa de activos entre no residentes y las operaciones internas de reestructuración dentro de los grupos empresariales. Sobre las primeras sí es posible plantear su segregación en las series del *antiguo* Registro¹⁸; sobre las segundas no se dispone de información desagregada. Esto quiere decir que sólo de forma aproximada puede calcularse la IDE bruta efectiva, si bien cabe añadir que las operaciones de reestructuración tuvieron mucha menor entidad (un 12 % de media sobre el total de la IDE bruta registrada entre 1993 y 1997) que las transmisiones entre no residentes, como se puso de manifiesto en el epígrafe precedente.

Otro elemento que enrarece el cálculo de la IDE bruta efectiva es la dificultad para suprimir -en el *viejo* Registro- las operaciones de inversión en otras sociedades españolas por parte de las filiales. En realidad, muy poco se ha sabido sobre esta cuestión, y sigue siendo un punto bastante oscuro. De modo indirecto se podía llegar a éstas contemplando el plano geográfico, observando las operaciones que tenían como procedencia España. Parece obvio que aquí cabe tanto la capitalización de reservas procedente de beneficios obtenidos en ejercicios previos (re inversiones en las propias filiales), como las inversiones llevadas a cabo en otras sociedades españolas, pero sobre ninguno de éstos se ha proporcionado información desagregada, por lo que es imposible precisar qué corrección debe hacerse en las operaciones correspondientes al *antiguo* Registro para ajustar las series al nuevo sistema de contabilización.¹⁹

¹⁸ Las primeras operaciones de transmisiones entre no residentes aparecen ya en 1991.

¹⁹ Las reinversiones son, sin duda, un aspecto clave en la valoración del proceso inversor, sobre el que, lamentablemente, no se proporciona información. Esto es importante porque, teniendo en cuenta las diferencias que suelen existir, por lo general, en las fuentes estadísticas en función de

Los resultados de lo que suponen las operaciones realizadas por las filiales en España, sin distinción alguna del tipo de operación, se ofrecen de igual modo en el gráfico 3. La media para el conjunto del periodo 1988–97 supone un 30 por 100, aproximadamente, sobre la estimación de la IDE bruta efectiva (sin transmisiones entre no residentes), no existiendo grandes diferencias entre su primera (27 por 100) y segunda mitad (33 por 100). Por el contrario, hay grandes diferencias entre la industria (36 %) y los servicios (20%), quizá por causa de la probable mayor antigüedad de la primera.

El resultado de todo este proceso de adecuación de la inversión, desde la IDE bruta registrada a la IDE bruta efectiva, siguiendo el criterio establecido a partir de la legislación de 1999, rebajan las cifras registradas en una cuantía no despreciable, según se constata en el gráfico 3: la IDE efectiva fue un 19 % menor que la IDE registrada entre 1988 y 1992, y un 25 % en el periodo posterior, 1993–97²⁰. Ahora bien, el volumen de dicha IDE efectiva sigue siendo muy superior al que el propio Registro ofrece para su serie revisada de los años 1993–02, como cabe esperar de la aplicación de un sistema más restrictivo que el que ha podido emplearse aquí. Las diferencias provienen de distintos ángulos, según se acaba de ver: por un lado, del cambio de un sistema de registro de operaciones *ex ante* a otro *ex post*, mucho más real que el que se venía practicando; y por otro, que no se ha podido restar del antiguo Registro las operaciones de inversión llevadas a cabo por las filiales en otras empresas españolas.

su procedencia, una simple comparación de los Registros estadounidense y español muestra que la inversión del primer país sigue fluyendo a las manufacturas españolas, pero no mediante flujos de capital sino mediante las reinversiones, principalmente; si se toma el Registro español, ni tan siquiera hay entrada de flujos sino inversión neta negativa en todos estos últimos años; lo que parece apuntar a que las empresas extranjeras son mucho más solícitas en el cumplimiento de sus obligaciones con el registro norteamericano que con el español.

²⁰ No debe olvidarse que el cambio legislativo de 1992 supone, respecto del precedente, una elevación de la cuantía de las operaciones objeto de registro.

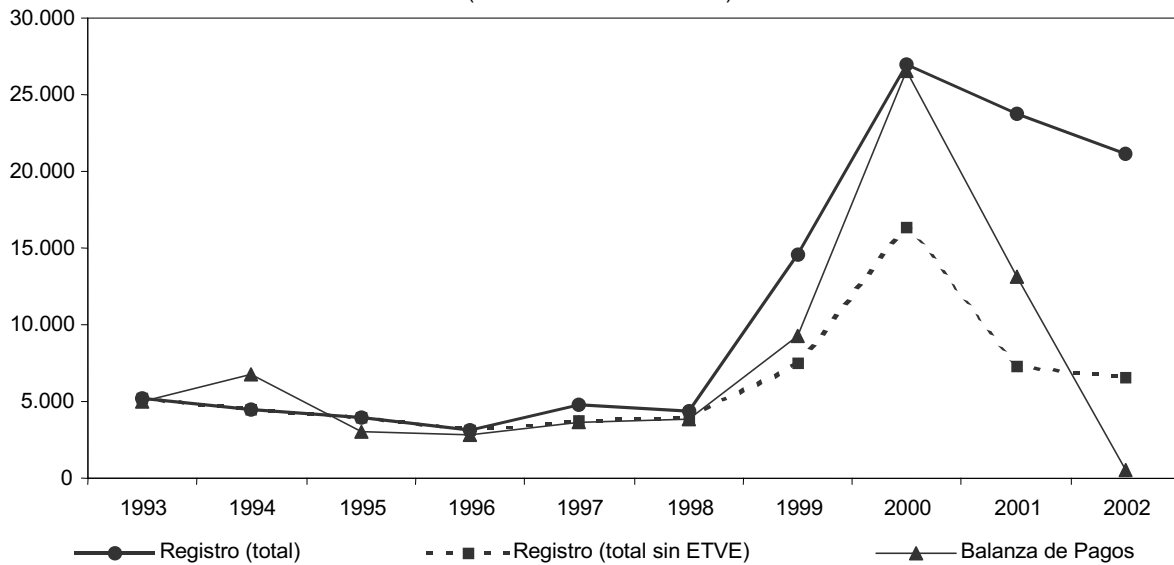
5. Registro de Inversiones Extranjeras y Balanza de Pagos: el contraste final

Los cambios experimentados por el Registro desde 1999 han aportado un aspecto fundamental para valorar con más rigor el proceso inversor: la inclusión de datos netos. De ahí que resulte interesante establecer un primer contraste de resultados entre el Registro y la Balanza de Pagos. Es un ejercicio arriesgado, por ser muchos los aspectos que difieren en la elaboración de una y otra fuente, desde el propio sistema de contabilización hasta las modalidades que se contemplan. Es, pues, un ejercicio tentativo, cuyo interés no va más allá de su simple contemplación visual, aunque se capten ciertas concomitancias. Por otro lado, ante el retraso con se está acometiendo la clarificación del papel de las ETVE en la inversión directa contabilizada en la Balanza de Pagos, resultará útil plasmar a la par las series correspondientes para aproximarse al impacto del efecto ETVE sobre la serie de la Balanza.

Al margen de la existencia de información neta en ambas fuentes, la única coincidencia en las modalidades de IDE es en el capital accionario, y aun así el Registro incluye las reinversiones de beneficios en la propias filiales; debe tenerse en cuenta, además, que la recopilación de información que sirve para elaborar proviene de fuentes distintas (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).

Los resultados se muestran en el gráfico 4. De un lado se incluye una serie neta –la única disponible– de Balanza de Pagos sin préstamos ni inmuebles, y dos series, también netas, del Registro de Inversiones con y sin la actividad inversora de las ETVE. De entrada, se capta inmediatamente un hecho singular: la gran similitud entre ambas series entre 1993 y 1998, y su creciente disparidad al corregirse el efecto ETVE (1999 y 2000). Las diferencias son, sin embargo, mucho más relevantes a partir de 2001, pero por otras razones seguramente, y en particular por la provisionalidad de las cifras de estos dos últimos años.

Gráfico 4.- Flujos de inversión directa neta en la Balanza de Pagos y en el Registro de Inversiones Extranjeras, 1993-2002 (millones de euros de 1995)



Nota: La serie de la Balanza excluye los préstamos y los inmuebles; las series del Registro incluyen las reinversiones de beneficios en las filiales.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Balanza de Pagos de España y Registro de Inversiones.

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.
- BAJO, O. Y LÓPEZ PUEYO, C. (2002): "Foreign direct investment in a process of economic integration: the case of Spanish manufacturing, 1986–1992", *Journal of Economic Integration*, 17.
- 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. (2002): "Desinversiones del capital extranjero en las manufacturas españolas", *Economistas*, España 2001. Un balance, nº 91 (extra), marzo.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003a): *Inversión directa extranjera de España en la década final del siglo xx: nuevas perspectivas*, Los Papeles de la Ortega, núm. 1, Instituto Universitario Ortega y Gasset-Biblioteca Nueva, Madrid.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003b): "Inversión directa extranjera y sistema productivo: una disociación creciente", *Economistas*, España 2003. Un balance, núm. 95 (extra), marzo.
- FERNÁNDEZ-OTHEO Y MYRO, R. (2003): *Desinversión de capital extranjero en España*, FEDEA, Madrid, 2003. (www.fedea.es/hojas/eee.html)
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993): *Manual de Balanza de Pagos*, 5ª ed., Washington.

- LÓPEZ RIBAS (2001): "Tributación de la entidad de tenencia de valores extranjeros española y de sus socios", *Crónica Tributaria*, núm. 98, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2001.
- 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.
- MUÑOZ GUARASA, M. (2002): "Deslocalización sectorial de la inversión directa extranjera en España", *Boletín Económico de ICE*, núm. 2744, 21–27 de octubre.
- 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 (2003): *World Investment Report*, Ginebra.