

VI ENCuentRO DE ECONOMÍA APLICADA
Granada, 5-7 de junio de 2003

**Inversión directa extranjera, fiscalidad y sistema productivo en
España: el papel de las Entidades tenedoras de valores en el
extranjero**

Palabras clave: Inversión directa extranjera, Fiscalidad, Entidades Tenedoras de Valores en el Extranjero (ETVE).

Clasificación Jel: F21,H87

Este artículo ofrece una revisión de la inversión directa extranjera de España en la década de 1990, a la luz de los cambios legislativos que se han producido en el Registro de Inversiones Extranjeras. Sobre datos netos, y ante la aparición de flujos ligados a las Entidades tenedoras de valores en el extranjero, por razones fiscales, trata de deslindar qué parte de los flujos recibidos y emitidos corresponden al sistema productivo nacional o al capital extranjero. A su vez, se contrastan ambos con el fin de apreciar en qué medida están contribuyendo al positivo balance de que disfruta España.

CARLOS MANUEL FERNÁNDEZ-OTHEO

Profesor Titular de Economía Aplicada
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid
C/Madrid, 9 (Cercamorra)
918567337
cmfotheo@ccee.ucm.es

1. Introducción(*)

Uno de los hechos más relevantes de la economía española de fines del pasado siglo es el espectacular auge de los flujos de inversión directa extranjera (IDE) emitidos, superando con creces a los recibidos, lo que alteró el signo de la posición inversora internacional en Balanza de Pagos, tradicionalmente negativo. Esto implica un cambio drástico respecto al modelo de internacionalización seguido hasta ahora, básicamente receptor de IDE. Semejante trastoque de posiciones inversoras se ajusta con dificultad al papel que la literatura económica concede a la tecnología para explicar la dirección y características de los flujos de inversión y de comercio⁽¹⁾.

No es el objeto de estas páginas explicar las razones que están detrás de todo esto, aunque muy someramente cabe señalar un entorno económico mundial muy favorable, procesos de liberalización y privatización de servicios públicos en muy distintas áreas económicas; aumento generalizado de la competencia que fuerza a muchas empresas a fragmentar su producción entre distintos territorios para abaratar costes; o el paso adelante dado por la Unión Europea en su proceso de integración mediante la Unión Económica y Monetaria. Todo ello ha dado lugar a una difusión creciente de la producción internacional hacia países en desarrollo, expresada a través de IDE, a una concentración empresarial de actividades en los países desarrollados, vía fusiones y adquisiciones⁽²⁾, y a la reestructuración interna de los grupos empresariales. Y España se ha visto favorecida por todo este proceso expansivo pero también perjudicada: ha habido fuertes entradas de capital, pero también deslocalización de actividad productiva y desinversiones de IDE⁽³⁾.

La creciente complejidad de los movimientos financieros complica aún más la interpretación de los flujos de inversión directa y de sus factores determinantes, tal como han sido analizados en la literatura económica; e incluso resulta arriesgado ya adjudicar a los flujos —en algunos casos— lo que ha venido siendo su rasgo esencial: el compromiso con el sistema productivo del país al que acceden. En otras palabras, un país puede seguir recibiendo flujos de inversión, aunque estos no estén ligados al

* Una primera versión de este artículo se presentó en el Seminario sobre *Internacionalización tecnológica y empresas multinacionales*, El Escorial, julio de 2002, dirigido por D. Archibugi. Más adelante se presentó en el Seminario de Investigación de Profesores en enero de 2003 en el Departamento de Economía Aplicada II (UCM). La nueva referencia es Fernández-Otheo (2003a) y está publicada en: http://www.ucm.es/info/ecap2/seminario_de_investigacion.htm.

¹ Véanse, entre otros: Markussen (1995) y Narula y Wakelin (1995).

² La expansión y concentración de la actividad productiva internacional se aborda en Fernández-Otheo (2000a y 2000c)

³ Fernández-Otheo y Myro (1995) y Fernández-Otheo (2002).

sistema productivo nacional; puede haber perdido aquellos atractivos de localización de signo tradicional (tamaño y crecimiento del mercado, costes ...), pero pueden haberse generado otro tipo de ventajas fiscales para cuyo aprovechamiento no se exige la presencia productiva o comercial en el territorio. Y esto tiene una importante trascendencia para el análisis de la IDE española, puesto que los flujos recibidos y emitidos son ahora –desde 1997– un compuesto híbrido de dos realidades distintas, endógena y exógena al sistema productivo español⁽⁴⁾.

Hay también otros aspectos que no pueden pasar inadvertidos: desde 1999 hay una nueva legislación sobre inversiones extranjeras, lo que ha dado lugar a un cambio en la presentación de las estadísticas que facilita el Ministerio de Economía; estadísticas, tal como vienen presentándose hasta ahora⁽⁵⁾, adolecen de serios defectos que hacen muy problemático el uso de las series de inversión y desinversión en términos brutos, pues subsumen operaciones que no suponen la recepción o emisión efectiva de flujos, sino un simple cambio de titularidad de activos empresariales entre no residentes. Así pues, todas estas nuevas circunstancias exigen la revisión de las cifras manejadas hasta ahora, independientemente de su procedencia (Balanza de Pagos e Registro de Inversiones Extranjeras), tarea que aquí se acomete muy de pasada por haber sido ya realizada ya en otro trabajo previo⁽⁶⁾.

Contando, pues, con los pasos dados hasta ahora para desbrozar las series estadísticas y delimitar la IDE que verdaderamente corresponde al sistema productivo español, estas páginas tienen por objeto mostrar los resultados obtenidos en los planos global, sectorial y espacial de las vertientes receptora (epígrafe segundo) y emisora (epígrafe tercero) de flujos. Más adelante se contrastan ambos tipos de flujos, fijando la atención en aquellos flujos estrictamente vinculados al sistema productivo nacional, y en que medida las actividades productivas podrían estar conformando la posición excedentaria por inversión directa. Y se acaba con un epígrafe de conclusiones.

2. Aspectos metodológicos

La recopilación de datos de IDE en España experimentó no pocos cambios a lo largo de la década pasada. Con motivo de la pretendida armonización de los

⁴ Esta cuestión se analiza en Fernández-Otheo (2003b).

⁵ Al menos hasta marzo de 2003.

⁶ Fernández-Otheo (2003c), comunicación presentada a las Jornadas de Economía Internacional, Ciudad Real, 25–26 y 27 de junio de 2003.

movimientos internacionales de capital hacia comienzos de los años noventa, en unos casos (Balanza de Pagos), o de la adecuación de la legislación española a la comunitaria por causa de la liberalización de los movimientos de capitales a finales de la pasada década, en otros (Registro de Inversión Extranjera, recibida y emitida), las series de IDE publicadas tienen rupturas importantes, al variar sus contenidos⁽⁷⁾. Balanza de Pagos de España, siguiendo las indicaciones del FMI, en su V Manual (1993), incluye como IDE los siguientes conceptos: acciones no cotizadas y otras formas de participación en el capital, financiación entre empresas relacionadas e inversión en inmuebles, presentándose las series en términos netos. Desde una perspectiva más estricta de la inversión directa, ligada al compromiso productivo efectivo de la empresa inversora, hay dudas más que razonables sobre la inclusión de algunos de estos conceptos. Por ejemplo, los préstamos entre empresa matriz y filial, con independencia de su plazo, y en concreto los saldos de las cuentas interempresas manejados desde una determinada filial cuando la intención es optimizar la tesorería del grupo empresarial⁽⁸⁾; o bien la inversión en inmuebles, de la que se prescinde a menudo en los análisis. Y aquí se acaban las posibilidades de desagregación de esta fuente.

Hay una segunda fuente: el Registro de Inversión Extranjera del Ministerio de Economía, que ha venido modificando los contenidos de lo que debe registrarse al compás de los sucesivos cambios legislativos que experimenta la legislación sobre inversión extranjera. Lo más importante a efectos de lo que aquí se analiza es la última reforma (RD 664/1999), encaminada a la liberalización de los movimientos de capital en el seno de la Unión Europea y a asegurarse los resortes necesarios para su control. Y de nuevo se ha producido una ruptura en las serie estadísticas, puesto que ha dejado de recoger los préstamos entre empresas relacionadas, registrándose sólo la parte accionarial, por decirlo resumidamente⁽⁹⁾, único concepto con el que se produce la coincidencia con Balanza de Pagos. Así pues, se han producido omisiones que empobrecen el análisis desde el punto de vista de la IDE. Por otra parte, sabido es que el Registro es la única fuente que permite una análisis sectorial y espacial, y afortunadamente también proporciona información sobre un tipo muy especial de

⁷ Sobre estas cuestiones véanse: Duce (1996, 2002) y Muñoz Guarasa (1999, 2000).

⁸ Rodríguez Tenés y Sánchez Trujillo (1996).

⁹ En concreto, las operaciones que recoge el Registro son: 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; y 3) La constitución y ampliación de la dotación de sucursales. Para la inversión emitida al exterior por España siguen siendo efectivos estos tres, pero hay que añadir un cuarto concepto: otros tipos de inversión, entendiéndose por ello la constitución, formalización o participación en contratos de cuentas

operaciones que afectan doblemente a la inversión recibida y emitida, es decir, la actividad de las Entidades Tenedoras de Valores en el Extranjero (ETVE), que es preciso excluir cuando pretenda valorarse aquella IDE destinada o procedente del sistema productivo español.

Como tal Registro, y en línea con lo que antes se dijo, su misión es recopilar todo aquello que tenga que ver con las operaciones de inversión realizadas y con los movimientos subsecuentes, de tal modo que sobre una operación inicial (por ejemplo, al constituirse una sociedad), el Registro recogerá cualquier variación posterior al alza de las cantidades iniciales (ampliación de capital, por ejemplo) y a la baja (reducción de capital social o venta a un residente); lo que supone inversiones y desinversiones reales. Pero también recoge otras operaciones que no son sino movimientos internos, de altas y bajas, en el Registro que no afectan a la cuantía de los flujos –no hay aumento o disminución del *stock* de IDE–, y que se materializan por medio de las transmisiones entre no residentes (inversión recibida) y entre residentes (inversión emitida).

Así pues, a la altura de marzo de 2003, lo que aparece en las estadísticas como *inversión bruta* –o la *liquidación de inversión*, que se obtiene por diferencias con la inversión neta– no es sino un vago remedo de una verdadera recepción o emisión de capitales. En otras palabras, toda cautela es poca en el manejo de las series brutas, y la disposición de series netas –la gran aportación del *nuevo* Registro–, mucho más escuetas y exentas de estos problemas, permite captar el resultado final de la dirección de los flujos, pero no la auténtica dimensión de las inversiones y desinversiones. También tienen, sin embargo, su lado positivo, pues con motivo de la aplicación de la nueva legislación (Decreto de 1999) las series no presentan ya los problemas de verosimilitud del pasado (criterio *ex-ante*), puesto se contabilizan ahora las declaraciones de operaciones de inversión ya realizadas (criterio *ex-post*); y, con buen criterio, esta metodología se llevado a efecto retroactivamente hasta 1993.

3. Inversión directa extranjera en España

La IDE en España de mediados de 1980 y comienzos de la siguiente es un buen ejemplo para poner de manifiesto los óptimos resultados que proporciona la

en participación, fundaciones, cooperativas..., cuyo valor sea superior a 1,5 millones de euros, o siempre que tengan como destino paraísos fiscales.

confluencia de dos aspectos muy favorables: la integración en la UE y un clima internacional expansivo⁽¹⁰⁾. Según Balanza de Pagos recibió como IDE –en su acepción más amplia– del orden de 7.800 millones de euros de media anual entre 1986–92, en términos constantes, lo que supuso el 13%, aproximadamente, del volumen total recibido por la Unión Europea entre 1986 y 1994, según UNCTAD. Más adelante, después de atravesar un periodo de estancamiento y posterior reducción de los flujos, con la crisis de comienzos de los años noventa de por medio, volvieron a ascender con inusitada pujanza (casi 20.000 millones de media anual entre 1998 y 2001) (gráfico 1). Evolución muy positiva a primera vista que induce a pensar en una reedición de las ventajas comparativas de España como receptor de capital extranjero, aunque tal progresión no haya sido suficiente para contener el continuado descenso de la cuota española en el conjunto comunitario (desde 1995 apenas se ha sobrepasado en algún año el 6%, frente al 13%, aproximadamente, que captó entre 1986 y 1994, con datos de UNCTAD).

Teniendo en cuenta un plano más estricto de la IDE, que recoja únicamente el capital accionario y otras formas de participación, pero que excluya los préstamos entre compañías y la inversión en inmuebles, el perfil inversor apenas cambia, como cabría esperar, dada la fundamental relevancia del primer concepto a lo largo del tiempo; si bien es preciso reconocer que en años concretos (1998 y 2001) son muy importante los préstamos entre compañías, lo que es un primer detalle para captar la creciente importancia de los aspectos financieros –y no necesariamente productivos– en la inversión directa⁽¹¹⁾.

Con la serie de Balanza de Pagos no se puede ir más allá en el análisis, y ya se ha dicho que hay flujos que siendo también IDE no son recibidos por el sistema productivo – los procedentes de las Empresas tenedoras de valores en el extranjero (ETVE). Estos datos están únicamente en el Registro, y con éste hay que contar para deslindar este efecto sobre las cifras globales; tarea que ve facilitada por la gran similitud entre los datos de ambas fuentes cuando se las compara sobre idénticos conceptos de IDE⁽¹²⁾.

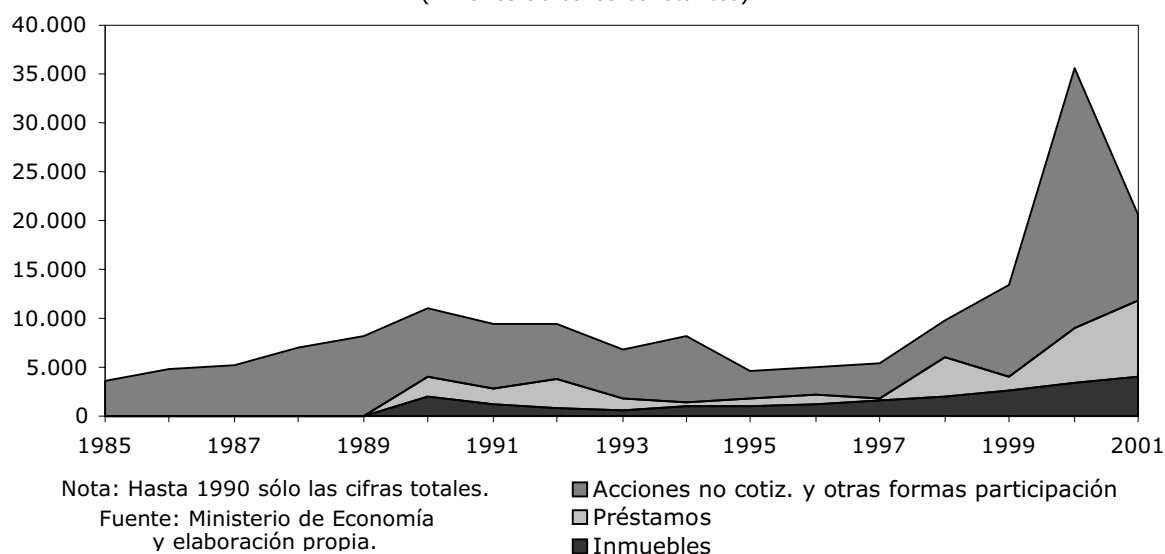
¹⁰ Un amplio análisis sobre los efectos de la integración puede verse en Bajo y Torres (2001), Baldwin *et al.* (1996) y Fernández-Otheo, 2000b.

¹¹ En 2001, estando todavía este año sujeto a revisión, la financiación entre empresas relacionadas supuso el 40% del total de los flujos, más del doble de lo que ha venido siendo habitual; en los siete primeros meses de 2002 el porcentaje se elevó al 75%.

¹² Esto ocurre al tener en cuenta sólo *acciones y otras formas de participación*. Son similares, pero no necesariamente idénticas, por la distinta procedencia de la información (declaraciones de las entidades financieras, en el primer caso; declaraciones de los propios inversores, en el segundo) y los distintos tiempos en que se registran las operaciones. Este hecho es sumamente importante para el

Gráfico 1.- Flujos de inversión directa en España según Balanza de Pagos, 1985 –2001

(millones de euros constantes)



Resumiendo mucho lo ya dicho en otro lugar, hacia 1999 se empezaron a notar cambios sustanciales en los contenidos de la IDE recibida; cambios que afectaron al monto total no sólo de ésta sino también, de forma derivada, a la emitida por España, así como a sus destinos sectorial y espacial, puesto que los flujos de las ETVE se consideran como una actividad más entre los servicios⁽¹³⁾. La razón que está detrás es la favorable fiscalidad que ofrece España para aquellas rentas obtenidas mediante las inversiones empresariales en el exterior (Ley del Impuesto de Sociedades, 43/1995)⁽¹⁴⁾; y este régimen fiscal es perfectamente equiparable al de aquellos países especializados en la intermediación de capitales, desde Holanda a Luxemburgo⁽¹⁵⁾. La progresión de los valores de IDE destinada a ETVE ha sido sorprendente (gráfico 2): muy por encima de los 10.000 millones de euros netos de media anual en el periodo 1999–2001, lo que ha supuesto el 57% del total de la IDE. Y su procedencia corresponde a muy pocos países: Estados Unidos, Portugal y Holanda (50, 23 y 9%, respectivamente).⁽¹⁶⁾

análisis de la IDE, puesto que el Registro es la única fuente que permite abordar los planos global, sectorial y espacial.

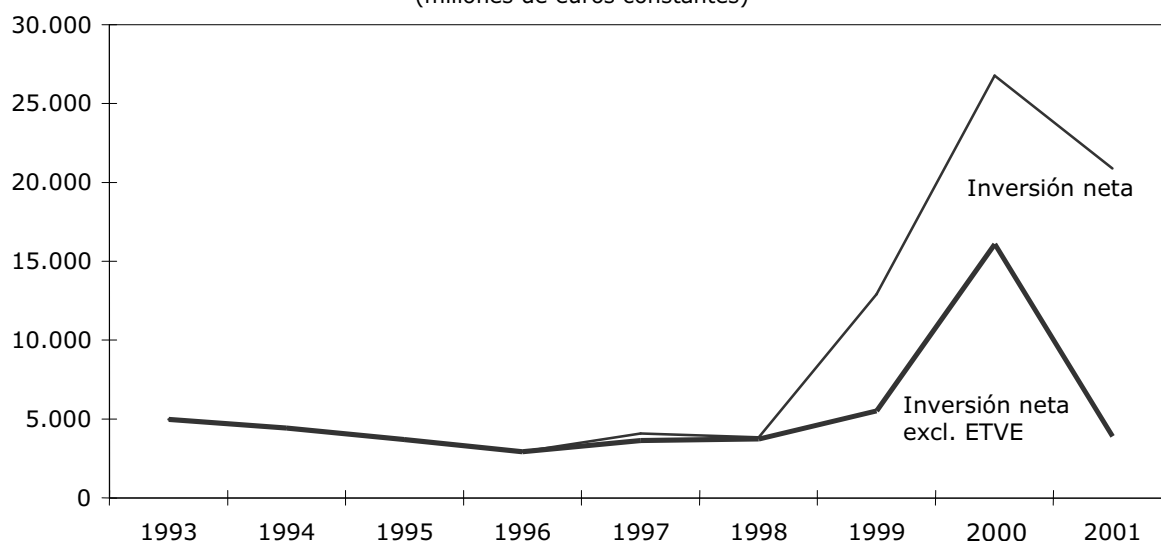
¹³ Hay otro tipo de sociedades *holding* en el Registro: "Gestión de sociedades españolas", que reciben también flujos del exterior, pero, al contrario que aquellos flujos destinados a las ETVE, su misión es el sistema productivo nacional. Ambos tipos aparecen unidos en algunas de las series proporcionadas desde el Registro.

¹⁴ La importancia de la fiscalidad como apoyo explícito que influye en la cuantía y en la localización de los flujos de IDE está recibiendo mucha atención en la literatura en estos últimos años. Un repaso reciente a la literatura puede verse en Devereux y Griffith, 2002).

¹⁵ Un análisis comparativo puede verse en Albi (1999).

¹⁶ El destino de estos flujos son los principales centros financieros españoles, sobre todo Madrid (Fernández-Otheo, 2003d).

Gráfico 2. *Flujos de inversión y desinversión directa extranjera neta y tenedoras de activos en el extranjero (ETVE),*
(millones de euros constantes)



Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Por las razones expuestas en el apartado metodológico, se ha prescindido de los valores de IDE bruta, al pretender captar únicamente los flujos recibidos por el sistema productivo, no los movimientos internos del Registro. Las series estadísticas resultantes en valor neto, antes y después de descontar la actividad de las ETVE son bien explícitas respecto a los verdaderos valores de IDE que el sistema productivo ha incorporado, que se han añadido al *stock* –entendido como suma de flujos–: mientras que la IDE, *grosso modo*, multiplica repetidamente los valores desde 1999, las cifras sin ETVE se reducen drásticamente. Al paulatino descenso desde 1993 a 1996, le sucede un moderado aumento de los flujos que casi igualan los obtenidos al comienzo del periodo, si se hace abstracción de la fundamental operación que se produce el año 2000 (la multimillonaria operación de adquisición de la empresa de telecomunicaciones Airtel por parte de la angloamericana Vodafone). En términos del PIB, la inversión neta con ETVE se acercó al 4%, como media, entre 1999 y 2001, mientras que sin estas sociedades la proporción se sitúa por debajo del 2% (contando con la operación Airtel–Vodafone); cifra, en suma, próxima ya a la media de los cuatro grandes países europeos y mayor que la alcanzada en el periodo 1993–98⁽¹⁷⁾. Todo ello aconseja reflexionar sobre la vigencia de los atractivos de localización de que disfrutó España

¹⁷ Adviértase que los flujos del FMI, UNCTAD y OCDE incluyen los valores correspondientes a las ETVE.

hasta comienzos de la década de 1990⁽¹⁸⁾, y en que medida la competencia de los nuevos países europeos próximos a integrarse podría estar influyendo en ellos⁽¹⁹⁾

3.1. INVERSIÓN DIRECTA EN EL PLANO SECTORIAL

Ha venido siendo habitual decir que los dos sectores principales en la IDE, manufacturas y servicios, han ido de la mano desde hace décadas, alternándose en las posiciones de cabecera según los periodos, desde la única perspectiva que era posible contemplar: la inversión bruta⁽²⁰⁾. Con los nuevos datos revisados para adecuarse a la normativa de inversiones extranjeras vigente y en términos netos, este perfil se modifica desde 1993, al superar los servicios a las manufacturas (60 y 36%, respectivamente)(cuadro 1). Más adelante (1997–2001) el distanciamiento entre ambos sectores ha sido mayor aún, monopolizando los servicios la actividad inversora (95%). En otras palabras, no ha habido apenas entradas de capital extranjero netas en manufacturas (207 millones de euros de media anual)⁽²¹⁾; en construcción ocurrió algo parecido (167 millones); la presencia en agricultura, ganadería y pesca fue puramente testimonial (19 millones); y hubo inversión negativa en energía, agua e industrias extractivas. Y respecto de la inversión en sociedades *holding* españolas, cuya actividad sectorial final se desconoce, los flujos aumentaron a medida que transcurría la década: de representar tan sólo un 10% en el periodo 1993–96, como media anual y en términos netos, en el periodo siguiente (1997–2001) se pasó al 23% del total de la inversión neta (excluidas las ETVE extranjeras); fenómeno que se advierte de igual modo en otros países y que dificulta notablemente el análisis sectorial.

Hay razones para pensar que España es ya un país maduro industrialmente, por lo que no debe resultar extraño que la inversión ligada a la creación de nuevas instalaciones productivas se habría reducido de forma considerable, como apuntan todos los indicios, y que las reestructuraciones internas y la adquisición de empresas españolas habrían sido más relevantes; habiendo sido acompañados de

¹⁸ Sobre los determinantes de la inversión recibida en la década de 1980 y los primeros años de 1990, en el plano econométrico, véanse: Bajo y Sosvilla (1994), Martín y Velázquez (1996), Velázquez (1997), Muñoz Guarasa (1999) y Bajo y López (2002), entre otros. Y en el plano de las fuerzas centrífugas y centrípetas que actúan sobre la localización de la IDE entre el centro y la periferia: Krugman (1991, 1998)

¹⁹ Respecto de los países del Este de Europa próximos a integrarse, no hay evidencia clara de que los países inversores tradicionales estén desviando flujos. Sobre esta cuestión véase Buch, Piazzolo y Kokta (2002), Martín, Herce y Velázquez (2002) y Muñoz de la Torre (en prensa).

²⁰ Véase esto con mayor detalle en Martín y Velázquez (1996).

²¹ La anómala situación de la inversión en manufacturas fue planteada ya en un primer análisis en el número extraordinario de la revista *Economistas*, España 2001. Un balance (Fernández—Otheo, 2002).

desinversiones⁽²²⁾. Conocer esto con los datos disponibles no es factible por el momento, según se ha dicho, puesto que los valores de inversiones y desinversiones que aparecen en el cuadro están contaminados por operaciones entre no residentes y otras operaciones que simplemente suponen un cambio en la propiedad de los activos empresariales, lo que simultáneamente aumenta ambas vertientes en el Registro, dando como resultado valores absolutamente irreales para las cifras que recibe el sistema productivo.

Cuadro 1.- *Flujos sectoriales de destino de la inversión directa extranjera y liquidación de inversión en España, 1993-2001*
(media anual en millones de euros constantes)

Sectores	1993-1996				1997-2001			
	Invers.	Desinv.	Invers. neta	%	Invers.	Desinv.	Invers. neta	%
· Agricult., gan. y pesca	86	46	40	1,1	63	44	19	0,3
· Energía, agua y extract	170	123	48	1,3	322	447	-125	-2,3
· Manufacturas	4.131	2.805	1.325	35,7	5.298	5.091	207	3,8
· Construcción	137	71	67	1,8	229	62	167	3,1
· Servicios	4.400	2.171	2.230	60,1	10.575	5.392	5.182	95,1
<i>Subtotal</i>	<i>8.924</i>	<i>5.216</i>	<i>3.709</i>	<i>100,0</i>	<i>16.486</i>	<i>11.036</i>	<i>5.450</i>	<i>100,0</i>
· Gestión sociedades Españolas(*)	693	302	391		3.314	1.080	1.634	
Total	9.617	5.518	4.100		19.800	12.116	7.084	

Nota (*): Se excluyen las Entidades de tenencia de valores extranjeros.

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia

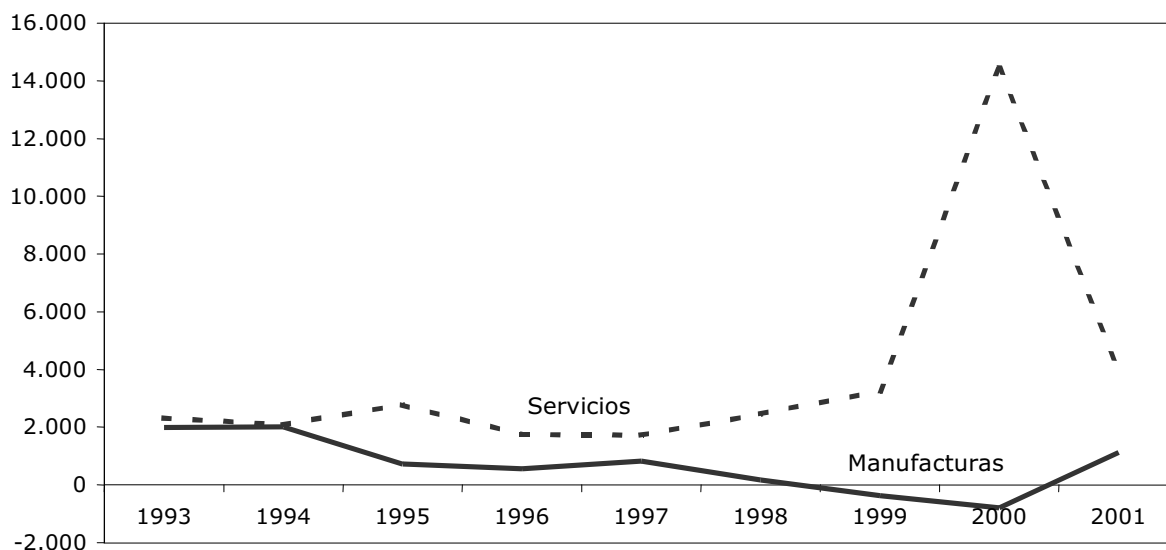
La evolución en el tiempo de las dos principales actividades receptoras se muestra en el gráfico 3. Por lo respecta a los servicios, hasta 1998 el valor de los flujos es relativamente estable, aumentando con fuerza desde entonces. La impresionante subida de 2000 se debió básicamente a la operación Airtel-Vodafone (tres cuartas partes de la inversión neta total recibida en ese año –descontando ETVE–), pero esto no empaña la clara tendencia expansiva manifestada por el sector. El sector

²² Los análisis sobre la desinversión empresarial son verdaderamente escasos, y están enfocados, básicamente, desde la perspectiva microeconómica y a partir de las estrategias de fusiones y adquisiciones, como se observa en los siguientes trabajos: Kaplan y Weisbach (1992), Li (1995), McCloughan y Stone (1998) o Gleason, Mathur y Sing (2000). Los trabajos sobre España se han basado, en su mayoría, en estudios de casos: Fernández-Otheo (1995), Fernández-Otheo y Myro (1995) y Myro, Fernández-Otheo y Mora (1996). Este último trabajo sirvió para elaborar el Dictamen sobre *Deslocalización de empresas internacionales*, aprobado por el Comité de las Regiones de la Unión Europea el 19 de julio de 1995, e incluido a su vez en esta última referencia. Más recientemente, con datos del Ministerio de Economía, los flujos de inversión y desinversión en el sector manufacturero, en términos brutos y netos –(del modo en que los ha venido presentando el Ministerio de Economía–, ha sido analizado por Fernández-Otheo (2002).

telecomunicaciones, por tanto, contando con el refuerzo de comercio, actividades inmobiliarias y banca, han sido los pilares de la inversión.

Gráfico 3.- Evolución de la inversión directa neta en manufacturas y servicios recibida por España, 1993-2001

(millones de euros constantes)



Nota: Se excluyen las ETVE.

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

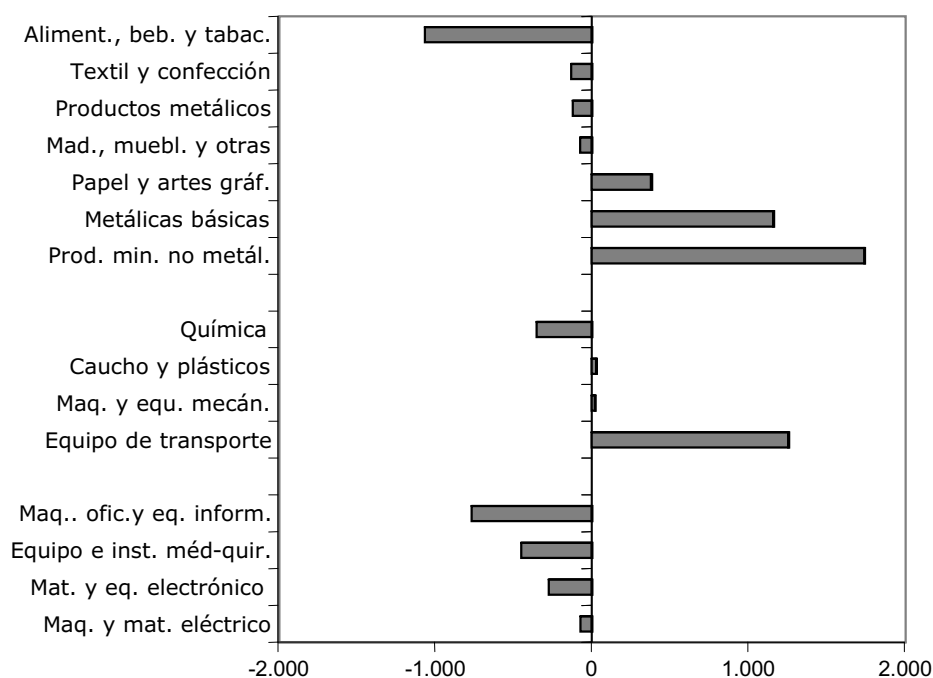
En manufacturas la trayectoria fue bien distinta: iniciaron su declive hacia 1994 y hasta el año 2001 no ha mostrado síntomas de recuperación; alcanzando incluso valores netos negativos 1999 y 2000. Tal situación difícilmente podría haber sido captada si sólo se contemplaran las cifras de inversión bruta; y de hecho, la senda que describen los flujos brutos en el periodo 1993–2001 es muy parecida a la que tuvo lugar a finales de la década de 1980 y comienzos de la siguiente⁽²³⁾.

No se dispone de datos netos con un cierto nivel de desagregación excepto para los años 1997–2001, pero merece la pena detenerse en su análisis, con la ayuda del gráfico 4. Una simple mirada advierte de la gran disparidad de resultados, habiendo sido los sectores más avanzados tecnológicamente los más olvidados por el capital extranjero (de hecho no ha entrado capital en términos netos). Este dato subvierte la imagen sectorial conocida –obtenida del análisis de los valores brutos–, pues han venido siendo los sectores avanzados los que captaban la mayor cuota de inversión bruta cuando se les relacionaba con su volumen de actividad (ventas o valor

²³ Para mayor detalle, véase Fernández-Otheo (2003a).

añadido)⁽²⁴⁾. En las actividades con niveles medios de demanda e intensidad tecnológica la inversión neta se ha circunscrito, básicamente, a equipo de transporte, sector al que correspondieron los mejores resultados entre todos los sectores manufactureros. Química, una de las grandes apuestas del capital extranjero hasta ahora, obtuvo resultados negativos en términos netos en el periodo 1997–2001; mientras que maquinaria y equipo mecánico y caucho y plásticos presentan un balance equilibrado.

Gráfico 4.- *Flujos de inversión directa neta en España en manufacturas, 1997-2001*
(millones de euros constantes)



Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia

Por su parte, los sectores tradicionales, muestran resultados desiguales. El más representativo de todos ellos, alimentación, bebidas y tabaco, tuvo una inversión neta negativa por encima de 1.000 millones de euros, la cifra más alta de todas las manufacturas. Otros tres subsectores se encuentran en parecida situación, aunque sus cifras son bastante irrelevantes en términos absolutos y relativos: productos metálicos, textil, cuero y calzado, y madera, muebles y otras manufacturas. El papel más saludable, por tener saldos de inversión neta positivos, correspondió a productos de minerales no metálicos y a metalurgia, seguidos muy de cerca por papel y artes gráficas.

²⁴ Bajo y López Pueyo (1996).

4. Inversión directa de España en el exterior

La presencia de España en el exterior mediante IDE siempre fue muy escueta⁽²⁵⁾. Hacia 1999 se advierte, sin embargo, una aceleración sin precedentes en los flujos, al superar los 25.000 millones de euros en los años 1999 y 2000. Nada de esto había ocurrido en la vertiente receptora de IDE. El ciclo culmina, aparentemente, en 2001, con motivo de la ralentización de la economía mundial, y de la crisis argentina en particular; situación observada asimismo en la IDE mundial (UNCTAD, 2002). Estos datos, provenientes de Balanza de Pagos-, se encuadraron en su mayoría en la modalidad de participación accionarial, siendo los préstamos entre empresas muy escasos, excepto en el año 2001 (40% del total de la IDE); hecho ya observado en los flujos recibidos).

Se ha producido, pues, toda una pequeña revolución en la IDE española en este último lustro (del 3% de los años 1993—96 se ha pasado al 6% del total emitido por la UE, en el periodo 1997–2001, con datos de UNCTAD), que advierte, en principio, sobre el grado de madurez de la economía española. Estos datos de IDE son incuestionables, pero no corresponden del todo al sistema productivo nacional⁽²⁶⁾, al incluir los flujos de ETVE de procedencia extranjera. Puesto que ha venido siendo habitual relacionar los flujos emitidos con las ventajas de propiedad de las empresas –siguiendo el esquema de Dunning–, es vital deslindar lo que verdaderamente corresponde a España.

Balanza de Pagos no distingue entre ambos tipos de flujos, por lo que es preciso recurrir al Registro. El acceso a la información sobre ETVE de procedencia extranjera no es en cualquier caso inmediato⁽²⁷⁾. Según se ha visto en el epígrafe previo, la cuantía de los flujos procedentes del exterior que llegó a España a las ETVE es conocida, por lo que una vía bastante aproximada para calcular el valor del capital extranjero invertido en el exterior es descontar los flujos de IDE recibidos por ETVE del

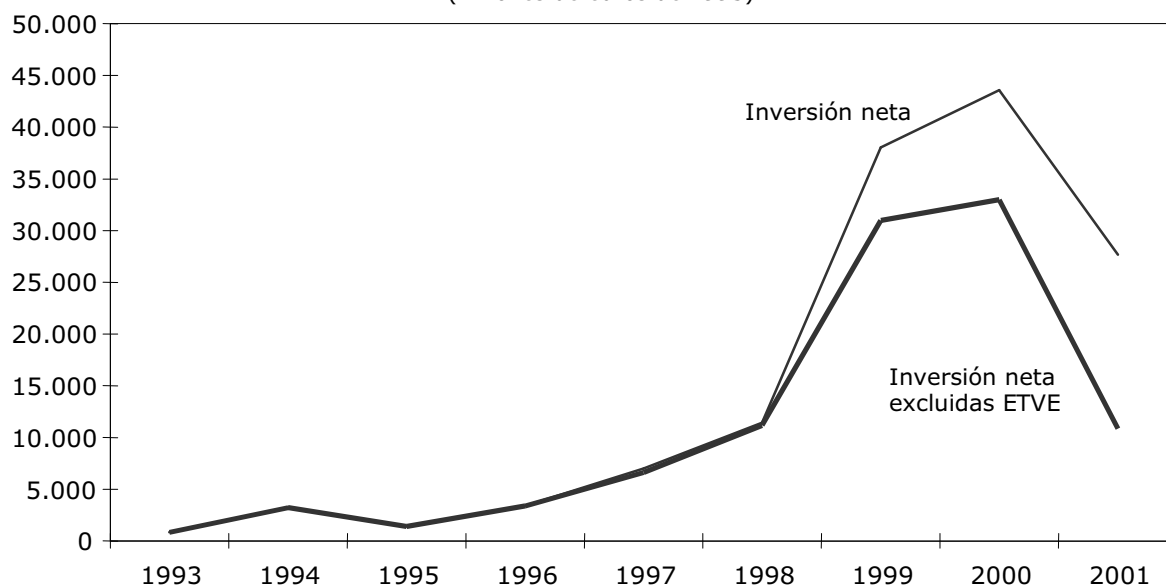
²⁵ Sobre la IDE emitida, consúltense entre otros: Maté (1996), Campa y Guillén (1996), López Duarte y García Canal (1997); Fernández-Otheo (1997), Buesa y Molero (1998), Martín (1998), Delgado, Ramírez y Espitia (1999), Molero (2001) y Durán Herrera (2002).

²⁶ Es decir, no todos los flujos provienen de los recursos propios y ajenos de las empresas radicadas en España.

²⁷ El epígrafe Gestión de sociedades y tenencia de valores extranjeros–incluido entre los servicios– no distingue qué parte de las ETVE corresponde al capital nacional y qué parte al capital extranjero, pues también las empresas de capital nacional pueden crear una ETVE para expandir sus actividades internacionales. En cualquier caso, crear una ETVE por parte del capital extranjero no residente no es la única vía para invertir en el exterior desde España, pues está también la opción directa (constituir una sociedad al amparo del artículo 30 bis de la Ley del Impuesto de Sociedades)(Albi, 1999), lo que podría restar algún valor a una estimación que tenga en cuenta sólo la parte conocida de las ETVE extranjeras.

valor total que aparece como IDE emitida en el epígrafe Gestión de sociedades y tenencia de valores.

Gráfico 5.- *Estimación de los flujos de inversión directa neta emitidos por España al exterior, excluidas las ETVE de propiedad extranjera, 1993-2001*
(millones de euros de 1995)



Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Esto es lo que se ha hecho en el gráfico 5, al estimar una serie de IDE neta que excluya el componente exógeno de la IDE. Pues bien, respecto a la serie de IDE global, y al contrario que ocurría con la IDE neta recibida por España, la rebaja que se produce en la magnitud de las cifras al descontar las ETVE no altera en lo sustancial el proceso inversor, pudiendo afirmarse que su extraordinaria expansión en estos últimos años ha sido un fenómeno básicamente nacional, habiendo coadyuvado a ello un capital extranjero, en pleno ascenso también (31% del total de la IDE emitida entre 1999—2001), que ha utilizado la favorable legislación fiscal española de las ETVE para movilizar la tenencia de la propiedad de sus activos de un país a otro.

4.1. ESPECIALIZACIÓN SECTORIAL Y ESPACIAL DE LA INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR

Al margen de lo ya dicho sobre la distinta procedencia real de los flujos de IDE que se emiten al exterior, el epígrafe Gestión de sociedades y tenencia de valores es un pozo sin fondo desde el plano sectorial, pues poco se conoce sobre sus verdaderos destinos últimos. Y esto es muy importante porque casi la mitad de los flujos totales

emitidos durante el periodo 1993–2001 se encuadran aquí²⁸. Así pues, de entrada, como se hizo ya para IDE recibida, separar estos flujos del resto es una cuestión esencial para valorar el plano sectorial (cuadro 2).

Cuadro 2.- *Flujos sectoriales de destino de la inversión directa y desinversión emitidos por España al exterior, 1993-2001*
(media anual en millones de euros constantes)

Sectores	1993-1996				1997-2001			
	Invers.	Desinv	Invers neta	%	Invers.	Desinv	Invers neta	%
· Agricult., gan. y pesca	21	23	-2	-0,1	76	40	36	0,1
· Energía, agua y extrac.	248	90	158	7,1	4.078	561	3.517	13,8
· Manufacturas	412	117	295	13,4	3.006	784	2.222	8,7
· Construcción	47	39	8	0,3	153	100	53	0,2
· Servicios	1.588	913	674	30,6	14.219	5.339	8.880	34,8
<i>Subtotal</i>	<i>2.315</i>	<i>1.183</i>	<i>1.133</i>	<i>51,4</i>	<i>21.532</i>	<i>6.825</i>	<i>14.707</i>	<i>57,6</i>
· Gestión sociedades y tenencia de valores	2.151	1.078	1.073	48,6	20.778	9.935	10.843	42,4
Total	4.466	2.261	2.205	100,0	42.310	16.760	25.550	100,0

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Teniendo en cuenta esta relevante limitación, la valoración del proceso inversor necesariamente ha de ser de momento parcial, en tanto no se disponga de más elementos de juicio: los servicios han ocupado siempre los primeros lugares en términos netos (30% entre 1993–96; 35% entre 1997–2001), mientras que otros dos sectores clave han alternado sus posiciones a lo largo del periodo considerado (13 y 8,7 para manufacturas, respectivamente, y 7 y 14% para energía, agua e industrias extractivas. En el mismo cuadro se ofrecen asimismo los datos de inversión bruta y desinversión, tal como se han venido ofreciendo hasta ahora desde el Registro, cuya utilidad es casi nula a efectos de valorar aquella IDE real, que aumenta y disminuye el *stock* de capital emitido al exterior. En suma, el perfil sectorial, con las salvedades expuestas, sí manifiesta con claridad que la IDE española tiene lugar en los servicios, y que la elevada cuantía de las operaciones de IDE que se manejan en el sector de energía, agua e industrias extractivas ha ido obscureciendo la creciente actividad desarrollada en manufacturas.

²⁸ La parte correspondiente a la Gestión de sociedades y tenencia de valores de capital nacional puede estimarse restando del valor de este epígrafe el correspondiente al de las ETVE recibido por España. El resultado sería el siguiente: 1.073 millones para el periodo 1993–96, en términos netos, y 3.820 millones para 1997–2001.

La barrera de las sociedades *holding* lastra, pues, esta primera imagen sectorial. Afortunadamente, desde 1998 se está proporcionando información parcial, y esto ha permitido contrastar las distribuciones sectoriales correspondientes, antes y después de incluir la actividad final de las *holdings* (cuadro 3). Sigue estando fuera del alcance del investigador, no obstante, delimitar que parte endógena y exógena al sistema productivo nacional.

Cuadro 3.- *Distribución sectorial de los flujos de inversión directa emitida por España al exterior antes y después de asignar a su destino final la actividad de los flujos de las sociedades de cartera y tenencia de valores, 1998-2001*
(porcentajes)

Sectores	Inversión bruta			Inversión neta		
	antes	después	dif.	antes	después	dif.
Agricultura, ganadería y pesca	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1
Energía, agua e industr. extractivas.	18,8	14,3	-4,5	23,5	18,5	-5,0
Manufacturas	13,9	11,7	-2,2	15,4	13,2	-2,2
<i>Alimentación, bebidas y tabaco</i>	4,0	2,4	-1,6	3,9	2,4	-1,5
<i>Textil, cuero y calzado</i>	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
<i>Papel y artes gráficas</i>	0,7	0,5	-0,2	0,9	0,7	-0,2
<i>Química</i>	4,2	2,6	-1,6	5,5	3,9	-1,6
<i>Otras manufacturas</i>	5,0	6,2	1,2	5,0	6,2	1,2
Construcción	0,6	0,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1
Servicios	67,3	73,5	6,2	60,6	67,9	7,3
<i>Comercio</i>	4,4	17,7	13,3	4,5	15,7	11,2
<i>Hostelería</i>	1,1	1,1	0,0	1,1	1,4	0,3
<i>Transportes y comunicaciones</i>	19,5	16,7	-2,8	22,3	19,3	-3,0
<i>Intermediación financiera</i>	36,3	26,2	-10,1	28,2	19,8	-8,4
<i>Activid. inmovil. y servicios a empresas</i>	3,8	10,7	6,9	4,0	11,0	7,0
<i>Otros servicios</i>	1,5	1,1	-0,4	0,6	0,8	0,2
Total	100,0	100,0		100,0	100,0	

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Los resultados de esta redistribución de la actividad de las *holding* –también en términos netos– no distorsionan en exceso lo ya conocido: los servicios en su conjunto siguen siendo los puntales de la presencia en el exterior, e incluso acentúan su preponderancia (dos terceras partes sobre el total de la IDE). Entre sus subsectores sí se producen alteraciones sustanciales: comercio y actividades inmobiliarias y otros servicios a las empresas salen muy beneficiados (once y siete puntos más, respectivamente), en detrimento de intermediación financiera y transportes y comunicaciones, que siguen siendo, no obstante, los pilares de la inversión en el exterior. La ganancia de los servicios en su conjunto supuso una pérdida de posiciones relativas mayor en energía, agua e industrias extractivas (ahora un 18% del total,

cinco puntos menos) que en manufacturas. Y dentro de estos, para los que poco se puede decir por el escaso nivel de desagregación, las pérdidas fueron bastante generalizadas, excepto en el difuso conglomerado de otras manufacturas.

Poco más se puede decir sobre el perfil sectorial manufacturero con los escasos datos sobre el reparto de la actividad final de las sociedades *holding*. Y esto sugiere retomar la información estadística más usual, para que la se dispone de datos netos entre 1998 y 2001. Los resultados ponen de manifiesto la elevada concentración en muy pocos subsectores: química, alimentación, bebidas y tabaco y productos de minerales no metálicos⁽²⁹⁾, con (más de tres cuartas partes del total de la IDE), seguidos a gran distancia por papel y artes gráficas, y equipo de transporte. Por el contrario, los resultados son abiertamente desfavorables –IDE neta negativa– en maquinaria y equipo eléctrico y material y equipo electrónico, y neutros –apenas hay flujos netos– en maquinaria de oficina y equipo de precisión. Esta situación no es nueva; algo parecido ocurre en la IDE recibida. Lo que parece indicar la existencia de un patrón común de debilidad, que merece estudiarse con más detalle.

Un paso adelante en la descripción del perfil de la IDE emitida se ofrece con el cruce entre áreas geográficas de destino de los flujos y los sectores a los que se dirigen (cuadro 4). Hay de entrada un perfecto equilibrio entre las dos áreas básicas de la inversión española, América Latina (Brasil, Argentina, México y Chile) y UE (Luxemburgo y Países Bajos: 64% del total) cuando se considera el grueso de los flujos (43% cada una en el periodo 1993–2001). Muy lejos están, por tanto, el resto OCDE (cerca de la décima parte), los Paraísos fiscales (en claro descenso) y los países del Este de Europa.

Esta igualdad entre América Latina y la Unión Europea se rompe en favor de la primera región (59% del total entre 1993 y 2001) cuando se segregan los flujos pertenecientes a las sociedades *holding*; flujos que se dirigen básicamente a la Unión Europea (72% del total), donde no es difícil advertir fiscalidades altas en los rendimientos de capital, que es lo que precisamente se trata de evitar con la creación de ETVE en España. Este tipo de cruces entre regiones y sectores, indicativo del grado de especialización de la IDE, cabe extenderlo al resto de las grandes agrupaciones sectoriales. Así pues, América Latina es el lugar fundamental y casi único para las

²⁹ La activa política desarrollada por algunas filiales de multinacionales que han hecho de España un centro de operaciones para su expansión internacional, con el fin de acceder a mejores condiciones financieras, explica bastante bien la fuerte expansión del sector cementero. Tal es el caso de Valenciana de Cementos, filial de la multinacional mejicana Cemex.

empresas españolas (92%) cuando se trata de invertir en energía, agua e industrias extractivas, en términos netos. También es el lugar preferente para el conjunto de los servicios (55%) y en especial para instituciones financieras y transportes y telecomunicaciones. Cuando se invierte en manufacturas, sin embargo, el destino fundamental es la Unión Europea (60%, frente al 26% de América Latina).

Cuadro 4.- *Flujos de inversión directa neta emitida por España según áreas y sectores de destino, 1993-2001*
(millones de euros constantes)

Áreas	Energía, agua e industrias extractivas	Manufacturas	Servicios (excluido Gest. societ.)	Gestión societ. y tenencia de valores	Total
América Latina	15.272	2.819	23.178	10.080	51.349
Unión Europea	1.031	6.518	9.602	36.490	53.641
Otros países OCDE	9	1.014	8.276	2.539	11.838
Paraísos fiscales	11	14	1.005	372	1.402
Europa del Este		110	195	1.063	1.367
África	14	241	206		460
Asia	161	97	115	2	374
Total	16.499	10.811	42.576	50.546	120.432

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

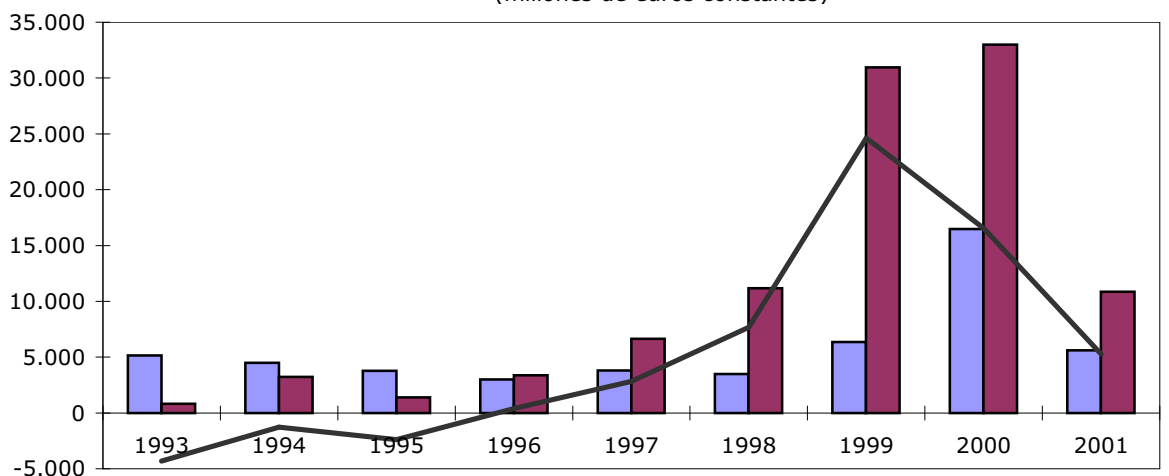
5. Inversión recibida y emitida al exterior: un balance paradójico

Ha sido uno de los objetivos fundamentales de esta comunicación mostrar la interacción entre inversión directa recibida y emitida, mediante la cual una parte de los flujos que se reciben del exterior en los años finales de los noventa pasan a integrarse de modo inmediato en los flujos que se emiten desde España, pudiendo ser calificados como "flujos de paso". Este epígrafe presta especial atención a la confrontación de ambas caras de la IDE, la recibida y la emitida, que da lugar a la formación de la posición internacional de España por inversión directa elaborada por Balanza de Pagos. A falta de información desagregada se utilizará la proveniente del Registro, con el fin de estimar –en términos de flujos anuales netos– qué papel estarían desempeñado en dicha posición internacional los flujos de procedencia nacional y extranjera –ETVE– y cuál ha sido el balance que ha correspondido a los servicios y a las manufacturas durante todos estos años.

Para empezar, el gráfico 6 presenta el balance entre IDE recibida y emitida descontando el valor de las ETVE de procedencia extranjera). Del mismo cabe extraer las siguientes consideraciones. En primer lugar, el paso desde una situación de

dependencia del capital extranjero a otra excedentaria nada ha tenido de episódico, más bien al contrario, a tenor de la sólida progresión en los saldos anuales –de negativos a positivos– que se percibe desde comienzos de la década de 1990. En segundo lugar, la exclusión de las ETVE, a pesar de su efecto reductor sobre las cifras desde 1999, no habría restado méritos al positivo balance inversor propiamente nacional. Y en tercer lugar, la confluencia de una formidable expansión de los flujos y la fuerte atonía en la recepción de flujos de capital extranjero recibido con fines productivos ha producido esta imagen de país maduro en el plano inversor, que habría entrado en la fase más avanzada de la senda de IDE postulada por Dunning y Narula (1996)³⁰.

Gráfico 6.- *Flujos totales de inversión directa neta recibidos y emitidos por España, excluidas las Entidades de tenencia de valores extranjeros (ETVE), 1993-2001* (millones de euros constantes)



Nota: Saldo = IDE emitida - IDE recibida.

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia

■ IDE recibida ■ IDE emitida — Saldo

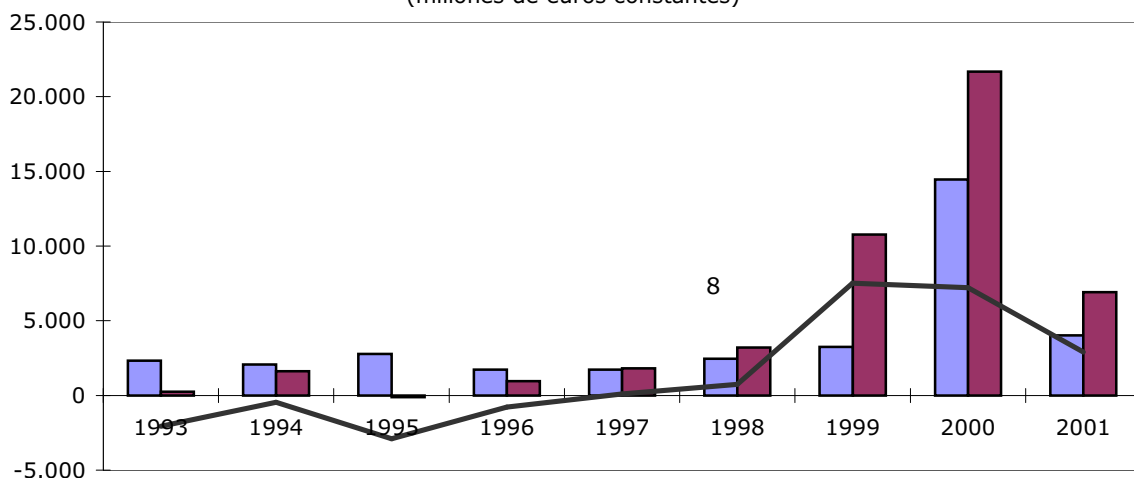
Sin duda, el formidable esfuerzo empresarial realizado por un reducido número de empresas inversoras en el exterior –quizá ya próximo a su límite, al menos a medio plazo–, conjuntamente con la recesión mundial y las dificultades por las que atraviesa uno de los principales receptores –, atenuaron la emisión de flujos, anulándose las diferencias entre IDE recibida y emitida. s capacidades reales de expansión de las empresas.

Desde este panorama general cabe descender al plano de los servicios y de las manufacturas. Adviértase que las lagunas informativas condicionan el resultado, al no conocerse la asignación sectorial para la actividad del resto de las sociedades *holding*

³⁰ Véase también Álvarez Cardeñosa (2001).

receptoras de flujos en España y de las que, siendo de capital nacional, emiten flujos al exterior. Así pues, comenzando con los servicios (gráfico 7), columna vertebral de la IDE española, la desfavorable posición de partida para España dio paso a una situación de equilibrio a partir de mediados de la pasada década, y a un balance muy positivo desde 1999. Todo hace pensar que este resultado sería aún más positivo si se incluyese las *holding*, mucho más relevantes en la IDE emitida que en la recibida, y más volcadas en su actividad final hacia los servicios, según se dijo en el epígrafe previo.

Gráfico 7.- *Flujos de inversión directa neta recibidos y emitidos por España en servicios, 1993-2001*
(millones de euros constantes)



Nota: Saldo = IDE recibida - IDE emitida.

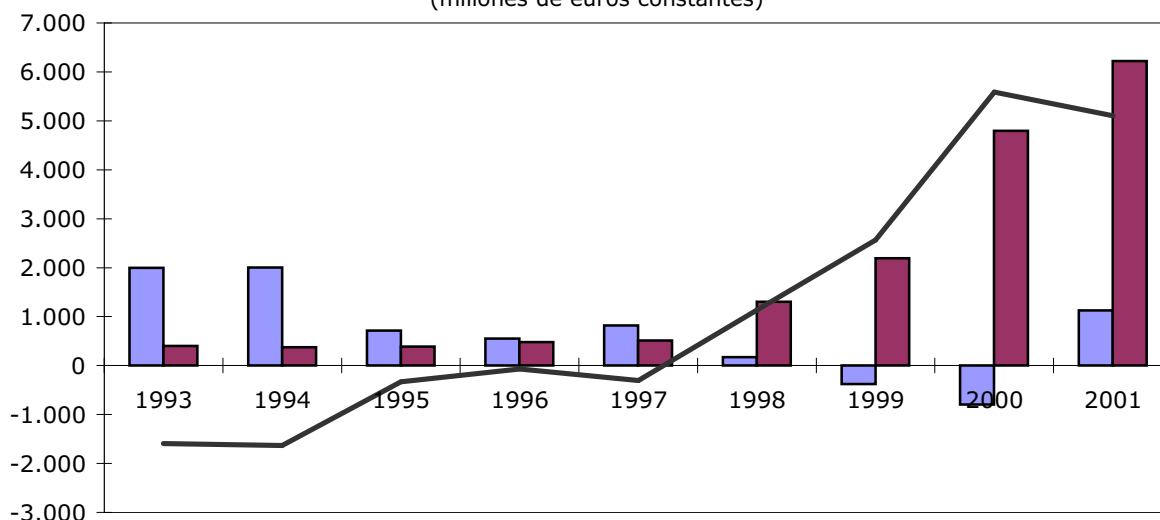
Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

■ IDE recibida ■ IDE emitida — Saldo

Pero lo más sorprendente de toda esta aproximación es que también los saldos de manufacturas son excedentarios desde 1998, no sin haber tenido un signo equilibrado en los tres años precedentes (gráfico 8). Esta favorable posición en el balance se ha debido en parte a la reducción progresiva de la ya escasa actividad del capital extranjero desde 1993 y a la inversión neta negativa de los años 1999 y 2000, pero ha influido todavía más en el saldo la impresionante aceleración de la inversión en el exterior a partir de 1998. Y esto puede tomarse como un signo inequívoco de la mejora de la competitividad del país o como el fruto de políticas deliberadas de adquisición de activos tecnológicos por parte de las empresas, con el fin de acceder a tecnologías o cuotas de mercado difíciles de conseguir por la vía del establecimiento productivo *ex-novo*, si no es después de un cierto tiempo. Y en un país cuyas ventajas tecnológicas manufactureras distan de estar claras, el hecho de que el balance sea

abiertamente favorable a la inversión de España en el exterior no deja de ser un resultado paradójico en el paradigma de Dunning.

Gráfico 8.- *Flujos de inversión directa neta recibidos y emitidos por España en manufacturas, 1993-2001*
(millones de euros constantes)



Nota: Saldo = IDE recibida - IDE emitida

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

■ IDE recibida ■ IDE emitida — Saldo

6. Conclusiones

Hay un amplio consenso a la hora de valorar positivamente la presencia de capital extranjero en las economías, por razones de bienestar o de eficiencia, y de ahí la pugna entre regiones y países por conseguir su radicación en los territorios correspondientes; por supuesto que se está hablando de inversión directa real, la que contribuye a engrosar el *stock* de capital productivo nacional. Los tiempos están cambiando, y el auge de flujos típicamente financieros está haciendo perder sentido a la tradicional acepción de IDE como capital vinculado a los sistemas productivos donde se asienta. Ejemplos surgen por doquier: fusiones y adquisiciones de empresas entre no residentes, créditos entre empresas relacionadas que buscan no tanto financiar inversión real como optimizar la tesorería del grupo, utilización de la propiedad indirecta (*holding*) por motivos fiscales... Del mismo modo, la IDE se encamina hacia una mayor movilidad, por razones de costes o de ventajas fiscales.

La inversión directa de España ha experimentado cambios sustanciales en la década de 1990 en distintos ámbitos: en la legislación que la regula, en su recopilación

estadística y en la evolución y características de los flujos. Con ello ha cambiado también la metodología de acopio y presentación de datos, y lo que ha supuesto, una vez más, una ruptura de las series estadísticas en el Registro de Inversiones Extranjeras y una cierta pérdida de significación de sus datos como expresión completa de la IDE, ha tenido su lado favorable en la novedosa presentación de datos de IDE neta y en una mayor fiabilidad de estos. Ahora bien, a medida que parecía ir enriqueciéndose el análisis se han puesto de manifiesto también las limitaciones para utilizar los datos de inversión bruta y de desinversión, puesto que incorporan operaciones que no añaden o restan nada al *stock* de capital extranjero existente, (transmisiones entre no residentes, cambios de titularidad de los activos empresariales por causa de fusiones u otras razones...). Así pues, la abundancia de operaciones de tipo financiero y otras duplicidades de signo estadístico en la inversión bruta desaconsejan su utilización, debiendo manejarse los datos de inversión neta, en tanto no se corrijan los proporcionados por el citado Registro; vía de análisis que deja en el camino el conocimiento de aquella inversión y desinversión verdaderamente real.

Hay otro tipo de operaciones que enfatizan aún más el elemento financiero y que están favoreciendo extraordinariamente la disociación entre IDE y sistema productivo desde 1997. Es el "efecto ETVE", mediante el cual España recibe unos "flujos de paso" hacia otros sistemas productivos, que nada tienen que ver con el sistema productivo nacional. Esto ha supuesto una fuerte distorsión en las cifras de IDE recibida por España desde 1999, de tal modo que lo que parece ser una notable recuperación de las cifras en los años finales del pasado siglo no es sino el efecto perverso de la entrada de dichos capitales, que camuflan la atonía que experimenta la IDE desde mediados de la década pasada. No puede decirse lo mismo de la IDE de España en el exterior, puesto que las cifras correspondientes a las ETVE de capital extranjero quedan un tanto ensombrecidas por la extraordinaria potencia inversora desarrollada por el capital nacional en todos estos años.

Así pues, los análisis de los factores determinantes de la IDE deberán tener en cuenta esta vertiente externa de la IDE; de otro modo se corre el riesgo de dar una imagen desenfocada de la realidad. Es cierto que se ha creado una nueva ventaja de localización fiscal para la inversión extranjera que no exige su radicación productiva o comercial, en tanto que la creación –o el mantenimiento– de ventajas de localización productiva del capital extranjero distan de estar claras. El sector servicios recibe inversión en sentido estricto, es cierto; no así el grueso del sector manufacturero. Y esto debe preocupar en un país que no acaba de resolver sus fuertes debilidades

tecnológicas, y que basa la producción de una parte relevante de las manufacturas de mayor nivel tecnológico en la existencia de empresas multinacionales en su territorio. No es una cuestión baladí conocer qué hay detrás de todo esto, a la vista de un cierto aumento de la movilidad en la radicación de la actividad productiva de las empresas multinacionales.

Sin duda, este mismo factor, el tecnológico, está detrás también, junto con la menor dimensión relativa de la empresa española, de la dificultad para consolidar la presencia productiva en el exterior del sector manufacturero, pero esto queda ensombrecido ante el brillante –en principio– proceso de internacionalización seguido por una parte del sector servicios –fundamentalmente telecomunicaciones y bancos– y del sector de energía y agua, al amparo de las ventajosas condiciones financieras que el acceso al euro ha supuesto para las empresas. Y aunque cueste reconocerlo, el alto riesgo asumido por este reducido núcleo de empresas –menos expuestas a la competencia interior que sus homónimas manufactureras– al concentrar gran parte de su actividad en una única región, en la que parecían mostrarse más claramente las ventajas comparativas y competitivas empresariales, deja cojo este paso fundamental en la apertura al exterior de la economía española⁽³¹⁾. Teniendo en cuenta la situación que atraviesan algunos de los mercados más relevantes de América Latina en estos últimos años, en los que las inversiones han sido extraordinariamente relevantes, las dificultades económico-financieras de las filiales arrastran de un modo u otro a las propias empresas matrices, condicionando sus propios procesos de internacionalización productiva.

Referencias bibliográficas

ALBI IBÁÑEZ, E. (1999): "¿Utilización de *Holdings* extranjeras o inversión empresarial en el exterior desde España?: aspectos fiscales", *Información Comercial Española*, nº 777, marzo-abril.

ÁLVAREZ CARDEÑOSA, M. (2001): *Una aproximación a la senda de inversión directa para el caso de España*, IV Encuentro de Economía Aplicada, Reus, junio.

BAJO-RUBIO, O. y SOSVILLA-RIVERO, S. (1994): "An econometric analysis of foreign direct investment in Spain, 1964-89", *Southern Economic Journal*, vol. 61.

BAJO, O. y LÓPEZ PUEYO, C. (1996): "La inversión extranjera directa en la industria manufacturera española", *Papeles de Economía Española*, nº 66.

BAJO, O. y TORRES, A. (2001): *The impact of Spain's integration with the EC on trade and foreign investment*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.

³¹ Torrero Mañas (2000).

BAJO, O. y LÓPEZ PUEYO, C. (2002): *Foreign direct investment in a process of economic integration: the case of spanish manufacturing, 1986–1992*, Documento de Trabajo EEE 126. FEDEA, Madrid.

BALDWIN, R.E., FORSLID, R. y HAALAND, J.I. (1996): "Investment creation and diversion in Europe", *The World Economy*, vol. 19, nº 6.

BUESA, M. y MOLERO, J. (1998): *Economía Industrial de España. Organización, Tecnología e Internacionalización*, Civitas, Madrid.

BUCH, C.M., PIAZOLO, D. KOKTA (2002): *Foreign Direct investment in Europe: is there redirection from the South to the East?*, III Complutense International Seminar on European Economy, European Economy Group, UCM, Madrid, 13-14 de mayo.

CAMPA, J.M. y GUILLÉN, M.F. (1996): "Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas", *Papeles de Economía Española*, nº 66.

DELGADO, J.M., RAMÍREZ, M. y ESPITIA, M.A. (1999): "Comportamiento inversor de las empresas españolas en el exterior", *Información Comercial Española*, nº 780.

DEVEREUX, M.P. y GRIFFITH, R. (2001): *The impact of corporate taxation on the location of capital: a review*, Documento preparado para la Conferencia "The international mobility of tax bases, Estocolmo, noviembre.

DUCE HERNANDO, M. (1996): "La estimación de las inversiones directas en la Balanza de Pagos", *Información Comercial Española*, nº 752, abril.

DUCE HERNANDO, M. (2002): "La metodología de Balanza de Pagos para el estudio de las inversiones exteriores", *Información Comercial Española*, nº 798, marzo.

DUNNING, J. y NARULA, R. eds. (1996): *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring*, Routledge. Londres.

DURÁN HERRERA, J.J. (2002): Estrategias de localización y ventajas competitivas de la empresa multinacional española", *Información Comercial Española*, núm. 799.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (1995): "Migraciones de empresas: a propósito del caso Gillette", España 1994. Un balance, *Economistas*, nº 64 (extra).

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (1997): "¿Avanza la internacionalización de la industria española", *Economistas*, España 1996. Un balance, nº 74 (extra), marzo.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2000a): "Expansión y concentración de la actividad productiva internacional", España 1999. Un balance, *Economistas*, nº 84, extra.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2000b): "Fusiones y adquisiciones transfronterizas en la era global", en V. Donoso (coord.), *Claves de la economía mundial*, ICEX, Madrid.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2000c): "Efectos de la integración sobre la inversión directa extranjera", en R. Myro (dir.), *Economía europea. Crecimiento, integración y transformaciones estructurales*, Civitas, Madrid.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2000d): "Concentración y especialización regional de la inversión directa extranjera en España", *Economía Industrial*, nº 335–336.

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 y desinversión de España. Una primera depuración de las estadísticas*, Seminario de Investigación de Profesores, Departamento de Economía Aplicada II (UCM), enero.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003b): "Inversión directa extranjera y sistema productivo: una disociación creciente", España 2003. Un balance, nº 95 (extra), marzo.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003c): *Por qué conviene depurar las estadísticas de inversión directa extranjera recibida por España*, Jornadas de Economía Internacional, Ciudad Real, 25–26 y 26 de junio.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. (2003d): "El proceso de internacionalización a través de la inversión directa", en J.L. García Delgado, *Estructura Económica de Madrid*, 2ª ed., Civitas, Madrid.

FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. y MYRO, R. (1995): "Las migraciones de la actividad industrial en la Unión Europea", *Economía Industrial*, nº 305.

GLEASON, K.C., MATHUR, I. y SINGH, M. (2000): "Wealth effects for acquirers and divestors related foreign divested assets", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 9:1.

LI, J. (1995): "Foreign entry and survival: effects of strategic choices on performance in international markets", *Strategic Management Journal*, nº 16.

LÓPEZ-DUARTE, C. y GARCÍA-CANAL, E. (1997): "Internacionalización de la empresa española mediante inversión directa en el exterior. Principales rasgos distintivos", *Información Comercial Española*, nº 761.

KAPLAN, S.N. y WEISBACH, M.S. (1992): "The success of acquisitions: evidence from divestitures", *Journal of Finance*, nº 47.

- KRUGMAN, P. (1991): *Geografía y comercio*, Antoni Bosch, Barcelona.
- KRUGMAN, P. (1998): "What's new about the new economic geography?", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, nº 2.
- MARKUSEN, J.R. (1995): "The boundaries of multinational firms and the theory of international trade", *Journal of Economic Perspectives*, nº 9.
- MARTÍN, C. (1998): *España en la nueva Europa*, 2ª ed., Alianza, Madrid.
- MARTÍN, C. y VELÁZQUEZ, F.J. (1996): "Factores determinantes de la inversión directa en los países de la OCDE: una especial referencia a España", *Papeles de Economía Española*, nº 66.
- MARTÍN, C., HERCE, J.A. y VELÁZQUEZ, F.J. (2002): *La ampliación de la UE: efectos sobre la economía española*, Servicio de Estudios de la Caixa, Madrid.
- MCCLOUGHAN, P. y STONE, I. (1998): "Life duration of foreign multinational subsidiaries: evidence from UK northern manufacturing industry, 1970–93", *International Journal of Industrial Organization*, nº 16.
- MOLERO, J. (2001): *Industrialisation and internationalisation in the Spanish economy*, Documento de Trabajo 28/01, ESRC "One Europe or several" Programme.
- MUÑOZ DE LA TORRE, C.: "La inversión directa en los países del Este Europeo (1992-2001)", *Economía Industrial* (en prensa).
- 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*, nº 2646, 13–19 de marzo.
- MYRO, R., FERNÁNDEZ-OTHEO, C.M. y MORA, A. (1996): *Las migraciones de la actividad industrial en la Unión Europea*, Colección Pablo Olavide, Junta de Andalucía, Sevilla.
- NARULA, R. Y WAKELIN, K. (1995): *Technological competitiveness, trade and foreign direct investment*, Documento de Trabajo, Universidad de Limburg, Maastricht.
- 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*, nº 66.
- TORRERO MAÑAS, A. (2000): "El riesgo financiero de la economía española", *Boletín de Información Comercial Española*, nº 2661, 31 julio–3 septiembre, Madrid.
- UNCTAD (2002): *World Investment Report*. Ginebra.
- VELÁZQUEZ, F.J. (1997): *Determinantes de la entrada de empresas extranjeras en la industria manufacturera española*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid.