

Inversión directa extranjera y sistema productivo: una disociación creciente

Carlos Manuel Fernández—Otheo*

Economía Aplicada II
Universidad Complutense

Resumen

El auge de flujos típicamente financieros está haciendo perder sentido a la tradicional acepción de la inversión directa extranjera como capital vinculado a los sistemas productivos donde se asienta. España es un buen ejemplo del éxito en la captación de flujos de inversión directa con motivo de su favorable legislación fiscal sobre los rendimientos de la inversión fuera de sus fronteras, que no van dirigidos, por tanto, al sistema productivo. De ahí que las cifras de inversión recibida hayan venido experimentando un fuerte auge desde 1999, cuando, si se descontaran los flujos “de paso” habría que poner en tela de juicio dicha expansión; e incluso puede hablarse de desinversión en no pocos sectores manufactureros. Estos flujos, canalizados mediante Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE), se trasladan a la inversión emitida por España al exterior, pero en esta vertiente su significación queda ensombrecida ante el extraordinario despliegue de las empresas españolas de los sectores energéticos y de servicios.

Palabras clave: España; Inversión directa extranjera; desinversión; sistema productivo; sistema fiscal; Entidades tenedoras de valores en el extranjero.

Introducción

Desde hace algunos años España es un emisor neto de inversión directa extranjera (IDE): sigue recibiendo capitales del exterior –como cualquier otro país desarrollado–, pero estos, a pesar de su fuerte ascenso, son mucho menores que los que envía fuera. Tan relevante es esta diferencia que en muy pocos años (2000 y 2001) ha sido capaz de revertir el sentido tradicionalmente deficitario de su posición internacional por inversión directa según Balanza de Pagos (el balance entre activos y pasivos financieros acumulados). Así pues, aunque produzca una cierta perplejidad, España participa plenamente en el selecto club de prestamistas

* Dirección de contacto: cmfotheo@ccee.ucm.es

internacionales por inversión directa y ha accedido a la fase más avanzada del proceso de internacionalización de los movimientos de capital directo (Dunning y Narula, 1996), a pesar de las carencias y limitaciones que arrastra dicho proceso en el plano sectorial y en el espacial.

Detrás de las cifras de IDE de estos últimos años hay algo importante que conviene desvelar: España, de igual modo que Holanda o Luxemburgo, recibe ahora flujos de IDE cuyo fin no es quedarse aquí sino que son trasladados a otros países. Este hecho modifica sustancialmente el panorama de la IDE, puesto que *contaminan* la inversión recibida y emitida por España al exterior, al no tener nada que ver con el sistema productivo nacional. La IDE es ahora, tal como aparece en las estadísticas de Balanza de Pagos o del Ministerio de Economía, un compuesto híbrido de dos tipos de inversión bien diferentes: la real y la financiera, lo que advierte sobre la creciente complejidad de los movimientos financieros internacionales.

La razón de este inusitado interés del capital extranjero por invertir en España no responde a la disposición de ventajas de localización clásicas: tamaño y crecimiento del mercado, costes y recursos, tecnología... o, incluso, ventajas fiscales para radicar instalaciones productivas, sino a otro tipo de ventajas –también de tipo fiscal– para cuyo aprovechamiento no se exige la presencia productiva o comercial en el territorio. Como señala E. Albi (1999, pp. 45–46), “En la actualidad, la fiscalidad de las rentas obtenidas de las inversiones empresariales en el exterior es muy atractiva. De hecho, España compite, en determinados aspectos, con lugares tradicionales de localización de sociedades *holding* en el extranjero”.

Estas páginas dan cuenta de las nuevas circunstancias que rodean la inversión española desde finales de la pasada década, ofreciendo distintas trayectorias de la IDE en función de su ligazón o no al sistema productivo nacional, con el fin de valorar en sus justos términos el proceso de internacionalización productiva de la economía española.⁽¹⁾

Flujos recibidos: la añoranza de tiempos pasados

España tuvo su momento más brillante como receptor de capitales extranjeros directos en el periodo posterior a su integración comunitaria y hasta casi mediados de la década de 1990. El hecho de que fuera capaz de captar entre un 12 y un 16% del total recibido por la Unión Europea, en términos netos, con datos de UNCTAD (2002), dice bien de los innegables atractivos que este país tuvo para el capital extranjero. Desde entonces se advierte una cierta pérdida de ventajas de localización, si se tiene en cuenta que la cuota ha oscilado entre un 3 y un 7%, aproximadamente. De mantenerse esta tendencia –y hay datos preocupantes al respecto, sobre todo entre los sectores manufactureros–, habrá que dar la razón a lo

¹ Una versión ampliada de todo esto se ofrece en Fernández—Otheo (2002a).

que los teóricos de la denominada nueva geografía económica advertían a comienzos de la década de 1990 sobre los efectos de la integración, al conceder una posición desventajosa a la periferia en relación con el centro económico comunitario (Krugman, 1992).

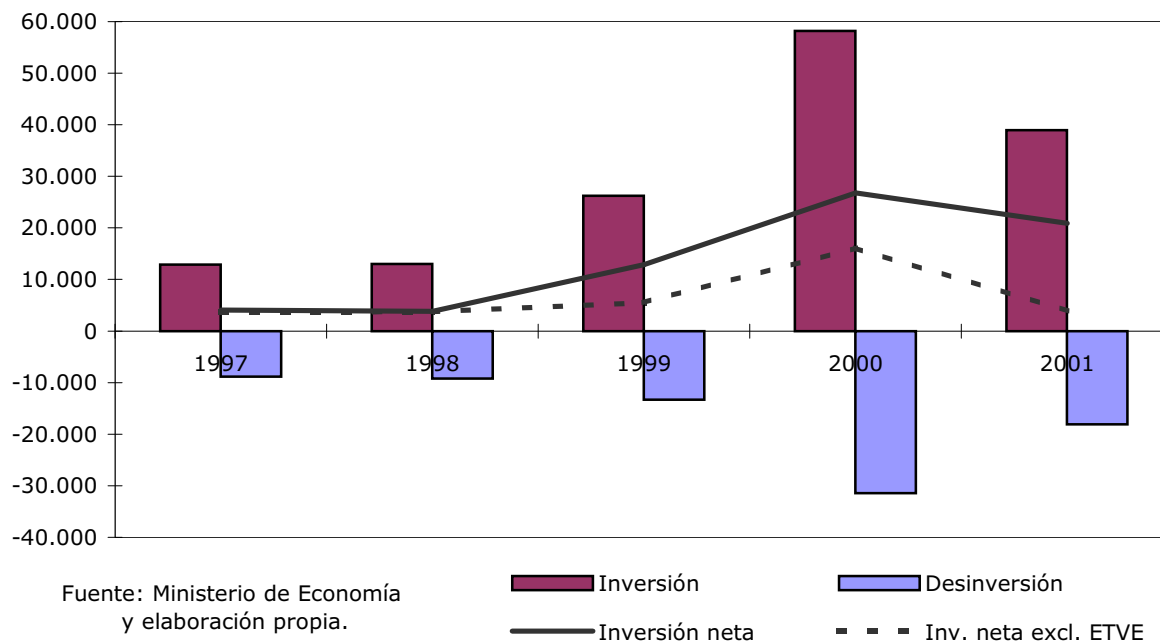
Esta perspectiva comparada, necesaria para tener una imagen más completa, echa un jarro de agua fría sobre la valoración que cabría hacer teniendo en cuenta únicamente las cifras nacionales. El gráfico 1 ofrece la serie de IDE del Ministerio de Economía, la única que permite de momento profundizar en el contenido de los flujos, y a la que hay que conceder ahora más fiabilidad con motivo de la modificación legal del régimen sobre inversiones extranjeras de 1999. Lo que ésta muestra es claro: ascenso vertiginoso desde 1999, que multiplica repetidas veces los 3.500 millones de euros constantes de los años previos, y posterior descenso en 2001, coincidente con la crisis económica. Nadie puede poner en duda, con esta única información, una cierta recuperación de los atractivos de España como receptor de IDE, pero la etapa dorada posterior a la integración debe darse por concluida.⁽²⁾

Al margen de esta primera evidencia, hay otros detalles en el gráfico que requieren ser comentados. Para empezar, las cifras de inversión y desinversión del Registro de Inversiones Extranjeras incluyen, de un lado, cualquier operación de inversión para crear una empresa o ampliar el capital social existente, lo que da lugar a entradas efectivas de capital procedente del exterior, y de otro, operaciones de transmisiones de activos entre no residentes y de cambios en la titularidad por fusión de activos empresariales, entre otras, que no añaden valor alguno al *stock* de capital extranjero, puesto que lo que se recibe (por parte del nuevo inversor) se da de baja en el Registro (desinversión). Hay, pues bajas reales de operaciones, con salida efectiva de capital desde España (la venta de un no residente a un residente, por ejemplo), y otras operaciones, como las descritas, que son simples traspasos de titularidad. En otras palabras, hay que andar con sumo cuidado para no interpretar de forma distorsionada las cifras de IDE, en unos momentos en los que los procesos de adquisiciones y fusiones entre empresas fueron muy abundantes (OCDE, 2002).

² Téngase en cuenta que no están incluidos en la serie del Ministerio de Economía dos tipos de operaciones que también se consideran IDE: reinversiones de beneficios y préstamos entre empresas relacionadas (matriz-filial; filial-filial). Las primeras son sin duda importantes (30%, aproximadamente, de la inversión total bruta en el periodo 1988-97), al menos en el sector manufacturero, en correspondencia con la mayor antigüedad de la IDE, y los segundos han sido bastante irrelevantes hasta ahora (por debajo del 5% en ese mismo periodo según esa misma fuente), aunque hay síntomas inequívocos de cambio, a tenor de lo que se observa en la serie de Balanza de Pagos (que incluye cualquier tipo de préstamo), ya que han supuesto un 24% de media entre 1998 y 2001. Esto no deja de sorprender en un momento en que los tipos de interés son tan bajos en España, al margen de las dudas sobre su verdadero carácter como IDE, por la creciente utilización de determinadas filiales como centros de gestión unificada de la tesorería del grupo de sociedades (Rodríguez Tenés, E. y Sánchez Trujillo, A.M^{a.}, 1996).

Los datos netos no reflejan, obviamente, estos efectos magnificadores de la inversión y desinversión, pero subsumen otros no menos relevantes. Por ejemplo, una única pero importante operación en el año 2000 –la adquisición de la empresa de telecomunicaciones Airtel por parte de Vodafone, con un valor superior a los 10.000 millones de euros– ha supuesto un salto considerable de las cifras, alterando la a-tonía que viene caracterizando la IDE desde mediados de la década pasada.

Gráfico 1. Flujos de inversión directa y desinversión extranjera recibida por España, 1997-2001
(millones de euros constantes)



Queda por descontar de estas cifras netas lo que a España llega a través de las Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE), al amparo de los favorables cambios legislativos en la Ley del Impuesto de Sociedades para los rendimientos de las actividades productivas conseguidos en el exterior, equiparándose así a legislaciones como las de Holanda o Luxemburgo, como bien ilustra el trabajo comparativo de E. Albi (1999). Y como del propio enunciado se desprende, el capital extranjero que llega bajo esta modalidad es trasladado de inmediato a otros sistemas productivos radicados en el exterior.

Como puede verse en el en el mismo gráfico 1, sin duda puede hablarse de un antes y un después en el panorama de la inversión extranjera directa, sobre todo a partir de 1999, momento en que se manifiesta en todo su esplendor la pujanza de esta "moderna" IDE, que alcanzó en el último año de la serie casi 17.000 millones de euros (cuatro quintas partes del total). Inversión directa y sistema productivo nacional aparecen, pues, casi completamente disociados: no hay recuperación de las ventajas productivas de localización, sino sólo ventajas comparativas de tipo fiscal para atraer capitales que apenas rozan la economía española. Téngase en cuenta que aquí no se está cuestionando si es ésta una política adecuada o no, sino de discernir entre ambos tipos capitales, poniendo de manifiesto, de paso, la relativa

paralización de las entradas de capital extranjero ligado al sistema productivo nacional.

Y hay razones para preocuparse: los flujos están siendo cada vez más selectivos, interesándose por determinadas actividades del sector servicios (telecomunicaciones, inmobiliarias, seguros y pensiones o comercio) y relegando abiertamente a las manufacturas, sobre todo a aquellas de mayor nivel tecnológico, en las que priman incluso las desinversiones sobre las entradas, según se dijo ya en su momento (Fernández-Otheo, 2002). Esto debería preocupar de cara al futuro, porque hoy por hoy el capital extranjero no puede ser sustituido por el nacional en las producciones más avanzadas; y probablemente ni tan siquiera la suma de las reinversiones de beneficios de las empresas multinacionales con producción en España –no contabilizadas aquí– sirvan para paliar tal situación.

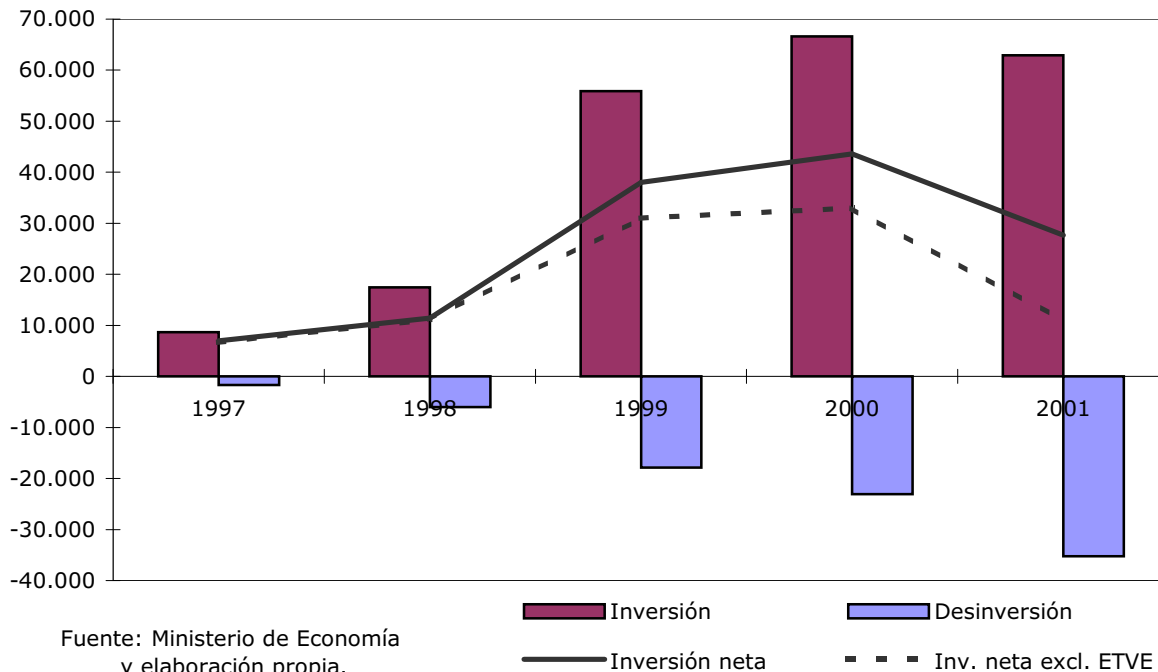
Inversión en el exterior: un fenómeno esencialmente nacional

Los valores de la IDE recibida que a corresponden a las ETVE de procedencia extranjera se trasladan a las cifras de IDE emitida por España, según se ha dicho, por lo que si se pretende conocer el verdadero esfuerzo del sistema productivo nacional para internacionalizarse, no queda más remedio que proceder a su desagregación.

No es momento de hacer aquí un recuento del proceso de internacionalización –mediante IDE– seguido por España. Sí interesa señalar que éste ha sido lento, y que sólo a partir de mediados de la década de 1990 las cifras de IDE empezaron a ser significativas. El camino recorrido desde entonces ha sido espectacular, llegando a ser uno de los países más activos en áreas como América Latina. Con todo, no está invirtiendo mucho más de lo que le corresponde en función del tamaño de su economía (su cuota respecto del total comunitario oscila entre el 6–8% desde 1997).

Como se constata en el gráfico 2, inversión en el exterior y desinversión tienen un comportamiento bastante diferente del observado en la vertiente de los flujos recibidos, lo que no debe extrañar, pues las operaciones que dan lugar a movimientos compensatorios en el Registro de inversiones (transmisiones entre no residentes o cambios de titularidad por fusiones, por ejemplo), seguramente por causa de la juventud de la IDE y por no darse las circunstancias del espacio comunitario (reestructuración de actividades productivas, principalmente), no han sido tan abundantes, lo que se traduce en una inversión neta más consistente, aunque muy descompensada en el plano sectorial hacia los servicios (sistema financiero, transportes y comunicaciones, comercio y actividades inmobiliarias) y hacia agua y energía, en tanto que se ha desatendido al sector manufacturo, en lógica correspondencia con la menor presencia de ventajas de propiedad (de acuerdo con el paradigma de Dunning), principalmente tecnológicas, entre las empresas españolas.

Gráfico 2.- Flujos de inversión directa y desinversión emitida por España al exterior, 1997-2001
(millones de euros constantes)



Pero volviendo a lo que ha sido la cuestión central de este artículo: la relación entre inversión directa y sistema productivo nacional, hay que decir, sin objeción alguna, que la formidable expansión de la actividad inversora de España en el exterior se ha sustentado sobre bases propias hasta comienzos del presente siglo, superando con creces los flujos provenientes del propio sistema productivo nacional a los de procedencia extranjera, excepto en el año 2001, lo que deja las puertas abiertas respecto a un cambio de orientación en la primacía de los flujos.

En cualquier caso, interpretar lo que sucedió en ese año es complejo, al coincidir toda una serie de elementos que podrían justificar el abrupto descenso de los flujos con origen en el sistema productivo nacional. De un lado está la crisis latinoamericana, afectando en ese momento a Argentina, pero quizá también ralentizando la que podría tener en otros países del área; y dada la importancia del área en el esquema de las principales empresas inversoras –no más allá de una docena–, la reducción de los flujos afecta de forma considerable al grueso de la IDE. Asimismo, la crisis económica que afecta a otros países necesariamente ha tenido que influir en las cifras, dado el carácter procíclico de la IDE. Por otro lado, el intenso esfuerzo financiero realizado por el reducido grupo de empresas no puede mantenerse indefinidamente, lo que se habría traducido en menos flujos en años sucesivos.

Puesto que los flujos pertenecientes a las ETVE no se rigen por los mismos determinantes de la inversión que el resto (el énfasis se pone en los incentivos fiscales, y no en los factores tradicionales como el PIB), bien podrían seguir una senda fuertemente expansiva en el futuro, tal como se puso de manifiesto en el

2001, año de caída generalizada de la inversión mundial, según se ha dicho³). Hay un dato más que puede seguir aupando las cifras de estas sociedades hacia arriba: el escasísimo número de países que ha participado hasta ahora (entre Estados Unidos y Portugal suman casi las tres cuartas partes del total), por lo que no es de descartar nuevas incorporaciones de países a este fenómeno. Y al contrario que la dirección escogida por las empresas nacionales, para las que no es fácil acceder a los mercados más competitivos, la mayoría de los flujos de IDE neta de estas sociedades tuvo a Europa como destino.

Nota final

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... En fin, todo conduce a un aumento de la movilidad de la IDE en los países desarrollados, alentada y no poco por razones fiscales.

En estas páginas se ha insistido en los efectos perturbadores de las ETVE sobre los datos agregados de inversión directa, y sobre la creciente disociación entre inversión directa y sistema productivo nacional que su presencia conlleva. Se ha creado una nueva ventaja de localización para la inversión extranjera, y el éxito está a la vista, pero la creación –o el mantenimiento– de ventajas productivas, con las que resistir la creciente competencia internacional, no está tan clara. El sector servicios recibe inversión, no así las manufacturas. 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. 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 proceso de internacionalización seguido por el sector servicios.

³ Los datos de IDE mundial del 2002 conocidos (1^{er} semestre), procedentes de UNCTAD o de OCDE atestiguan una fuerte caída. Y lo mismo ocurre con las cifras de Balanza de Pagos de España. El Ministerio no ha proporcionado todavía datos parciales –a la altura de comienzos de 2003), pero todo hace pensar en una nueva disminución de los flujos con origen en el sector productivo nacional.

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.
- DUNNING, J. Y NARULA, R. eds. (1995), *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring*, Routledge. Londres.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2002a), *Inversión directa y desinversión extranjera de España, 1993—2001. Una nueva perspectiva*. ICEI, Documento de trabajo núm....., Madrid, 2002.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2002b), "Desinversiones del capital extranjero en las manufacturas españolas", *Economistas*, España 2001. Un balance, núm. 91, extra.
- KRUGMAN, P. (1992), *Geografía y comercio*, Antoni Bosch, Barcelona.
- OCDE (2002), *Trends and recent developments in foreign direct investment*, París.
- RODRÍGUEZ TENÉS, E. Y SÁNCHEZ TRUJILLO, A.M^a. (1996), "La nueva Balanza de Pagos: una necesaria y difícil adaptación al fenómeno de la, globalización", *Papeles de Economía Española*, núm. 66.
- UNCTAD (1997, 2002), *World Investment Report*. Ginebra.