



LA INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA EMPRESA ESPAÑOLA. LOS EFECTOS DE LA CRISIS

Rafael Myro y Carlos Manuel Fernández-Otheo
Universidad Complutense de Madrid

Resumen

Durante el decenio de 1990, las empresas españolas iniciaron un proceso de inversión en otros países que se aceleró de forma muy notable en la década siguiente, en el período expansivo que siguió a la crisis de las *punto.com*, de forma que, en 2007, al final de ese período, España poseía el 3,7% del *stock* de inversión extranjera directa (IED) mundial, y obtenía de él una elevada rentabilidad. En un corto período pues, la importancia de España en este terreno superaba a la que tiene en las exportaciones mundiales de bienes e igualaba a la que posee en las de servicios, merced al turismo. A continuación se aborda cómo han gestionado las empresas españolas sus inversiones en el exterior en la etapa de crisis, buscando con ello añadir evidencia acerca de la fortaleza de un patrón inversor que ha dado muestras claras de solidez, pero también, conocer mejor sus debilidades. Con el mismo objetivo, también se profundizará en su configuración por países y sectores, un extremo menos conocido.

Abstract

During the 1990's Spanish companies started an investment program in other countries which gathered speed noticeably in the following decade, in the period of expansion which followed the dot com crisis. In 2007, at the end of that period Spain held 3.7% of the world DFI (Direct Foreign Investment) and got a very profitable return on it. A short time later the importance of Spain in that terrain was even greater than that of its ranking in goods exports and, thanks to tourism, drawing even in services. The following is an appraisal of the management of foreign investments by Spanish companies and the aim is to add evidence to the strength of an investment pattern of proven solidity but also to find out its weaknesses. Although it is a slightly less well known area, we will also go into its composition by country and sector in greater detail.

1. Introducción

Durante el decenio de 1990, las empresas españolas iniciaron un proceso de inversión en otros países que se aceleró de forma muy notable en la década siguiente, en el período expansivo que siguió a la crisis de las *punto.com*, de forma que, en 2007, al final de ese período, España poseía el 3,7% del *stock* de inversión extranjera directa (IED) mundial, y obtenía de él una elevada rentabilidad. En un corto período pues, la importancia de España en este terreno superaba a la que tiene en las exportaciones mundiales de bienes e igualaba a la que posee en las de servicios, merced al turismo.

Este proceso, tan ambicioso y exitoso, admite poco parangón, y ha alterado la imagen que poseíamos de nuestras grandes empresas, acostumbradas a vivir de y para el mercado interior. En trabajos anteriores, hemos dado cuenta de su evolución, estructura por sectores de actividad y por países de localización, así como de su rentabilidad¹, como también lo han hecho otros estudiosos en estos y en otros diversos aspectos².

¹ El patrón inversor, su evolución y sus puntos fuertes y débiles, la medición del esfuerzo inversor realizado por las empresas, o su rentabilidad, entre otros aspectos, han sido abordados en distintos trabajos por los autores. Por ejemplo, Fernández-Otheo y Myro (2008), Myro y Fernández-Otheo (2011), Myro, Álvarez, Fernández-Otheo y Vega (2011) y Fernández-Otheo (2012).

² Por ejemplo, los informes anuales: Esade-Icex (2010), Círculo de Empresarios-Wharton (2011), o más centrados en el ámbito empresarial: Durán (2002), Guillén y Canal (2007), Gordo, Martín y Tello (2008). Sobre la rentabilidad de la IED en el exterior, véase Banco de España (2007).

Pues bien, nuestra preocupación aquí es ver cómo han gestionado las empresas españolas sus inversiones en el exterior en la etapa de crisis, buscando con ello añadir evidencia acerca de la fortaleza de un patrón inversor que ha dado muestras claras de solidez, pero también, conocer mejor sus debilidades. Con el mismo objetivo, también se profundizará en su configuración por países y sectores, un extremo menos conocido.

Para este ejercicio, que exige comparaciones internacionales, utilizamos la información que suministra la OCDE de flujos y *stocks* de IED.³ Para actualizar los *stocks* a 2011, con el fin de captar los cuatro años de crisis ya acumulados, añadimos a la última cifra ofrecida por la OCDE, correspondiente a 2010, una estimación de su evolución en durante 2011, basada en la dinámica de los flujos en los tres primeros trimestres de ese año, que no se acompaña de los ajustes de valoración habituales (variaciones de precios de los activos, tipos de cambio...). Además de esta información, se utiliza la del Registro de Inversiones Exteriores de España (RIE), que ofrece valores de la Posición de Inversión Exterior de España (PIED), obtenida mediante la suma de los fondos propios contables de las empresas inversoras en sus participadas en otros países y de la financiación obtenida de la casa matriz y otras filiales del grupo. El último año para el que se dispone de esta información es 2009.

La exposición se ordena de la siguiente manera. En un primer apartado se muestra la evolución comparada del *stock* de IED de España durante los años 2007-2011. En los apartados segundo y tercero se abordan las perspectivas sectorial y geográfica, respectivamente. Finalmente, en un cuarto y último apartado, se utiliza la matriz sectores-países de destino para profundizar en los cambios estudiados en los epígrafes anteriores. El trabajo se cierra con unas breves conclusiones.

2. La crisis y la IED. Una perspectiva comparada

Los flujos de IED mundial están estrechamente relacionados con el ciclo económico, lo que se traduce en su descenso pronunciado en los primeros años de la actual crisis, y en su atenuación posterior (Gráfico 1), al comenzar el proceso de ajuste y vislumbrarse tímidas recuperaciones que no han acabado por apuntalarse, y no parece que vayan a hacerlo durante 2012, año para el que se prevé una vuelta a la recesión en la Unión Europea. En cualquier caso, a tenor de las altas cifras que durante los años anteriores se alcanzaron, muy superiores a las de la década de los noventa y a las de los primeros años de la última década, puede afirmarse que la IED constituye un fenómeno muy consolidado ya en la economía mundial, sustentado no sólo por sus tradicionales agentes, los países desarrollados, sino también, y crecientemente, por los emergentes (muy activos también en las adquisiciones transfronterizas), que han contrarrestado parcialmente la caída de actividad de los primeros durante la actual crisis. Esta, como ya se ha señalado, afecta hoy con especial intensidad a una de las áreas económicas más activas en la inversión, la UE, que en los últimos cuatro años ha perdido tres puntos porcentuales de la posición alcanzada en 2007 (52%).⁴

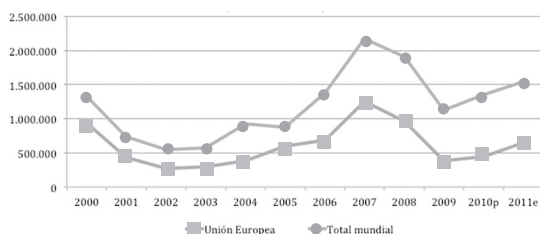
Con mayor detalle puede comprobarse que la evolución reciente de los flujos de los países comunitarios de mayor dimensión, recogida en el Gráfico 2, ha seguido pautas similares a las del conjunto de la OCDE y mundial, aunque registrando disminuciones de más calado en los últimos años.

No obstante, la posición relativa de estos países en la IED mundial sigue siendo muy fuerte, según puede comprobarse en el Gráfico 3, que combina datos de niveles y variaciones en

³ Sobre la metodología, véanse: OCDE (2008, 2011a).

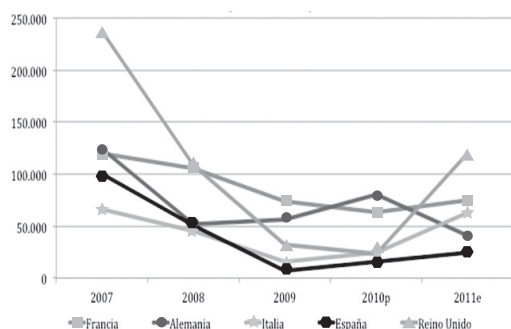
⁴ Información reciente sobre las tendencias de la IED pueden verse en OCDE (2011b) y UNCTAD(2011a,b).

Gráfico 1
Evolución de los flujos de IED en el exterior de la Unión Europea y del total mundial (2000-2011). En millones de dólares



Fuente: OCDE.

Gráfico 2
Evolución de los flujos de IED en los principales países comunitarios (2008-2011). En millones de euros



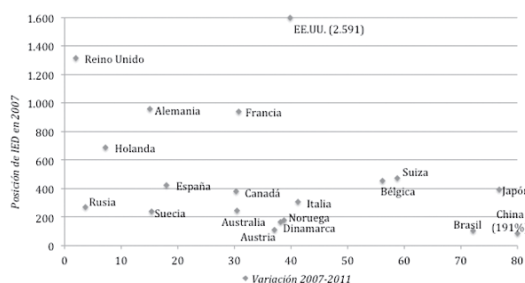
Fuente: OCDE.

los *stocks*, mostrando en el eje de ordenadas el *stock* que poseían en 2007, y en el de abscisas, su variación durante la crisis (de 2008 a 2011, ambos años incluidos). Los *stocks* no han dejado de crecer (entre un 20-30% entre 2007 y 2011), aunque no a las tasas de los años anteriores de esplendor, 2006 y 2007. En suma, al finalizar 2011, siete países de la UE siguen figurando entre los diez primeros inversores mundiales. El gráfico es bien expresivo también del gran salto realizado por los países emergentes, y de modo especial China y Brasil; en contraste, el parco crecimiento de Rusia.

España, donde la crisis está teniendo especial virulencia, ha mostrado un crecimiento de su *stock* de inversión en el exterior del 22%, muy lejos de Brasil o China, y también por debajo de Italia o Francia y de otros países europeos pequeños; similar, sin embargo, al de Alemania o Suecia y muy superior al del Reino Unido, prácticamente inalterado. Como consecuencia de esta evolución, su cuota en el *stock* mundial se redujo del 3,7% en 2007 al 3,3% en 2011, bastante menos que la de Reino Unido y Holanda, y algo menos que la de Alemania, pero aun así perdió algo de peso en la UE-27 (sólo 3 décimas, pasando de 7,1 al 6,8%).

Para el conjunto de la UE-27 y la zona euro, esta pérdida de cuota es sobre todo el reflejo del impresionante ascenso de las economías emergentes, y muy especialmente de China, de ahí que España mantenga prácticamente su cuota en la Europa comunitaria. Pero también sugiere que las empresas han necesitado desprenderse de activos empresariales en el exterior para atender el saneamiento de la casa matriz. Desafortunadamente, este proceso desinversor no puede ser captado mediante las balanzas de pagos, origen de las cifras que se comentan aquí, al ofrecerse estas en términos netos, por lo que poco puede decirse al respecto.

Gráfico 3
Evolución de los *stocks* en el exterior de los principales inversores mundiales (2007-2011). En millones de euros y porcentajes



Nota: Excluida en Holanda y Austria la IED de intermediación (Sociedades ETVE).

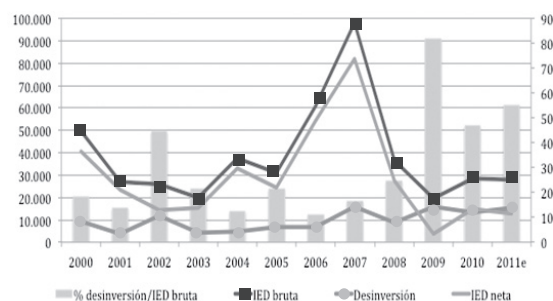
Fuente: Elaborados con datos de OCDE.

En el caso de España, sin embargo, si es posible captar, de alguna manera,⁵ la evolución de las desinversiones a través de una segunda fuente, el Registro de Inversiones Exteriores. Pues bien, como puede verse en el Gráfico 4, estas aumentaron de manera significativa ya desde 2007, sobre todo en relación con la inversión bruta anual, que disminuyó, pero sin alcanzar cifras muy alarmantes, ni desde luego frenar el ascenso en el *stock* de IED, como ya se ha puesto de manifiesto anteriormente. De esta forma, si bien es claro que la crisis ha comprometido la inversión en el exterior de las empresas españolas, rompiendo el proceso de rápido ascenso seguido en los años anteriores, también lo es que no lo ha hecho hasta ahora de forma acusada, y aún menos en términos comparados con otros principales países de la UE, lo que debe interpretarse como un signo más de la fortaleza del patrón inversor español.

Por otra parte, sabido es que una proporción elevada de los flujos de IED proviene de adquisiciones empresariales transfronterizas. Pues bien, aquí España ha desempeñado un papel más activo que el resto de países comunitarios, a pesar de sus mayores restricciones crediticias. De hecho,

⁵ Téngase en cuenta que los flujos recogidos por el Registro están infravalorados, al no seguir la metodología del FMI sobre la IED (*V Manual*). Véase, al respecto, los informes anuales del Registro de Inversiones Exteriores.

Gráfico 4
Evolución de los flujos de IED de España en el exterior (2000-2011). En millones de euros y porcentajes



Fuente: Elaborados con los datos del Registro de Inversiones Exteriores.

habría sido el segundo país comunitario (después de Reino Unido) por número de acuerdos (más de quinientos) y por el volumen implicado en estas operaciones (15% del total) en el periodo 2008-2011. Especial atención merecen, por su volumen, las adquisiciones accionariales del último año: la brasileña Vivo por parte de Telefónica, el banco polaco Bank Zachodni WBK por parte del Santander y el turco Turkiye Garanti Bankasi por el BBVA, o la estadounidense Telecris Biotherapeutics por Grisol, todas ellas con una valor por encima de los 3.000 millones de dólares. Con mayor relieve pues que en otros países, la crisis parece haber propiciado el aprovechamiento de oportunidades para la implantación en el exterior de aquellas empresas con mejor posición financiera.

Resumiendo lo expuesto, todo parece avallar el alto grado de madurez alcanzado por las empresas españolas en la inversión internacional, aun cuando deba esperarse de ellas un esfuerzo adicional que lleve a España a igualar el nivel de *stock* de IDE sobre el PIB que como media registra la UEM, que se apoya en las abultados volúmenes alcanzados por Holanda, Reino Unido, Suecia o Francia (por encima del 70%). Debe advertirse, en cualquier caso, que España se encuentra ya por encima de Alemania y, sobre todo, de Italia, lo que

resulta muy destacable al no tratarse de un país que destaque por su tradición inversora y por su I+D, aspectos clave en el proceso de internacionalización productiva, lo que, por otra parte, muestra la complejidad y versatilidad de los procesos de desarrollo. En definitiva, el patrón inversor sigue siendo muy sólido. Ciertamente, la crisis ha afectado a su expansión, moderando su crecimiento, pero, al cerrarse 2011, su valor podría estimarse en más de 500.000 millones de euros, una quinta parte más de lo que alcanzaba en 2007.

3. Una perspectiva sectorial del impacto de la crisis en la inversión exterior

Esta primera descripción de las dimensiones globales de la inversión exterior de las empresas españolas, de su comportamiento en los recientes años de crisis, y de la posición comparada que alcanza al final de ese problemático año que ha sido 2011, preludio de una nueva recesión que se hará realidad al menos durante 2012, debe ser completada con una perspectiva sectorial y espacial, con el fin de captar en qué medida la crisis actual ha alterado la configuración anterior de la IDE. Para su análisis es preciso transitar a las estadísticas del Registro de Inversiones Exteriores, conjugando la Posición de IED (PIED), o *stocks*, provenientes de los balances empresariales, (fondos propios contables más financiación intragrupo), con los flujos recogidos en las operaciones de IED realizadas anualmente desde 2009, último año para el que se dispone de cifras de *stock*.⁶

El sector servicios ha sido el pilar de la internacionalización española desde mediados de la década de los noventa (67% en 2007), si se tiene

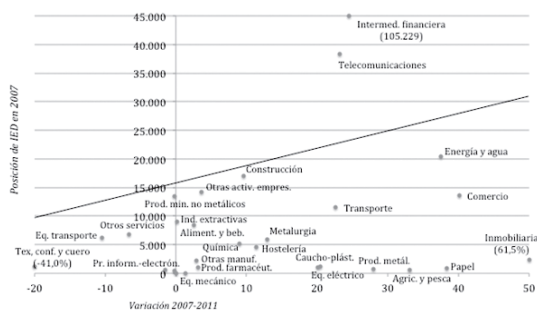
en cuenta el volumen invertido. Las manufacturas figuran en segundo lugar (16,6%) y a continuación energía y agua, construcción e industrias extractivas (7%, 6% y 3%, respectivamente). La concordancia con la estructura productiva es evidente, y no pasa desapercibido que dicha composición refleja bastante bien dónde se encuentran las ventajas competitivas de las empresas españolas así como sus limitaciones tecnológicas. La presencia de Agricultura, ganadería y pesca, es, por otra parte, testimonial.

Pues bien, el periodo de crisis ha afectado de modo desigual a las distintas actividades, como puede verse en el Gráfico 5. La mayoría de los servicios crecieron a buen ritmo, por encima de la media en los casos de comercio, actividad inmobiliaria, y transporte, y en los dos principales: banca, seguros y pensiones (que ha continuado su estrategia inversora a pesar de sus problemas en España) y telecomunicaciones; otras actividades empresariales apenas se ha movido, y la parte negativa correspondió a otros servicios.

Las manufacturas ofrecen un perfil bien distinto. Por un lado, de los dos sectores más destacados en la inversión, uno se estancó (otros productos de minerales no metálicos) y el otro retrocedió (equipo de transporte). Tímidos avances se observan, sin embargo, en metalurgia y química, los siguientes en importancia. Una evolución mucho más favorable se constata entre las actividades menos significativas en el plano inversor, que son de variado nivel tecnológico (papel, productos metálicos, caucho y plásticos y equipo eléctrico). En cambio, permanecen inalteradas en sus cifras de 2007 las actividades de productos farmacéuticos (no parece haberse registrado la ya mencionada operación de la empresa Grifols en 2011), otras manufacturas, alimentación, bebidas y tabaco, maquinaria y equipo mecánico y productos informáticos y electrónica. Por último, cae abruptamente textil, confección y cuero.

⁶ La información estadística utilizada excluye la actividad de las denominadas Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE) controladas por no residentes, es decir, la IED asociada explícitamente con papel de España como país de tránsito hacia los países destinatarios últimos. Más detalles sobre esta cuestión pueden verse en Banco de España (2011), los informes anuales del Registro de Inversiones Exteriores, o en Fernández-Otheo (2012).

Gráfico 5
Evolución sectorial de los *stocks* de IED de España en el exterior (2007-2011). En millones de euros y porcentajes

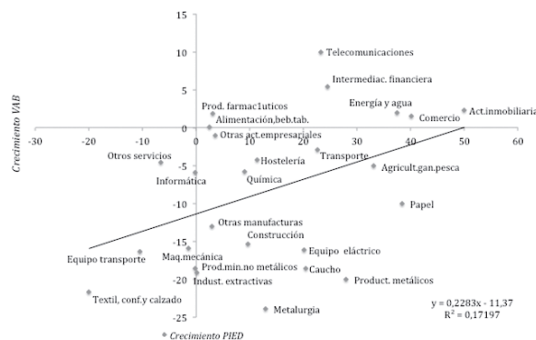


Fuente: Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

Especialmente dinámico se ha mostrado el sector de energía y agua, y en particular las actividades de generación de electricidad ligadas a las energías renovables, de igual modo que agricultura, ganadería y pesca; también lo ha hecho construcción, sin duda empujado por la debilidad de la demanda interna; en tanto que industrias extractivas no se ha movido.

De forma resumida, tal y como revela la línea de tendencia dibujada en el Gráfico 5, existe una cierta asociación positiva entre los grandes inversores en el exterior y los que más aumentan la inversión en los años de crisis, indicativa de que la inversión de España en el exterior ha visto reforzadas sus bases sectoriales en el período de crisis. Sin embargo, esta asociación no es muy estrecha, porque descansa sobre todo en el elevado protagonismo de las telecomunicaciones y de intermediación financiera; y también de energía, construcción, transporte y comercio. Por el contrario, entre los inversores menores, se vislumbra una tendencia a un mayor crecimiento de los situados en la escala inferior del *stock* de IED (caucho y plástico, productos metálicos, equipo eléctrico, papel e inmobiliarias). Esta tendencia es muy positiva, y debe ser resaltada, porque promueve una menor concentración sectorial de

Gráfico 6
Relación sectorial entre el VAB y *stock* de IED (2007-2010). En porcentajes



Fuente: INE y Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

la IDE, e indica una incorporación de un número mayor de sectores a la inversión exterior. Por otra parte, resulta preocupante el retroceso de equipo de transporte y de otros servicios; en tanto que el más pronunciado repliegue de todos ellos, textil, confección, cuero y calzado, muy poco inversor, requiere de más información para explicar su comportamiento.

Sin duda los factores que pueden explicar la dinámica de los diferentes sectores en la inversión durante estos años son varios y de diferente naturaleza. Pero entre ellos aparentemente desempeña un papel importante la crisis. En efecto, el Gráfico 6 muestra una relación positiva y significativa entre la evolución registrada por el valor añadido entre 2007 y 2010, el último año para el que la CNE ofrece datos, y la del *stock* de IDE, que se mide en el eje de ordenadas.

En una perspectiva de los grandes agregados, la evolución de la IDE en servicios y energía y agua ha sido más positiva, de acuerdo con su trayectoria productiva en el interior de España. Lo contrario ha sucedido con las manufacturas. Con más detalle, destacan algunos sectores en los que su valor añadido ha caído mucho, al tiempo que ha aumentado de forma notable su inversión exterior (papel, productos metálicos, equipo eléctrico, cau-

cho y plásticos) y aquellos en los que ha ocurrido lo contrario, que su mejor situación relativa en estos años de crisis no ha impulsado su inversiones fuera de España (productos farmacéuticos, alimentos y otras actividades empresariales).

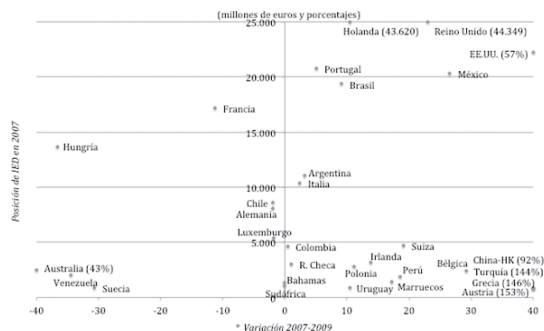
4. La estructura espacial de la IED española

El análisis de los países de localización de las inversiones es el siguiente paso que debe darse en el estudio de la IED durante la crisis. Reviste una mayor complejidad que el de los sectores, observándose diferencias considerables, para algunos países muy relevantes, entre lo recopilado como flujos, en un primer momento, y lo que declaran las empresas inversoras como PIED, más adelante.⁷ Para solventar en parte estos problemas, se fracciona el análisis en dos periodos: se parte, en el primero, de la PIED de 2007 y de la variación de los flujos entre dicho año y 2009, que recoge el primer impacto de la crisis, mientras que en el segundo se toma la PIED de 2009 y la variación estimada de los flujos hasta 2011. Se muestran, de este modo, en dos gráficos los resultados para los principales países receptores (definidos como aquéllos que reciben más de 700 millones de euros en 2009 y 2011).

En los años iniciales de la crisis (2007-2009) (Gráfico 7a), casi todos los principales países destinatarios de la inversión española (por encima de 15.000 millones de euros) vieron crecer el volumen de fondos recibidos de nuestro país, en unos casos en proporciones muy elevadas, como Estados Unidos, Reino Unido, México, y en otros moderadamente (Holanda, Brasil y Portugal), siendo Francia el único país con flujos netos ne-

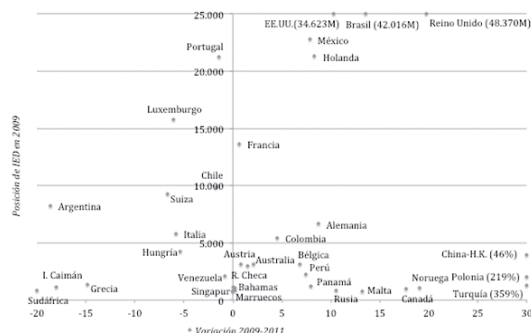
gativos. En el grupo intermedio, con volúmenes entre 5.000 y 15.000 millones, son más numerosos los países que muestran retrocesos en los fondos recibidos desde España, de forma leve en el caso de Chile o Alemania, o muy fuerte en el de Hungría, que aquellos que registran avances, aunque sea de pequeña dimensión (Argentina, Italia). Por debajo

Gráfico 7a
Evolución del stock de IED de España en el exterior según países (2007-2009).
En millones de euros y porcentajes



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

Gráfico 7b
Evolución del stock de IED en el exterior según países (2007-2011).
En millones de euros y porcentajes



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

⁷ Se ha dicho ya que los flujos contabilizados por el Registro no incluyen las transacciones realizadas como financiación relacionada dentro del mismo grupo, al margen de otras partidas; téngase en cuenta, además, que las operaciones pueden asignarse al "país inmediato" (en aquellos casos en que ese país participe de estrategias de intermediación) y al "país último", verdadero destinatario de la inversión. El hecho de que Holanda sea el país donde se advierten cambios radicales en sus cifras entre periodos avala la existencia de este tipo de problemas.

de 5.000 millones, muchos países receptores de los fondos españoles mejoran su posición inicial, tanto entre los comunitarios (Austria, Bélgica o Irlanda), como entre los emergentes (China, Turquía), o vecinos, como Marruecos; correspondiendo desinversiones muy significativas a Australia, Venezuela o Suecia. En conjunto, la media de crecimiento de la treintena de países que concentran el grueso de la inversión fue del 8%.

Lo interesante de este período es que el crecimiento de la IDE española se centra en parte de los países destinatarios tradicionales, pero también en otros con escasa presencia de nuestras empresas en términos cuantitativos, como Marruecos, Turquía, Austria o China.

En los años finales del periodo, 2009-2011 (Gráfico 7b), el crecimiento medio de los flujos enviados a los principales países decae ligeramente, indicando sin duda la acumulación de años problemáticos y la falta de perspectivas claras de recuperación de la economía española. Los grandes receptores siguen siendo los mismos ya citados, aunque con un cambio significativo de posiciones entre Holanda y Brasil; Reino Unido lidera la tasa de crecimiento, casi al mismo nivel que en el periodo previo, y Brasil también la mejora, concentrando las preferencias de las empresas en el área latinoamericana; Estados Unidos, Holanda y México siguen recibiendo capitales, mientras se detienen los flujos dirigidos a Francia y se repatrian algunos capitales desde Portugal.

En el grupo intermedio (entre 15.000 y 5.000 millones) es patente la recuperación de la inversión dirigida a Alemania, al contrario de lo que ocurre con la orientada hacia Argentina y, aunque en menor grado, a Suiza e Italia. Ya en un tercer nivel en cuanto a la posición inversora, países como Grecia y Hungría se han visto muy afectados por la crisis, lo que habría originado el retorno de inversiones hacia España. Con todo, son más los países que mantuvieron posiciones neutras o crecimientos moderados; y destacan por

el extraordinario vigor de los flujos, una vez más, Turquía y China, a los que se añade ahora Polonia.

De nuevo, en esta segunda etapa de la crisis, son los grandes países destinatarios quienes justifican el grueso del crecimiento del *stock* de IDE, lo que no desmerece el esfuerzo inversor realizado por España en muchos otros. Frente a lo visto en la fase previa, la creciente gravedad de la situación se advierte ahora en el retroceso de las cifras de un mayor número de países, entre ellos Argentina y Hungría de forma destacada.

Si bien es cierto que el patrón geográfico de la IDE española no ha variado mucho durante la crisis, sobre todo por áreas, sí se ha alterado su estructura por países. Dentro de Latinoamérica se ha primado a Brasil, muy especialmente, a Perú y a Colombia; en cambio Argentina está siendo la gran perdedora (por razones quizá próximas a la esfera política) y, en alguna medida, Chile. Por otro lado, la localización de las inversiones se ha hecho más centroeuropea y oriental, con mayor presencia de Austria, Polonia, Turquía y, más allá, China; dentro de la UE, se ha orientado hacia los países con menores problemas, permaneciendo relativamente estables las dirigidas a Francia, Portugal e Italia, y retirándose capital de Hungría y Grecia. Así pues, conviven la incertidumbre económica de unos y las prometedoras perspectivas de otros con cambios en las estrategias de internacionalización, que primarían la cercanía de Marruecos, por ejemplo, y la cada vez más decidida apuesta por países apenas explorados hasta ahora y de gran tamaño y crecimiento.

En todo caso, son cambios que parecen mostrar y afianzar la fortaleza del patrón inversor de España en el exterior. El examen de las cuotas alcanzadas en cada país refuerza aún más esta conclusión, confirmando al tiempo trayectorias ya marcadas antes de la crisis (Fernández-Otheo, 2012). En trece países (con inversiones por encima de 1.000 millones de euros) la cuota aumentó entre 1 y 10 puntos porcentuales, y sólo en tres

disminuyó. Entre los primeros están los pilares del patrón actual: Brasil, México, Reino Unido, Estados Unidos, Portugal, Francia o Turquía. Los tres en los que disminuyó fueron Argentina, Chile y Perú (éste a pesar del incremento de nuestras inversiones).

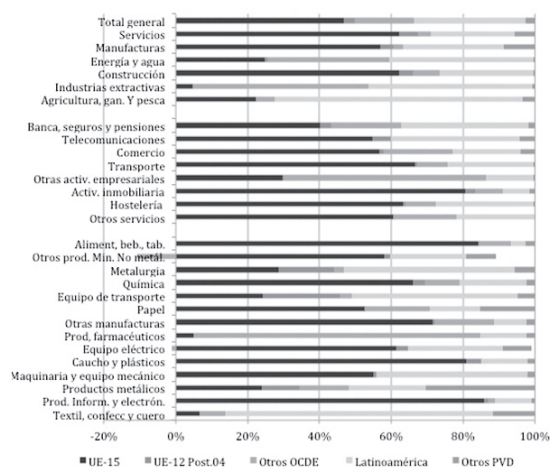
Por lo demás, los cambios observados en América Latina podrían guardar alguna relación con la irrupción de China, cuyos flujos igualaron a los de España en 2010 y los superaron con creces en 2011 (OCDE 2011), aunque los sectores de localización de España y China no coinciden.

5. La matriz inversora de España: combinación de actividades y países

Algunas pautas evolutivas descritas hasta ahora pueden encontrar explicación en la diversa naturaleza sectorial de la inversión realizada en cada país. Por otra parte, el cruce de sectores de actividad y países, o matriz inversora, permite un conocimiento más profundo de la estructura de la IED española, de forma que el análisis de este apartado buscará también resaltar algunas fortalezas poco conocidas del patrón inversor. Desafortunadamente, la evolución de esta matriz durante la crisis sólo es factible para la primera parte de ella, de 2007 a 2009, y aun así, se deja aparte aquí la matriz completa por razones de espacio. El análisis se centra, por tanto, en dos aspectos: el primero describe brevemente el patrón de inversión que se desprende de ella; el segundo, trata de encontrar explicaciones adicionales a la evolución anteriormente descrita de la IED española en ese cruce entre sectores y países.

Un acercamiento simplificado a esa matriz se obtiene si agrupamos los países en áreas geográficas (Gráfico 8). Para empezar, en 2009 todas las actividades con excepción de dos (agricultura, ganadería y pesca y textil) tenían la mitad de su *stock* inversor en países de la OCDE, mostrando

Gráfico 8
Composición del *stock* de IED de España en el exterior por sectores y áreas geográficas (2009).
En porcentajes



Nota: (1) Se excluyen países receptores de más de 600 millones de euros; ordenados según la importancia de los subsectores en la IED. (2) En PVD: China, Turquía, Rusia, Sudáfrica y Marruecos.

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

muchas de ellas una preferencia por países de la UE (más concretamente de la UE-15). También se observa que las manufacturas se concentran más en la UE que las restantes actividades, al tiempo que localizan una mayor proporción de sus inversiones en países en desarrollo diferentes de los latinoamericanos. Pero, ciertamente, son pocas las actividades que no tienen presencia en todas las áreas consideradas, lo que habla de un patrón inversor, de una parte, extendido a todo el mundo, y de otra, localizado predominantemente en países avanzados. Una prueba más de su solidez.

Pueden añadirse algunos detalles adicionales, también referidos a las características sectoriales del *stock* en los países destinatarios, a partir del examen de la Tabla 1. En primer lugar, los sectores que lideran la IDE, intermediación financiera, telecomunicaciones y energía y agua poseen un elevado volumen de inversión media por país, concentrando su actividad en Estados Unidos, Reino Unido, Portugal, Brasil, México, Argentina

y Chile; y congregan además un notable número de empresas, sobre todo en el primer sector citado, que no requiere de grandes economías de escala. También aglutinan un número apreciable de empresas muy grandes, con inversiones por encima de 1.000 millones de euros.

Un segundo grupo de sectores, construcción, comercio, transporte, otros productos de minerales no metálicos, actividades empresariales e industrias extractivas, participan de igual modo de este perfil, pero sus inversiones por país son sensiblemente menores y también lo es el número de empresas grandes, lo que justifica su menor peso en el *stock* total. Difieren más entre ellos, por otra parte, en su dispersión geográfica: construcción se centra en la UE-15 y México, Brasil y Chile, con un pie en Estados Unidos, al igual que comercio, que ha ido extendiendo sus actividad por China y Turquía; transporte está en la UE y en Chile; extractivas se concentra en Estados Unidos, Australia y Argentina; otras actividades empresariales se localiza en la UE-15 y en Suiza, con extensiones moderadas en algunos países de Latinoamérica; por último, otros productos de minerales no metálicos está muy diversificado.

Como cabe esperar de la naturaleza del tejido productivo español, manufacturas alcanza cifras más reducidas de inversión media y de grandes empresas, pero, también muestra una mayor diversificación por áreas y países, algo que no puede dejar de sorprender, pero que probablemente guarde relación con un mayor relieve del fenómeno del *offshoring*, la producción de partes y componentes en países de mano de obra más barata. Esto parece evidente en el caso de Marruecos, donde lidera la IED española, y es extensible a Asia, donde sólo intermediación financiera acompaña a las manufacturas.

Veamos ahora en qué medida los cambios en la matriz de inversión entre 2007 y 2009 explica la evolución de la IED descrita en los apartados anteriores. Únicamente se acomete el análisis de

una parte de la información que proporciona dicha matriz: aquellas actividades en las que el *stock* de IED ha menguado o ha crecido muy poco, y aquellos países en los que las empresas españolas han aumentado escasamente sus inversiones o las han reducido. La Tabla 2 ofrece esta información.

Por lo que respecta a las inversiones en industrias extractivas, su lento crecimiento está relacionado con la desinversión producida en Argentina. Este país, no obstante, se ha enfrentado a otras desinversiones españolas que tienen una raíz sectorial, a juzgar por su extensión a otros países, en concreto en otras manufacturas, otras actividades empresariales y otros servicios. La diversidad de actividades en estos sectores y la multiplicidad de empresas medianas y pequeñas dificulta un análisis más detenido de este asunto. En todo caso, son países de la UE (Reino Unido, Francia y Portugal) los que presentan disminuciones más importantes de la IED española, que, aparentemente, se desplaza a otras áreas. Esto es particularmente claro en el caso de otras actividades empresariales, donde el *stock* global de IDE creció de 2007 a 2009. También la desinversión de las industrias extractivas en Argentina (extracción de crudos de petróleo, en particular) ha sido compensada con inversiones en otros lugares. Puede verse así que la crisis (aunque se trata aquí de su primera fase) no ha impedido la relocalización de las inversiones españolas en el mundo.

En cambio, la reducción en el textil, confección, cuero y calzado es consecuencia, básicamente, de la impresionante desinversión (el *stock* se ha quedado reducido a menos de la mitad) que tuvo lugar en el Reino Unido. Lo mismo puede decirse de los sectores de otros productos de minerales no metálicos y de transporte, reflejando una notable remodelación sectorial de las actividades empresariales españolas en el Reino Unido, si bien las disminuciones comentadas, algunas derivadas de requerimientos explícitos del regulador de la actividad (la venta de aeropuertos

Tabla 1
Características sectoriales del *stock* de IED en los países receptores (2009)*

Sectores	Inversores (número) ^{**}	Países con alta PIED (>media)	Inversión media PIED país (mill. euros)	Intervalos de la PIED (mill. euros)				
				>1.000	500-1.000	100-500	10-100	>10 M
Agricultura, ganadería y pesca	43	Chile, Argentina, Portugal, Perú	36,7			3	9	12
Industrias extractivas	9	Australia, Argentina, EEUU, Bolivia, Perú, Colombia	488,3	3	3	7	3	16
Energía y agua	84	EEUU, Brasil, R. Unido, Chile, Colombia, México, Portugal	703,1	7		11	11	29
Alimentación, bebidas y tabaco	120	R. Unido, Francia, Holanda, Portugal, EEUU, Marruecos	355,9	2	3	6	14	25
Textil, confecciones y cuero	11	Brasil, Chile, Marruecos, EEUU, México	23,3			1	7	8
Papel	14	Turquía, R. Unido, Rusia, Italia	118,3			7	9	16
Metalurgia	36	Brasil, Hungría, Portugal, Irlanda, Alemania, Sudáfrica	266,0	2	2	9	8	21
Productos metálicos	99	Turquía, Colombia, EEUU, México, Polonia, Portugal, Brasil, R. Unido, Italia	26,8			1	17	18
Otros productos minerales no metálicos	100	Luxemburgo, Perú, R. Checa, México, Francia, Portugal, Singapur, Brasil, Grecia, Colombia, Sudáfrica, Argentina, Egipto	296,2	3	7	12	15	37
Otras manufacturas	38	R. Unido, Francia, EEUU, Portugal, Holanda	66,8		1	4		15
Química	139	Holanda, R. Unido, Portugal, Brasil, Bélgica, Alemania, Argentina, Polonia, Noruega, Turquía, Corea del Sur, Francia, Suiza	142,2		4	11	12	27
Productos farmacéuticos	30	Suiza, Brasil	91,9	1		1	8	10
Caucho y plásticos	78	Holanda, Costa Rica, Francia, Brasil, Luxemburgo, Portugal, República Checa, R. Unido, Irlanda	41,5		1	1	16	18
Maquinaria y equipo mecánico	27	Brasil, Alemania, R. Unido, Portugal	32,1			3	6	9
Equipo de transporte	99	Brasil, Argentina, Polonia, R. Checa, Alemania, Portugal, Italia, Francia	143,2	1		10	9	20
Equipo eléctrico	50	Alemania, Italia, Brasil, Venezuela, Portugal, Turquía	47,7			4	11	15
Prod. informáticos y electrónicos	3	Holanda, Francia, Italia, Chile	25,1			2	3	5
Construcción	484	Holanda, Francia, Brasil, Portugal, México, EEUU, Alemania, Chile, Polonia	359,0	6	3	6	19	34
Comercio	870	Holanda, EEUU, Portugal, Francia, Brasil, Argentina, Italia, R. Unido, Suiza, Austria	324,9	5	4	9	20	38
Hostelería	132	Holanda, México, Luxemburgo, R. Dominicana, Ecuador, EEUU, Italia	152,1	1	1	8	13	23
Transporte	120	R. Unido, Francia, Portugal, Brasil, México, Canadá, EEUU, Suiza	210,6	4		8	9	21
Telecomunicaciones	49	R. Unido, Brasil, Holanda, México, Chile, R. Checa, China, Italia, Argentina	1.174,5	9	1	6	3	19
Intermediación financiera	398	Brasil, EEUU, R. Unido, Luxemburgo, México, Portugal, Hungría, Alemania	2.468,7	17	2	8	11	38
Actividad inmobiliaria	80	Francia, Austria, Holanda, EEUU, Portugal, México, Luxemburgo, Alemania, R. Unido	162,7	1	1	8	9	19
Otras actividades empresariales	492	Suiza, Holanda, Francia, Brasil, EEUU, México, R. Unido, Portugal	167,4	1	2	7	17	27
Otros servicios	178	R. Unido, Portugal, Suiza, Holanda, Francia, Argentina, Bélgica	104,7		2	8	9	19
Total	3.783		5.333,4	63	37	161	278	539

* Se incluyen países receptores de más de 100 millones de euros.

** No se incluyen los inversores con menos de dos operaciones de inversión por país.

Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

por la filial de Ferrovial) han sido más que compensadas por aumentos en sectores clásicos de la inversión española: energía y agua, alimentos, intermediación financiera y telecomunicaciones. En esta remodelación también se ha reducido el peso de las actividades inmobiliarias, a causa del apremiante desendeudamiento en que se han visto inmersas las empresas del sector por causa de la crisis; algo similar ha ocurrido en Francia, donde a diferencia del Reino Unido, sí se redujo la importancia de la IED española en los dos años considerados.

La caída en el *stock* inversor que ha registrado equipo de transporte está asociada estrechamente con la inversión española en Alemania. Este país también refleja una remodelación de la naturaleza sectorial de la IED española, aunque no de tanta envergadura como la del Reino Unido; el ascenso del peso de la banca española no llega a compensar la desinversión en otras actividades.

En cuatro actividades, equipo mecánico, equipo eléctrico, productos farmacéuticos y hostelería, el lento aumento de los *stocks* podría obedecer a aspectos sectoriales específicos, pues resulta independiente de los países.

Tabla 2
Diferencias sectoriales del *stock* de IED en un grupo seleccionado de países (2007 y 2009).
En millones de euros

Sector	Alemania	Argentina	Australia	Chile	Francia	Grecia	Hungría	Portugal	R. Unido	Suecia	Venezuela	Total
Agricultura, ganadería y pesca	0	10	8	16	6	0	0	100	12	0	5	251
Industrias extractivas	0	-2.580	1.391	0	-12	0	0	5	-14	0	-183	2.918
Energía y agua	27	188	6	1.938	70	217	81	1.985	2.197	0	121	5.937
Alimentación, bebidas y tabaco	-6	6	3	20	-417	15	0	-34	6.149	5	2	5.440
Textil, confección y cuero	1	-4	0	22	3	-3	0	-2	-709	0	1	-633
Papel	0	0	0	42	14	0	0	-74	161	0	36	1.428
Metalurgia	1	179	0	0	-47	0	500	133	-20	-193	89	-2.282
Productos metálicos	28	6	0	0	0	0	0	-61	-5	-19	-1	55
Otros productos minerales no metálicos	3	-10	-856	-9	-164	376	1	-77	-781	0	33	-858
Otras manufacturas	-204	-332	0	-2.034	-473	-214	0	-1.217	-607	0	-49	-461
Química	-90	-84	9	0	34	-7	-83	-132	64	-8	-140	972
Productos farmacéuticos	8	0	0	7	-12	0	0	8	0	0	0	866
Caucho y plásticos	-5	11	0	7	-2	0	0	-12	8	-1	17	146
Maquinaria y equipo mecánico	27	0	0	2	-2	-2	1	19	5	4	9	194
Equipo de transporte	-1.410	-112	0	-3	19	0	-33	-20	11	-10	11	-2.211
Equipo eléctrico	220	-2	0	0	-81	0	0	-4	-10	-6	67	272
Productos informáticos y electrónicos	44	3	-11	30	-27	0	3	-2	-18	0	0	48
Construcción	402	49	93	74	2.545	5	10	1.025	49	0	10	1.020
Comercio	-27	294	14	58	-63	99	19	-47	7	-7	46	3.744
Hostelería	31	42	0	-35	66	2	18	-196	31	0	114	701
Transporte	-122	-93	0	219	-210	41	-17	330	-2.181	0	-70	-2.296
Telecomunicaciones	6	1.334	0	2.056	442	0	0	457	14.816	69	-15	2.947
Intermediación financiera	2.521	852	-4	1.847	1.023	-26	2.969	8.347	13.960	60	895	3.763
Actividad inmobiliaria	70	21	10	3	-1.407	0	48	-82	-1.282	0	-2	-4.697
Otras actividades empresariales	-2.784	-610	-4	-1.415	-997	4	-12.918	-8.203	-10.925	-421	-991	3.116
Otros servicios	-178	-2.034	0	-1.548	-3.893	0	-32	-1.737	-16.855	7	35	-2.695
Total	-1.437	-2.865	660	1.299	-3.584	507	-9.434	509	4.033	-520	51	22.248

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores. Elaboración propia.

Algunos de los ajustes que parecen tener un carácter sectorial explican, sin embargo, la reducción de la IDE española en algunos países. En efecto, esta disminuye de forma importante en Argentina, Francia y Hungría, en valores muy parecidos e incluso inferiores a la caída de las rúbricas en otras actividades empresariales y en otros servicios.

Un apunte adicional merece Portugal, donde también se ha producido, como en el Reino Unido, una remodelación de la IDE española sin llegar a reducir el volumen total de ésta. Pero probablemente en este caso ha sido sólo el prelude de la reducción que ha tenido lugar en los dos años posteriores, 2010 y 2011, a tenor de lo que sugieren los flujos.

En definitiva, la positiva evolución del *stock* de inversión de las empresas españolas en el exterior parece haberse visto afectada especialmente por las graves dificultades que han atravesado durante la crisis algunos pocos sectores (otras manufacturas y otros servicios reducen su inversión, mientras que se estancan equipo mecánico, equipo eléctrico y productos informáticos), así como por la relocalización en el plano mundial de las operaciones de otros (otras actividades empresariales); y, en fin, por las aparentes dificultades que han encontrado otros en países específicos (industrias extractivas en Argentina, textil y transporte en Reino Unido; equipo de transporte en Alemania; y actividades inmobiliarias en Francia y Reino Unido).

Estas primeras explicaciones reflejan, sin duda, las dificultades que la crisis está imponiendo a sectores y países, pero también el papel de los Gobiernos con sus regulaciones y de las estrategias de relocalización puestas en marcha por las empresas. En todo caso, muestran la viveza de un patrón inversor cambiante y adaptable a un escenario económico internacional en profunda alteración.

6. Conclusiones

En este artículo se ha analizado la inversión exterior de las empresas españolas durante los años de crisis, es decir los cuatro años que transcurren entre 2007 y 2011. Con ello, se ha buscado confirmar la fortaleza del patrón inversor español, ya destacada en estudios previos, en este nuevo escenario hostil.

Para ello, se ha analizado primero la evolución comparada del *stock* español de IED, observando que, aunque a un ritmo sensiblemente inferior al período de expansión económica cerrado en 2007, ha seguido creciendo, superando en su tasa de avance a algunos de los principales países de la UE, como Alemania o el Reino Unido, aunque ligeramente por debajo del conjunto de la UE. Los efectos de la crisis se han dejado notar en un ascenso de las desinversiones.

Desde el punto de vista sectorial, la IED ha seguido liderada por los sectores más inversores de servicios, con intermediación financiera y telecomunicaciones a la cabeza, aunque se ha visto también el despertar de algunos sectores que apenas tenían experiencia en este terreno, como productos metálicos, caucho y plásticos, papel o equipo eléctrico, dentro de la industria, y hostelería o actividades inmobiliarias, en la esfera de los servicios. En todo caso, los sectores más afectados por la crisis han mostrado más dificultad para aumentar su *stock* de IED. En términos de grandes agregados, la industria ha acusado más, en su expansión productiva internacional, el mayor impacto que está sufriendo con la crisis. Por lo demás, cuatro sectores han visto recortado su volumen total de IED: otros servicios, equipo de transporte, productos informáticos y textil, confección y cuero. Los dos primeros poseen importancia cuantitativa.

Pero la evolución de la inversión exterior de las empresas españolas se ha visto afectada también por alteraciones en su geografía, esto es, en su localización por países, que ha obedecido bien a la

puesta en marcha de estrategias de relocalización internacional, guiadas por objetivos empresariales diversos, bien a conflictos de diferente índole-de seguridad o regulatorios, principalmente- en países específicos, que han afectado principalmente a cuatro actividades: extractivas, otras actividades empresariales, otros servicios y transportes.

En efecto, en los años de crisis, las empresas españolas han relocalizado sus inversiones dentro de América Latina, primando Brasil, Perú, Colombia y otros países, y abandonando relativamente Argentina, y en menor medida, Chile. De otro lado, las inversiones se han hecho más centro-europeas y orientales, con mayor presencia de Austria, Polonia, Turquía y China. Dentro de la UE, se han redirigido hacia los países con menores problemas, manteniendo relativamente estables sus posiciones en Portugal e Italia, y reduciéndolas en Hungría y Grecia.

Todo lo expuesto muestra la viveza de la actividad inversora en el exterior de las empresas españolas, que al final de 2011, después de cuatro años de profunda crisis, seguía manteniendo un importante peso en el mundo, el 3,3% del total. Junto al ascenso en volumen, casi 100.000 millones de euros más que en 2007, destaca la afirmación de los sectores claves, el despertar de algunos nuevos (industriales sobre todo, pero también de servicios) y la remodelación de la estructura por países, afirmándose en los de mayor nivel desarrollo, en los que se sitúa más del 65% del *stock* de IED.

Referencias bibliográficas

- BANCO DE ESPAÑA (2007, 2011): *Balanza de Pagos y Posición Internacional de España 2007 y 2010*.
- CÍRCULO DE EMPRESARIOS-WHARTON (2011): *Anuario 2010. Internacionalización de la empresa española*. Madrid.
- ESADE-ICEX (2010): *La multinacional española ante un nuevo escenario internacional*. Barcelona-Madrid
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y MYRO, R. (2008): “Profitability of Spanish foreign Direct Investment”; en *GCG Georgetown University-Universia* (2, 3).
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2010): “Inversión directa extranjera de España a finales de los noventa”; en *Economistas* (123): “España, un balance”. Colegio de Economistas de Madrid.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2012): “El patrón inversor español en el exterior. Dimensión y rentabilidad”; en MYRO, R., coord.: *La competitividad exterior de la economía española*; nº 130, febrero.
- GORDO, E., MARTÍN, C. y TELLO, P. (2008): “Internacionalización de las empresas no financieras mediante inversión exterior directa”; en *Papeles de Economía Española* (116).
- GULLÉN, M. y GARCÍA CANAL, E. (2007): “La expansión internacional de la empresa española: una nueva base de datos sistemática”; en *Información Comercial Española* (839).
- MYRO, R. y FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2011), “Rentabilidad de la Inversión Extranjera Directa de España en el exterior”; en *Principios. Estudios de Economía Política* (18).
- MYRO, R., ÁLVAREZ, E., FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. y VEGA, J. (2011): “Líneas de orientación para una política de apoyo a la internacionalización de la empresa”; P4R Apertura española, marzo, Madrid, mimeo.
- OCDE (2008): *Benchmark definition of foreign direct investment*. París.
- OCDE (2011a): *Foreign direct investment statistics: notes*, abril 2011, Ginebra.
- OCDE (2011b): *Investments news*, nº 16, octubre.
- Subdirección General de Inversiones Exteriores, Posición de inversión exterior directa, varios
- UNCTAD (2011a): *World Investment Report*, Nueva York-Ginebra.
- UNCTAD (2011b): *Global Investment Trends Monitor* (7), octubre.