Ministerio de Economía
y Competitividad
Núm. 870, ENERO-FEBRERO, 2013

Revista de Economía
ICE
Información Comercial
Española

Nuevas tendencias de los flujos inversores

ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA
Secretaría de Estado de Comercio
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD

Consejo Científico
Julio Alcaide, Luis Gámir, Jaime Requeijo, Ramón Tamames, Gabriel Tortella, Félix Varela, Juan Velarde, Ángel Viñas.

Consejo de Redacción
Santiago Asensio Merino, Mikel Buesa Blanco, Esther del Campo García, Carmen Cárdeno Pardo, Ignacio Mezquita Pérez-Andujar, Juan Ramón Cuadrado Roura, Guillermo de la Dehesa Romero, Juan José Durán Herrera, Íñigo Fernández de Mesa Vargas, Antonio José Fernández-Martos Montero, Luis Gámir Casares, María del Coriseo González-Izquierdo, José María Marín Quemada, Vicente José Montes Gan, Pablo Moreno García, José Alberto Plaza Tejera, María Flavia Rodríguez-Ponga Salamanca, Alberto Soler Vera, Joaquín Trigo Portela.

Director
Santiago Elorza Cavengt
Jefa de Redacción
Aurora Tarruella Vilardosa
Redacción
Pilar Herrero, Purificación Barba Varea y María Jesús Liceranzu

Portada
Manuel A. Junco
Diseño gráfico
César Bobis y Manuel A. Junco

Redacción
Paseo de la Castellana, 162. 28046 Madrid
Teléfono: 91 349 39 76
Fax: 91 349 35 80

Distribución y suscripciones
Paseo de la Castellana, 162, 8.ª planta. 28046 Madrid
Teléfono: 91 583 55 07
DistribuciónPublicaciones@mineco.es

La *Revista ICE* se encuentra en las siguientes bases bibliográficas: *Journal of Economic Literature* (JEL), *EconLit, IBSS, ECONIS, RAS* e *ISOC.*
Sus índices de impacto aparecen en *IN-RECS.*

ICE no se solidariza con las opiniones en los artículos que publica, cuya responsabilidad corresponde a los autores.

ICE retiene todos los derechos de los artículos editados, aunque tiene como práctica habitual autorizar la reproducción siempre que se cite la publicación y se cuente con el permiso del autor. La autorización debe solicitarse por escrito a la Redacción de ICE.

Imprime: DAYTON, SA San Romualdo, 26 - 28037 Madrid
ISSN: 0019-977X
Depósito legal: M. 3.740-1958
NIPO: 720-13-034-X
Catálogo general de publicaciones oficiales
http//publicacionesoficiales.boe.es
Copyright: Información Comercial Española, 2010

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA *Secretaría de Estado de Comercio*

NUEVAS TENDENCIAS DE LOS FLUJOS INVERSORES

SUMARIO

Presentación 3
Juan José Durán Herrera
y Fernando Úbeda Mellina

Factores determinantes de la multinacionalización de la economía española y su efecto en el comercio exterior 11
Fernando Úbeda Mellina
y Juan José Durán Herrera

Tipologías de los inversores europeos (UE15) en España 31
Marisa Ramírez Alesón y Jorge Fleta Asín

¿Son las nuevas empresas internacionales más eficientes que las domésticas en un período de crisis? 45
Diego Prior Jiménez, Alex Rialp-Criado,
Josep Rialp-Criado y David Urbano Pulido

Los desequilibrios globales y los flujos financieros 63
Ángel Rodríguez García-Brazales,
Jorge Turmo Arnal y Óscar Vara Crespo

Tendencias internacionales en la financiación de las entidades bancarias: menor riesgo y productos menos complejos 85
Emiliano González Mota
y José Manuel Marqués Sevillano

Las empresas multinacionales de los países emergentes en los flujos de capital globales. ¿Pueden influir en el desarrollo? 97
Rajneesh Narula y Karim Kirollos

Los grandes inversores públicos emergentes: SOEs y SWFs. Operaciones en España. 117
Adrián Blanco Estévez y Javier Capapé Aguilar

La elección entre filial propia y *joint venture*: el caso de las multinacionales chinas 131
Diego Quer Ramón, Enrique Claver Cortés
y Laura Rienda García

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Estrategias para la expansión de los flujos de inversión directa internacional en Andalucía 149
Marta Muñoz-Guarasa
y Encarnación Moral Pajares

LOS LIBROS
Nota crítica 177

CONTENTS
Contents, abstracts 183

Coordinadores:
Fernando Úbeda y Juan José Durán

PRESENTACIÓN

*Juan José Durán Herrera**
*Fernando Úbeda Mellina**

La diferencia esencial de la actual crisis en comparación con las precedentes radica en que en este caso las economías más directamente afectadas son las de los países desarrollados. Ello no solo profundiza sus efectos a nivel de la economía internacional sino que la hace más compleja y retrasa la salida de la misma.

Una crisis profunda como la que se padece actualmente lleva implícita la idea de transformación, de cambio estructural en lo económico, social e institucional. En este sentido entendemos que los flujos internacionales de capital a largo plazo nos proporcionan señales sobre la naturaleza y profundidad de dichos cambios.

La crisis financiera ha provocado una fuerte contracción de la actividad económica, especialmente entre los países desarrollados. El *stock* de inversión directa en el exterior (IDE) a nivel internacional, realizado por las empresas multinacionales (EM), procede en su inmensa mayoría de los países desarrollados: igual ocurre en términos de flujos con la salvedad de que desde la segunda mitad de la década de los años noventa una considerable proporción de ésta procede de los países menos desarrollados, especialmente de los denominados emergentes. En general cabe esperar que la propensión a invertir en el exterior haya descendido tanto por las restricciones financieras, como por la menor actividad de los mercados y por la fuerte incertidumbre que ha caracterizado esta etapa. Sin embargo, dada la cuantía y signo de la posición neta de inversión de los países avanzados y signo negativo de los menos desarrollados, así como la dotación de activos de las multinacionales con origen en los primeros y la relevancia de su diversificación geográfica y papel en la economía internacional, cabe pensar que las multinacionales jugarán un papel relevante en la salida de la crisis, una vez solucionada la crisis financiera.

En el caso de las empresas multinacionales españolas se aprecia una fuerte reducción de la salida de inversión directa española durante 2008 y un cierto crecimiento desde 2009, recuperando nieles previos a la crisis actual. En el trabajo de los profesores **Úbeda** y **Durán** se analiza el cambio en la configuración geográfica de los flujos de la inversión directa española en el exterior: determinados países emergentes y EE UU adquieren un mayor protagonismo relativo frente a los destinos tradicionales de la UE y América Latina. En este trabajo se identifican asimismo las ventajas o economías de

* Centro Internacional Carlos V. Universidad Autónoma de Madrid.

localización buscadas por las EM españolas. Especialmente buscan grandes mercados, cercanos institucionalmente hablando y de bajo riesgo económico. También se aprecia que las multinacionales españolas aprovechan las oportunidades que brinda una moneda debilitada a la hora de realizar sus inversiones.

Para la determinación de los factores de localización de la IDE española se analiza también la relación de ésta con las exportaciones. Se evidencia que no se cumple el modelo gradualista a nivel agregado, dado que las exportaciones no generan flujos de inversión directa sino que los reduce, es decir, son dos formas alternativas de proveer a los mercados. Asimismo, se aprecia que los flujos de IDE al reducir las exportaciones son esencialmente de carácter horizontal: la búsqueda de mercado constituye la principal razón estratégica de la internacionalización. Finalmente, se aprecia que las importaciones son generadoras tanto de IDE como de exportaciones, de lo que se puede deducir que éstas, en general, constituyen una fuente de conocimiento para la economía española, que por su capacidad de absorción transforma en ventajas competitivas.

La fuerte caída a nivel mundial de los flujos de IDE ha sido asimétrica, ya que el dinamismo económico de los países menos desarrollados, no exentos de incertidumbre y de tensiones internas, les ha convertido en un destino atractivo para la inversión extranjera. Como consecuencia de ello los países desarrollados y los países emergentes compiten actualmente por los flujos de IDE. En el trabajo de los profesores de la Universidad de Zaragoza, **Ramírez** y **Fleta**, se realiza una novedosa tipología de las EM que invierten en España.

La entrada de IDE siempre ha constituido un elemento esencial para la economía española, que hasta hace poco siempre ha sido receptora neta. Mantener y crear ventajas de localización es clave para la salida de la crisis. Así en el artículo de Ramírez y Fleta se puede apreciar que la entrada de IDE en España alcanza un máximo histórico en el ejercicio de 2007, desciende después, y durante 2011 se recuperan los niveles previos a la crisis, convirtiéndose España en el quinto receptor mundial de IDE, a pesar de la incertidumbre asociada a la crisis de la deuda.

En este contexto, a partir de una muestra de 414 empresas europeas que han invertido en España durante el año 2010, los profesores Ramírez y Fleta caracterizan al inversor medio europeo como «una empresa de gran tamaño, amplia experiencia organizativa y más preocupada por desarrollar recursos tecnológicos que comerciales». Asimismo identifican cinco tipos distintos de empresas multinacionales.

En este número de *Información Comercial Española* también se contempla la internacionalización de la empresa como una de las opciones estratégicas más relevantes para las empresas a la hora de enfrentarse a situaciones de contracción económica. Sin embargo, esta opción estratégica tradicionalmente ha planteado grandes dificultades para las pequeñas y medianas empresas (pymes), debido a sus limitados recursos humanos, organizativos y financieros. Los procesos de apertura y liberalización económica, los avances tecnológicos en el ámbito de las comunicaciones y la logística, y la relevancia que ha adquirido la capacidad de generación de conocimiento distintivo como principal activo generador de riqueza, ha favorecido la aparición de un nuevo tipo

de empresas, las nuevas empresas de rápida internacionalización. En general a estas empresas se las conoce como empresas nacidas globales y/o nuevas empresas internacionales (NEIs). Así, en el artículo de los profesores de la Universidad Autónoma de Barcelona, **Prior Jiménez**, **Alex Rialp-Criado**, **Josep Rialp-Criado** y **Urbano Pulido** se analizan si este tipo de empresas, para el caso español, son más eficientes que las nuevas empresas domésticas (no internacionalizadas).

Las NEIs son principalmente empresas medianas y pequeñas, que logran un alto nivel de internacionalización en un período muy reducido de tiempo. Los autores enumeran cuales son los elementos distintivos de estas empresas para las que el mercado interno o doméstico no suele ser el más relevante. Así se señala que el fundador de la empresa tiene experiencia previa de internacionalización, atiende simultáneamente muchos mercados extranjeros al mismo tiempo y el concepto de distancia física se diluye. En este proceso son esenciales tanto el uso de las tecnologías de la información y la comunicación como el dinamismo y alcance de las redes de relaciones desarrolladas. La ventaja competitiva de estas empresas suele sostenerse en la posesión de un activo intangible altamente diferenciador, basado generalmente en un alto nivel de innovación y desarrollo tecnológico, y en su capacidad para adaptarse a mercados dinámicos que les obligan a estar permanentemente innovando.

En el trabajo sobre las empresas de rápida internacionalización se parte de 12.000 nuevas empresas españolas de diferentes industrias, creadas entre 2008 y 2010, de las cuales se identificaron 151 como empresas muy orientadas hacia los mercados extranjeros con anterioridad a los tres años desde su constitución. Los análisis realizados confirman que durante la crisis, las empresas de temprana internacionalización tienen mejores niveles de eficiencia que las nuevas empresas domésticas.

Los profesores de la Universidad Autónoma de Madrid, **Rodríguez**, **Turmo** y **Vara**, presentan una panorámica del proceso de financiación de los actuales desequilibrios globales y regionales, analizan sus causas, sus consecuencias y su previsible evolución futura. En los desequilibrios globales lo que realmente suele preocupar es la dimensión de los mismos y las dificultades que presentan la realización de los correspondientes ajustes. En dicho proceso es preciso conjugar la incorporación de los países emergentes, lo que implica la búsqueda de soluciones multilaterales, que aumenta la complejidad técnica y política.

Los grandes desequilibrios exteriores se han financiado con flujos financieros de gran magnitud lo que ha facilitado el mantenimiento de un equilibrio precario entre crecimiento y financiación. El desarrollo de los mercados financieros permitió la financiación de los déficits, pero el fuerte incremento de activos seguros por parte de las economías emergentes puso en marcha la innovación financiera (complejidad y opacidad), esto junto a una política monetaria laxa, favoreció la burbuja y el posterior proceso de ajuste. Asimismo, debemos destacar como novedad, con importantes connotaciones políticas y económicas, que la financiación de dicho déficit proviene de los fondos soberanos o agencias públicas de carácter gubernamental de los países emergentes.

Si bien existen indicios de que los desequilibrios globales se han atenuado durante la actual crisis. Las estimaciones indican que el déficit comercial entre EE UU y China tenderá a incrementarse. La posición de banquero del mundo y el hecho de que Wall Street sea el único centro mundial capaz de proveer una cantidad de activos seguros, permite el mantenimiento del desequilibrio. Sin embargo, ello no está exento de riesgo y se plantea la necesidad de redefinir la arquitectura del sistema financiero internacional.

De manera directa o indirecta la banca es uno de los grandes actores en la movilidad de los flujos de capital a nivel internacional. El origen de la actual crisis tiene una profunda raíz financiera y la salida de la misma pasa necesariamente por una profunda transformación del funcionamiento de la función de intermediación financiera. En el trabajo de los Economistas del Banco de España, **González** y **Marqués**, se expone claramente el origen de los excesos cometidos por la banca, las medidas que se están tomando y su repercusión en el negocio bancario.

Las operaciones de titulación de deuda han llevado asociada no sólo el origen de la crisis, sino la generación de una profunda desconfianza por parte de los inversores hacia cualquier tipo de producto emitido por las entidades financieras. El mercado desconfía de complejos productos financieros cargados de opacidad. Como consecuencia de ello, la financiación bancaria que se está configurando está necesariamente basada en la emisión de bonos colaterizados, es decir, de deuda con garantía pública o privada. A la presión de un mercado que actualmente presenta una alta aversión al riesgo, se une un nuevo marco regulador que apuesta claramente por la utilización de deuda garantizada, es más, propone el desarrollo de deuda que pueda asumir pérdidas en situaciones críticas (Contingent Convertible Bonds, CoCos'). A esta situación se añaden los nuevos requisitos de Basilea II para la banca, de Solvencia II para las entidades de seguro y la obligatoriedad de negociar derivados en cámaras de compensación centralizadas que exigen garantías.

Estos autores detallan los cambios normativos, pretenden que los contribuyentes dejen de convertirse en la garantía última de las entidades financieras, por tanto, se está desarrollando una normativa relativa a la liquidación de este tipo de entidades, que necesariamente exige un mayor nivel de transparencia para los inversores. Asimismo, los autores nos ponen de manifiesto que uno de los peligros de una financiación bancaria ligada a la calidad de los activos colaterales es que intensifica su carácter procíclico. Del mismo modo, indican que este esquema dificulta la financiación de determinados segmentos de mercado como puede ser el de las pymes, por la calidad de sus garantías. Asimismo, plantean que uno de los retos de la salida de la crisis es la generación de activos de suficiente calidad, lo que permitirá desligar al sector financiero del apoyo público. También plantean la necesidad de desarrollar, por parte del regulador, un sistema de control y seguimiento de los nuevos productos financieros.

En el artículo de los profesores de la Universidad de Reading, **Narula** y **Kirollos**, se realiza un análisis pormenorizado sobre la magnitud y relevancia de los países emergentes como emisores de IDE, es decir, como generadores de empresas multinacionales.

No es la primera vez que vemos en escena a empresas multinacionales que provienen de países menos desarrollados (denominadas en el pasado como multinacionales del tercer mundo), la novedad, en el caso actual, radica tanto en la cuantía de la inversión y del número de empresas como en las características diferenciales de este tipo de multinacionales.

Durante el año 2010 los flujos de salida de IDE de los países emergentes alcanzaron los 570.000 millones de dólares, lo que representó el 23,48 por 100 del total de las salidas de IDE de dicho año. Ello podría interpretarse como un avance en la integración de los países emergentes y países menos desarrollados en la economía global. Sin embargo, los autores nos ponen de manifiesto que estos flujos de IDE están fuertemente concentrados en un número reducido de países que son los que realmente están integrándose en las redes de la economía global, propiciando cambios relevantes tanto en la configuración de dichas redes como en sus respectivas estructuras económicas. En primer lugar, tendríamos al grupo denominado economías de reciente industrialización o NICs (Corea del Sur, Singapur, Taiwán y Hong Kong) que dado sus características estructurales deberían considerarse economías desarrolladas y que representaban en 2010 el 16,4 por 100 del *stock* de salida de IDE de los países emergentes. En segundo lugar, tendríamos los denominados BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) que aglutinan el 43,4 por 100 de dichos *stock* y, finalmente, un conjunto de paraísos fiscales (Panamá, Islas Vírgenes Británicas, Islas Caimán) que representan el 20,6 por 100 del *stock*.

Esta segunda ola de empresas multinacionales de países menos desarrollados ha sido bautizada como multinacionales «adolescentes» con respecto a la primera ola que se denominaron «infantiles». Una de las razones del fracaso de las empresas multinacionales de la primera ola, fue la carencia de activos creados (de ventajas comparativas y competitivas) de sus países de origen, por tanto, cuando se agotó el presupuesto financiero se puso de manifiesto su escasa competitividad, lo que llevo a la práctica desaparición de estas empresas. Sin embargo, en la actualidad la realidad es distinta, si bien sigue existiendo una brecha en la dotación de activos intangibles con respecto a las economías más avanzadas o fronteras, el artículo de Narula y Kirollos nos muestra cómo las diferencias en la dotación de infraestructuras para la generación del conocimiento se han ido reduciendo, lo que constituye una garantía para la supervivencia de estas empresas. Del mismo modo, las inversiones realizadas en otros países menos desarrollados, no orientadas a la búsqueda de recursos naturales, pueden constituir una oportunidad para facilitar una transferencia de conocimiento condicionada por la capacidad de aprendizaje de estas economías.

La subida del precio de las materias primas, los desequilibrios comerciales existentes, la acumulación de reservas por parte de los países emergentes para evitar una nueva crisis asiática y los superávit generados por los Gobiernos de estos países, han dado lugar a dos nuevos actores en la escena internacional que son analizados por los profesores **Blanco** y **Capapé**. Estos nuevos actores son las empresas multinacionales de

propiedad estatal (State Owned Entreprises, SOEs) y los fondos soberanos (SWFs), ambos provenientes de economías menos desarrolladas, fundamentalmente concentrados en pocos países: China, Rusia, Brasil y los países del Golfo Pérsico.

La heterogeneidad de empresas que se aglutinan bajo el nombre de SOEs es muy amplia, en este artículo se identifican ciertos rasgos comunes tanto en su origen como en sus estrategias de IDE. En este sentido se realiza un interesante análisis de los efectos de la irrupción de estas empresas en las relaciones económicas internacionales. Se destaca como objetivo prioritario el acceso a las materias primas, apuntándose como un dato muy relevante el que las 14 Natural Oil Companies más importantes controlan, actualmente, un volumen de yacimientos de petróleo que representa 20 veces a los controlados por las ocho mayores petroleras del mundo. Lógicamente entre los objetivos perseguidos por estas multinacionales está la búsqueda de nuevos mercados y la adquisición de activos creados, de los que muchas adolecen en la actualidad.

Una definición de Fondos Soberanos (SWFs) es la propuesta por los profesores Capapé, Aguilera y Santiso «….(son) propiedad de un Gobierno que invierte en activos con riesgo, realiza al menos una parte de sus inversiones fuera de sus fronteras, carece de un pasivo periódico determinado por las pensiones y sigue una estrategia de inversión de largo plazo». Es difícil saber la cantidad de capital que actualmente gestiona estos fondos, pero las estimaciones proponen una cifra entre 2,9 billones y 5 billones de dólares, que dobla el total gestionado por los *hedge funds* y quintuplica el total de la industria global del *private equity*. En el artículo se analiza en qué medida estos fondos están alterando las relaciones, no solo económicas sino políticas, entre los países desarollados y menos desarrollados, también cómo estos pueden constituir una oportunidad para una mayor integración entre los países menos desarrollados.

Finalmente se dedica un apartado específico para analizar en qué medida la economía española está utilizando estos fondos como una fuente de financiación de nuestra economía. Si bien se describen un número de operaciones relevantes en las que se evidencia el potencial implícito en este tipo de inversiones, se concluye que la presencia de estos inversores institucionales en España resulta todavía escasa, en particular en lo que se refiere a los SWFs. En este sentido, llaman la atención sobre la necesidad de articular los mecanismos precisos para lograr atraer tanto a los SOEs como a a las SWFs.

En este contexto, en el trabajo de los profesores de la Universidad de Alicante, **Quer**, **Claver** y **Rienda**, se analiza si existen diferencias significativas en los factores que determinan las formas de entrada de las empresas multinacionales de China. Para ello utilizan una muestra de 189 decisiones de inversión directa en el exterior de empresas chinas entre 2002 y 2010. Se analiza cuáles son las causas de que las empresas multinacionales chinas opten por el control mayoritario de sus filiales frente a la creación de una sociedad conjunta o *joint venture*. En este sentido, se obtienen resultados que complementan lo señalado en los trabajos anteriores y nos permite profundizar en el conocimiento de estos nuevos actores internacionales.

En este artículo se argumenta que el riesgo político no tiene incidencia en la elección de la forma de entrada, cuando debería ser un factor disuasorio de la opción de control mayoritario. Los autores exponen varias razones que podrían justificar el resultado obtenido. Por un lado, las empresas chinas han desarrollado capacidades de gestión en un entorno institucional complejo que podrían ser transferibles. De otra parte, se indica que en buena medida las inversiones se producen en sectores regulados en los que las dimensiones políticas son muy relevantes. Dado que buena parte de los países con alto riesgo país de destino de la IDE china presentan un cierto nivel de proximidad ideológica, el apoyo del Gobierno puede ser una herramienta adecuada de cobertura. La distancia cultural tampoco tiene relevancia en la decisión, una posible explicación puede estar en las capacidades desarrolladas por las empresas chinas en su país de origen a través de las relaciones que se han mantenido con las multinacionales occidentales. Finalmente, señalar que resulta especialmente interesante que las inversiones en búsqueda de recursos naturales reducen la probabilidad de utilizar filiales de control mayoritario frente a las sociedades conjuntas (*joint ventures*). Es un buen ejemplo de cómo las restricciones institucionales que se imponen en los países de destino de estas inversiones pueden estar condicionando la elección de la forma de entrada.

Esperamos que el contenido de este número de *Información Comercial Española* sea de interés, tanto para los profesionales de las Administraciones Públicas y del ámbito empresarial como para el mundo académico dedicado a la docencia e investigación sobre la internacionalización de la empresa en general y de la empresa española en particular.

Fernando Úbeda Mellina*
Juan José Durán Herrera*

FACTORES DETERMINANTES DE LA MULTINACIONALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SU EFECTO EN EL COMERCIO EXTERIOR

La crisis económica ha implicado una reducción de los flujos de la salida de inversión directa exterior de la economía española y una cierta transformación de su estructura sectorial, donde las economías emergentes han alcanzado un fuerte protagonismo. El objetivo del artículo ha sido analizar los factores de localización de los principales destinos de la IDE española y el impacto de la misma sobre los flujos comerciales. Así, se ha verificado el carácter marcadamente horizontal de los flujos de IDE, la relevancia del tamaño de mercado, la estabilidad económica y la proximidad institucional como ventajas de localización.

Palabras clave: *flujos de inversión directa exterior, ventajas de localización, empresa multinacional, distancia institucional.*
Clasificación JEL: *F21, F23.*

1. Introducción

La evolución de la investigación sobre los factores determinantes de la inversión directa en el exterior (IDE), recibida y emitida por países o áreas geográficas, ha venido condicionada por el conocimiento acumulado previo, fruto del análisis conceptual y de la evidencia empírica obtenida. El avance incremental se produce por nuevas preguntas de investigación que surgen a tenor de cambios significativos tanto de carácter tecnológico y comercial como del entorno (económico, social, político y legal), ya que ambos conjuntamente producen variaciones en la competitividad de los países y de las empresas. Estas preguntas se formulan para lograr respuestas ante nuevas situaciones macro, sectoriales o empresariales. En este contexto, aceptando el Paradigma Ecléctico (Dunning, 1988) como marco de análisis para entender el porqué y el dónde de la inversión directa en el exterior y de la existencia de las empresas multinacionales (EM), la investigación actual se centra en el análisis de nuevas situaciones aparentemente diferentes o nuevas.

En nuestra opinión la condición necesaria para la realización de inversión directa en el exterior es que la empresa que la lleva a cabo tenga ventajas competitivas

* Centro Internacional Carlos V. Universidad Autónoma de Madrid.

diferenciales o distintivas (ventajas de activo) susceptibles de ser movilizadas a nivel internacional y combinadas con ventajas especificas de localización generando excedente. La eficiencia alcanzada se produce al explotar la empresa directamente sus ventajas en el exterior en lugar de venderlas a terceros, bien porque económica y técnicamente no es factible o simplemente porque es más rentable y permite absorber los denominados costes de extranjería. En la creación de redes de filiales a nivel internacional, la empresa también explota ciertas ventajas de tipo transaccional (gestión de riesgo de cambio, gestión internacional de tesorería, desarrollo de transacciones internas a la empresa, etcétera).

En este orden de ideas no parece ser necesario nuevas teorías, pero sí nuevos trabajos empíricos que aumenten el conocimiento disponible sobre las nuevas realidades o situaciones donde tiene lugar la inversión directa en el exterior y de las EMs.

La multinacionalización de la empresa española ha reaccionado a los cambios institucionales acontecidos durante las últimas tres décadas. Es a partir de 1992 cuando se produce un proceso sostenible y continuado de la IDE en el exterior, en el que los servicios regulados y Latinoamérica adquieren un protagonismo determinante. La creación del euro y la configuración de un mercado único, con el fuerte crecimiento de las economías de los países desarrollados previo a la crisis, centran la atención de las empresas multinacionales españolas en Europa y Estados Unidos. Finalmente la crisis, si bien lleva asociada una reducción en el ritmo de multinacionalización también lleva implícita un mayor nivel de diversificación geográfica.

El objeto de este artículo es analizar cuáles son las ventajas de localización que explican la transformación de la estructura geográfica de la IDE española. Se ha utilizado para ello los 24 principales destinos de la IDE, lo que representa el 90 por 100 de los flujos generados entre 1993-2011. Para solventar los problemas metodológicos se ha realizado un análisis VEC.

En este sentido, hemos llegado a la conclusión de que las empresas multinacionales españolas han optado por mercados grandes, aunque ello haya implicado la renuncia al potencial de crecimiento. La proximidad institucional ha sido una constante durante el período de tiempo analizado, así como la búsqueda de entornos económicamente estables. La no relevancia de la lengua y la entrada en economías de moneda débil, constituye una clara muestra del mayor nivel de madurez de la EM española. Finalmente, exportación e IDE se revelan como formas de entradas sustitutivas, no cumpliéndose las hipótesis de los modelos gradualistas a nivel agregado. Sin embargo, las importaciones se han revelado como un interesante mecanismo de transferencia de conocimiento para la economía española.

En el apartado 2 del artículo realizamos una descripción de los efectos de las transformaciones institucionales sobre los flujos de IDE. En el apartado 3 exponemos las ventajas de localización que vamos a analizar, en el apartado 4 describimos las variables y justificamos la metodología. En los dos últimos, 5 y 6, analizamos los resultados y exponemos las conclusiones.

2. La transformación del entorno institucional y la inversión directa española en el exterior

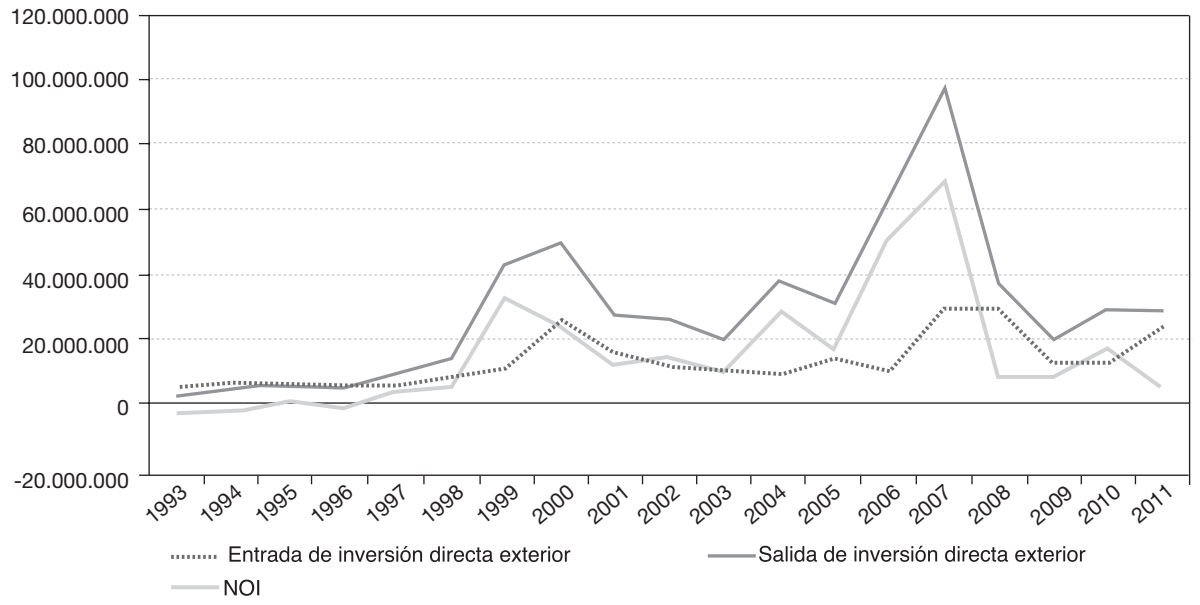
En los años previos a la incorporación a la Comunidad Económica Europea (1981-1985) la inversión directa española en el exterior tenía un carácter esporádico y se localizaba en América Latina y Europa, como venía ocurriendo desde la década de los años seesenta. La Comunidad Económica Europea mantenía un acuerdo preferencial con España.

Con la incorporación a la Comunidad Europea se inicia la primera fase de integración que finaliza con la creación formal del mercado común o interior europeo en 1992. Durante este período se adaptaron las instituciones al acervo comunitario y se produjo un considerable aumento del comercio y de la inversión, principalmente intraeuropea y también con terceros países.

Durante esta fase se desencadena un proceso de modernización de la economía española, acompañado de importantes inversiones en infraestructuras de transporte,

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE ENTRADA Y SALIDA DE IDE
(En miles de euros)



FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad (Datainvex).

educación y sanidad. Asimismo, las empresas ganan tamaño en un entorno de competencia. Se producen importantes fusiones y adquisiciones de empresas. En el sector financiero se desencadenó una considerable competencia y las empresas del sector realizaron importantes inversiones en tecnología y capital humano. En esta etapa se crean las condiciones para el inicio de un proceso continuado de multinacionalización, que ha permitido la creación de un tejido empresarial con una experiencia internacional significativa.

En la Gráfico 1 se aprecia que desde la segunda mitad de los años noventa la inversión directa española en el exterior supera a la inversión directa extranjera recibida, es decir, la posición neta inversora es positiva para la economía española: el stock de inversión directa en el exterior supera al stock de inversión recibida; perfil de país desarrollado de acuerdo a la teoría de la senda de inversión internacional. Asimismo se aprecia que en periodos de crisis (2001 y 2007) la inversión disminuye.

En el Gráfico 2 se muestra la distribución a nivel de grandes sectores de actividad, destacando el sector servicios tanto en entrada como en salida de inversión, reflejándose también en la correspondiente posición neta.

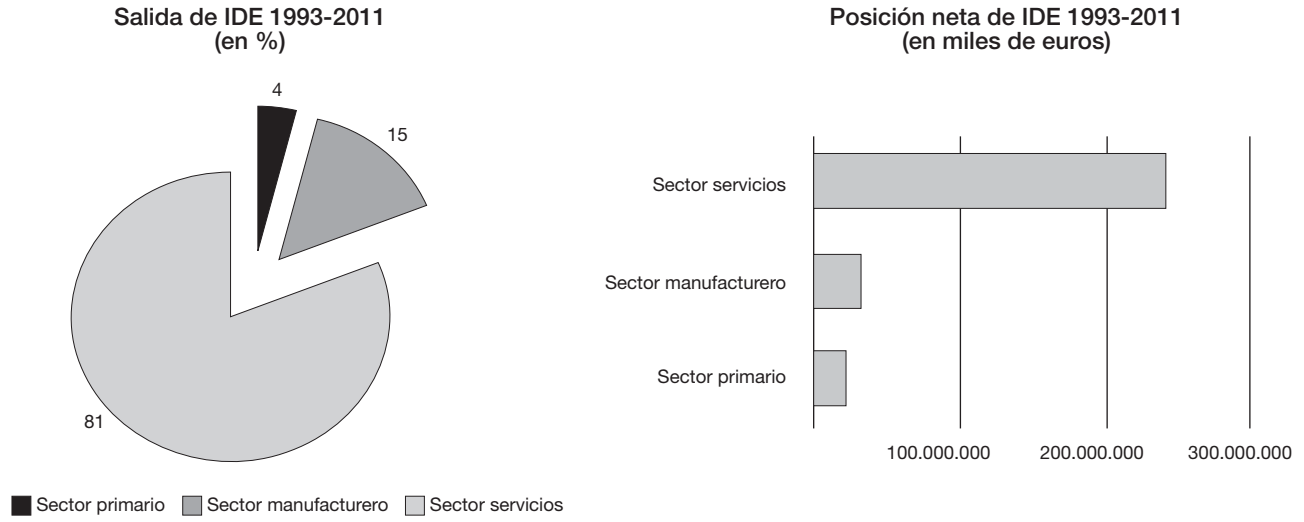
Desde el punto de vista geográfico se puede decir que tanto la inversión directa recibida como la emitida por las multinacionales españolas, tienen un claro carácter birregional, como muestra la distribución para el período 1993-2011. Es decir, el 69 por 100 del stock de IDE se localiza en los países desarrollados y de estos procede el 95 por 100 de la inversión recibida[1] (Cuadro 1).

Hemos seleccionado los 24 principales países receptores de IDE española, que representan el 90 por 100 del total de IDE emitida. Con el objeto de enriquecer el

[1] En este sentido hay que observar que una considerable cantidad de la inversión procedente de EE UU en realidad transita a través de Europa (Holanda, entre otros), tal y como ha venido sucediendo también en etapas previas.

GRÁFICO 2

ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DE LA ENTRADA Y SALIDA DE IDE (1993-2011)



FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad (Datainvex).

análisis de la estructura geográfica, hemos creados distintos grupos. Así los países europeos han sido agrupados en tres categorías, los países de la UE que tradicionalmente han sido receptores de IDE española (Alemania, Francia, Grecia, Italia, Portugal y Reino Unido); por otro lado, los países del Este de reciente incorporación a la UE (Hungría, Polonia y República Checa); y los países que presentan ventajas de naturaleza fiscal (Bélgica, Irlanda, Países Bajos y Suiza). Los siguientes grupos están constituidos por las economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela), EE UU y un conjunto de países menos desarrollados que han adquirido protagonismo (China, Marruecos y Turquía).

En el Gráfico 3 se puede apreciar el carácter semiglobal (Rugman, 1981) de la empresa multinacional española, fundamentalmente localizada en América y Europa, permite concluir que su exposición al riesgo empresarial es menor que el asumido por la empresa doméstica, pudiéndose establecer que el impacto de la diversificación geográfica depende del número de países en el que las empresas estén presentes (Durán *et al.*, 2005). Asimismo, se puede añadir que la exposición al riesgo de cambio queda reducida básicamente a la gestión y cobertura del riesgo asociado al área dólar estadounidense en su relación Pcon el euro. De otra parte, el riesgo político quedaría en cierta medida concentrado en el riesgo regulatorio de algunos países iberoamericanos, asociado básicamente a los denominados servicios públicos e hidrocarburos, (Durán, 2006 y 2012).

CUADRO 1

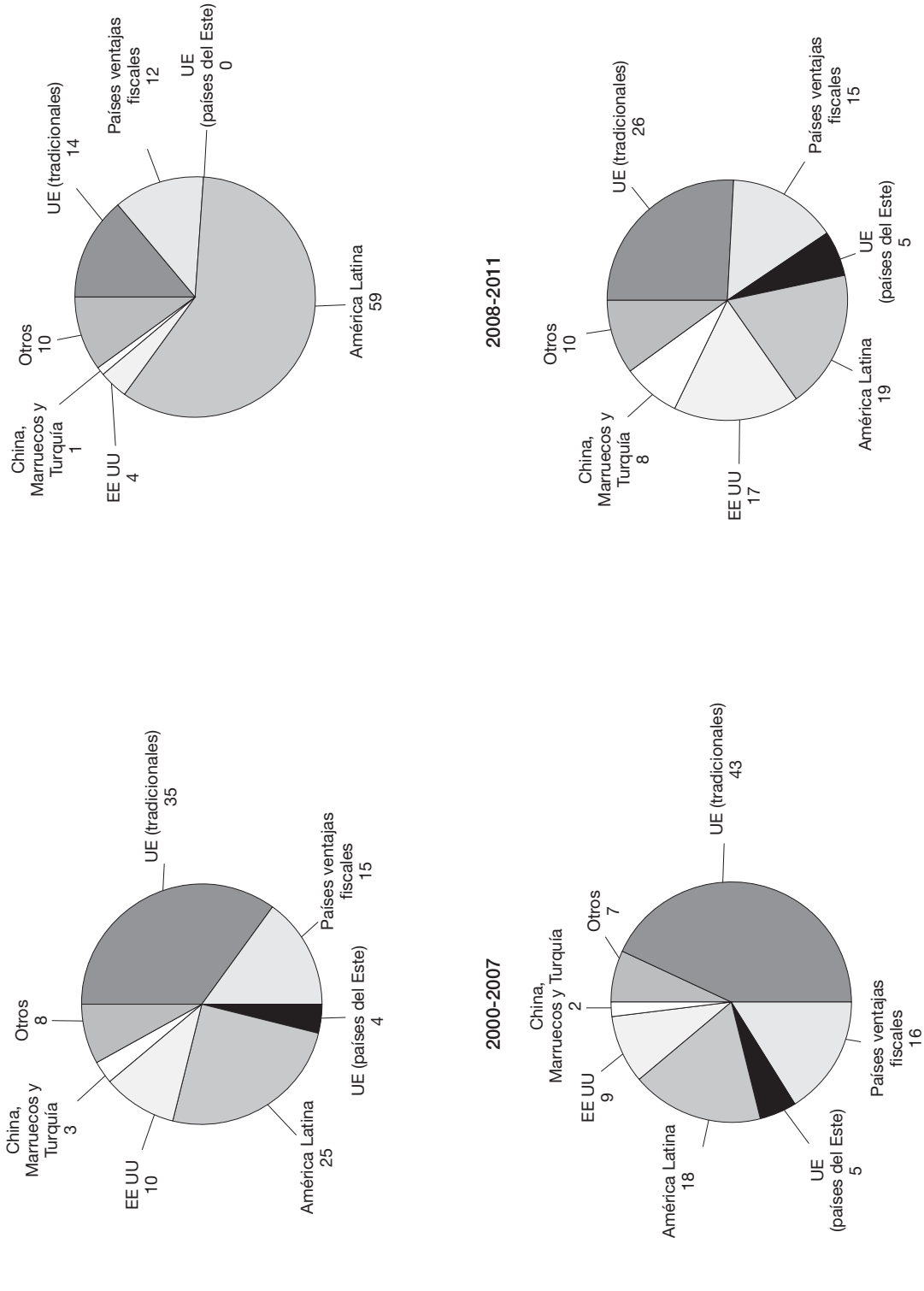
ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DE LA ENTRADA Y SALIDA DE IDE, 1993-2011 (En %)

	Salida de IDE	Entrada de IDE
Europa	59	91
UE27	55	88
EE UU	10	4
América Latina	26	2

FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad (Datainvex).

GRÁFICO 3

ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DE LA IDE ESPAÑOLA, 1993-2011
(En %)



FUENTE: Ministerio de Economía y Competitividad (Datainvex)

Durante el período comprendido entre 1992 y 1999 se produce la primera etapa de fuerte expansión de la inversión directa española, con especial incidencia en Iberoamérica y un protagonismo destacado del sector servicios: energía eléctrica, gas, petróleo, agua, servicios financieros y construcción. En cierta medida, responde a los procesos de privatización emprendidos en los países iberoamericanos en que se implican empresas españolas, también privatizadas, y en sectores regulados que presentan un mayor nivel de liberalización (Durán, 2006a). Adicionalmente a las privatizaciones, los factores de localización de los países latinoamericanos son: apertura exterior de sus economías, regímenes democráticos, potencial de crecimiento, procesos de integración regional, reducido coste del factor trabajo, fases de desarrollo en las que España tenía experiencia previa, énfasis en la economía de mercado y cercanía cultural e institucional (sistemas legales equivalentes, aunque con distintos niveles de incertidumbre y riesgo regulatorio). En relación con la cercanía cultural, hay que subrayar la relevancia del idioma español como elemento determinante de la IDE española (Durán, 2006).

Se puede apreciar en el Gráfico 3 que el 59 por 100 de la IDE se concentra en Latinoamérica, especialmente en Argentina que recibe el 44 por 100 de los flujos destinados a Iberoamérica, seguida por Brasil con el 28 por 100 y Chile con el 11 por 100; Colombia, Perú y México mantienen aproximadamente el 4 por 100. Es muy interesante destacar que en el ámbito de los países de la UE tradicionales el 42 por 100 de los flujos se concentran en Portugal.

La creación del euro constituye un impulso institucional de una enorme relevancia, ya que durante la segunda etapa (2000-2007) el 46 por 100 de la IDE se concentra en los que hemos denominado países de la UE tradicionales, sin embargo, ahora el 56 por 100 de los flujos destinados a esta área se concentran en el Reino Unido. La integración de los algunos países del Este de Europa en la UE también ha permitido que se conviertan en el receptor del 5 por 100 de los flujos de IDE. En esta etapa, se aprecia un cambio en la importancia de los países de Latinoamérica, Argentina queda desplaza al tercer puesto (15 por 100 del total recibido en el área) por Brasil (39 por 100) y México (28 por 100). Es importante señalar el papel destacado de EE UU como destino de la IDE durante ambos períodos.

La dimensión diferenciada y duradera de la actual crisis denominada la Gran Depresión, ha tenido un impacto significativo en los flujos de IDE dando lugar a una tercera etapa de multinacionalización (2008-…). *A priori* cabe esperar un efecto negativo en la IDE debido a una menor capacidad de inversión, derivada de la dificultad de acceso al crédito (restricciones y encarecimiento) y a un descenso de los beneficios empresariales. Asimismo, la recesión y debilidad económica de muchas economías desarrolladas reduce la propensión a invertir, tendencia agudizada por la existencia de una mayor percepción, con carácter general, del riesgo político.

Los flujos de IDE española se han reducido sustancialmente durante esta etapa de incertidumbre, sin embargo, cabe destacar que la inversión media realizada durante estos años es de 28,4 mil millones de euros lo que triplica a la realizada durante la primera etapa de multinacionalización (10.684 millones de euros).La debilidad de los mercados tradicionales está obligando a la búsqueda de nuevos mercados. En este sentido, el tamaño de un mercado y su potencial de crecimiento (Buckley *et al*., 2007) o de decrecimiento son factores condicionantes de la IDE de carácter horizontal o de búsqueda de mercados en el exterior. Así, podemos apreciar en el Gráfico 3 cómo el peso de los países tradicionales de la UE ha caído al 26 por 100, Latinoamérica se mantiene en el 19 por 100, México con el 43 por 100 de los flujos de la zona y Brasil con el 37 por 100 concentran toda la inversión. Destacar el fuerte crecimiento de EE UU con un 17 por 100 de la IDE. Finalmente señalar que nuevos destinos aparecen como relevantes como es el caso de China, Turquía y Marruecos que representan el 8 por 100 del destino de la IDE en esta etapa de crisis económica.

En general los análisis de procesos de multinacionalización de la empresa evidencian que la experiencia internacional (generación de conocimiento de contexto) es un

factor determinante de la dinamización del proceso. Esta realidad también se ha evidenciado en el caso español, en el que además han jugado un papel importante los cambios institucionales relevantes acaecidos para el país (incorporación a la Comunidad Económica Europea, consecución del mercado único europeo, entrada en vigor de la Unión Monetaria y Económica); los de carácter internacional (privatizaciones, cambios políticos y apertura exterior de la economía en América Latina); la generalización de la economía de mercado y de la apertura exterior de las antiguas economías de planificación centralizada) y de progreso tecnológico (transportes, comunicaciones e información). La experiencia internacional adquirida por la empresa multinacional española en su concentración en áreas con elevada proximidad institucional y cultural (América, Europa) e identidad lingüística (Hispanoamérica) en un entorno facilitador de la internacionalización ha contribuido a ampliar su nivel de diversificación hacia otras zonas de elevado crecimiento como son Europa Central y del Este, China y Este y Sudeste asiático.

3. Especificación de las ventajas de localización

La década de los años noventa, que fue la de la mundialización acelerada de la economía, contextualizada por cambios tecnológicos (información y comunicación); políticos (caída del muro de Berlín, desintegración de la URSS); económicos (apertura exterior generalizada de las economías, con crecimiento y expansión de los mercados financieros); e institucionales (avance en las fases de integración europea, cambios legislativos favorables a lo internacional, acuerdos internacionales de inversiones y comercio, legislaciones sobre integración regional, instituciones de arbitraje sobre conflictos de inversiones, generalización de agencias de promoción de inversiones). A partir de esta década se comienza a diferenciar entre factores de localización tradicionales (mercados, recursos naturales, activos estratégicos y eficiencia) y no tradicionales (Biswas, 2002 y Kahai, 2004). En este segundo caso surge una línea de investigación en torno a factores institucionales, que se ha venido manifestando en algunos trabajos (Cantwell, Dunning y Lundan, 2010 y Katsaitis y Doulos, 2009).

Se identifican tres razones principales que impulsan a la empresa a invertir en el exterior (Dunning, 1993):

— Búsqueda de mercados exteriores
— Búsqueda de eficiencia (reducción de costes)
— Búsqueda de activos estratégicos

Cada una de estas razones estratégicas destaca la existencia de diferentes ventajas de localización, por tanto procederemos a su revisión (Véase Gráfico 4).

La búsqueda de mercado

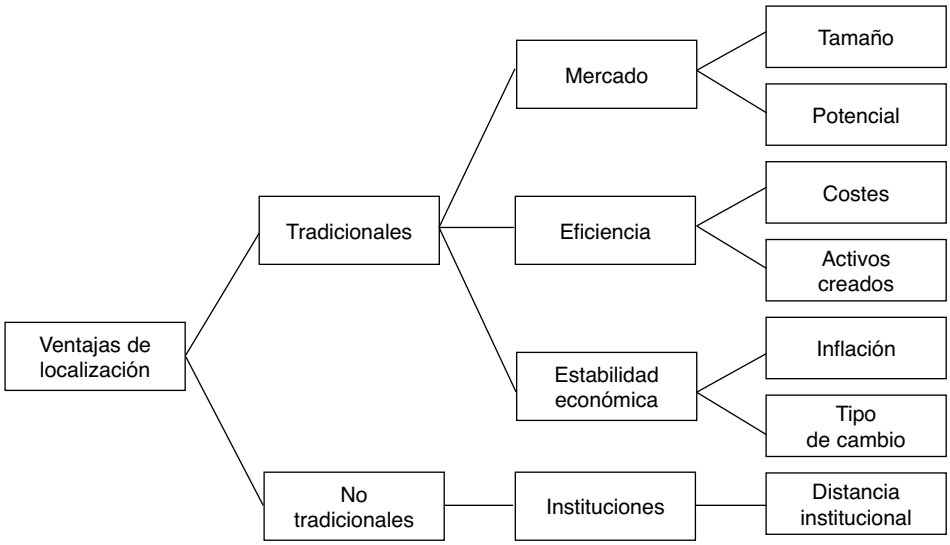
La búsqueda de mercado constituye una de las principales causas de internacionalización de la empresa (Dunning, 1988). Las características del mercado del país receptor se configuran como una relevante ventaja de localización. Un mercado de grandes dimensiones permite que las empresas generen economías de escalas y alcance. En este sentido, la evidencia empírica parece confirmar una relación positiva entre tamaño de mercado y entrada de IDE (Chakrabarti, 2001; Janicki y Wunnava, 2004; Bevan y Estrin, 2004; Carstensen y Toubal, 2004; Buckley *et al.*, 2006; Ramírez, 2006 y Katsaisti y Doulos, 2009). En virtud de lo señalado enunciamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1: *El tamaño del mercado constituye una ventaja de localización*

Un aspecto relevante del mercado es su potencial, habitualmente ha estado asociado al crecimiento económico. En este caso la relación no es tan evidente. Por un lado, las economías con crecimiento económico brindan mejores oportunidades que aquellas de bajo o nulo crecimiento y, por tanto, atraerán mayores flujos de IDE. Así, en la revisión realizada por Chakarbarti (2001) se presenta evidencia que confirma esta relación, la cual ha sido verificada en trabajos posteriores (Buckley *et al.*, 2006 y Katsaisti y Doulos, 2009). Sin embargo, el crecimiento económico también lleva asociado un mayor riesgo, por ello una EM puede atender a un mercado con

GRÁFICO 4

VENTAJAS DE LOCALIZACIÓN



FUENTE: Elaboración propia.

potencial mediante exportaciones o a través de IDE en entornos próximos geográficamente pero de menor riesgo, debilitándose la relación entre potencial de mercado y atracción de IDE (Chakrabarti, 2001 y 2003). En este contexto proponemos contrastar la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: *El crecimiento económico genera ventajas de localización*.

La búsqueda de eficiencia

En la búsqueda de eficiencia a través de la reducción de costes, el precio de la mano de obra constituye un indicador de los costes de bienes y servicios. Por tanto, cuanto mayores sean los costes laborales menor debería ser la entrada de IDE. En este caso se tendría un mercado doméstico más atractivo que debería ser atendido a través de exportaciones (Chakravarty, 2003). Otra interpretación alternativa puede estar en que mayor coste puede implicar mayor cualificación, lo que puede redundar en mayor productividad. La evidencia es realmente controvertida, dado que disponemos de un conjunto de trabajos que confirman una relación negativa entre salarios y entrada de IDE, también disponemos de evidencia que obtiene relaciones positivas o no significativas (Chakravarty, 2001). Por ello proponemos las dos siguientes hipótesis.

Hipótesis 3a: *Bajos costes salariales constituyen una ventaja de localización*.

Hipótesis 3b: *Altos costes salariales constituyen una ventaja de localización*.

La búsqueda de la eficiencia puede implicar la necesidad de activos estratégicos. La adquisición de una empresa en muchos casos constituye el único procedimiento posible para lograr el acceso a una tecnología, una marca, una red de distribución o simplemente a un ca-

pital humano altamente cualificado (Dunning, 2006 y Buckley *et al*., 2007). En este sentido, el trabajo de Buckley *et al*. (2007) confirma que las decisiones de adquisición de empresas en los países desarrollados de las empresas chinas obedecen a una estrategia de búsqueda de activos creados.

Hipótesis 4: *La dotación de activos intensivos en conocimiento constituye una ventaja de localización*.

Las instituciones

Durante la década de los años noventa se han desarrollado trabajos que han analizado la relación existente entre el desarrollo institucional y el crecimiento económico. En esta misma línea se propone que aquellos países que presentan un mayor desarrollo institucional ofrecen un marco más adecuado para el desarrollo de la actividad empresarial, lo que debería propiciar una mayor capacidad de atraer IDE. Los trabajos de Biswas (2002), Benassy *et al.* (2007) y Katsaisti y Doulos (2009) confirman que el desarrollo institucional se configura como una ventaja de localización relevante.

Las empresas generan capacidades para la gestión de un determinado entorno institucional. Estas capacidades son parcialmente transferibles a entornos de similares características. Ello puede constituir una fuente de ventaja competitiva, de especial relevancia en sectores regulados. Asimismo, un buen número de trabajos indican que la proximidad geográfica constituye el principal destino de la IDE en las primeras etapas del proceso de internacionalización, ello lleva implícito el concepto de proximidad institucional (Buckley *et al*., 2007; Erramilli *et al*., 1999; Ferrantino, 1992; Pradhan, 2004 y Zin, 1999). Ello nos permite proponer que la relevancia no está en el desarrollo institucional sino en la similitud institucional entre los países de origen y destino de la IDE.

Hipótesis 5: *La salida de inversión directa está positivamente asociada a la similitud institucional de los países emisores y receptores*.

Estabilidad económica

La inflación ha sido tratada como una fuente de incertidumbre, dado que dificulta la evaluación de los costes y de los ingresos derivados de la ejecución de un proyecto de inversión. Asimismo, altos niveles de inflación en el país de destino de la inversión pueden llevar asociados devaluaciones, lo que reduciría el valor del excedente generado. Por otro lado, el incremento de los precios reduciría las ventajas de localización para la creación de una plataforma de exportación (Buckley *et al*., 2007). Por estas razones la inflación podría utilizarse como un indicador del riesgo económico (Katsaisti y Doulos, 2009). El trabajo de Mody y Srinivasan (1998) obtiene evidencia sobre la preferencia de las empresas multinacionales japonesas y estadounidense por entornos de baja inflación. En relación con este tema explicitamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 6: *La salida de inversión directa está negativamente asociada a las tasas de inflación del país receptor*.

Las ganancias de diversificación geográfica de una empresa multinacional reducen su grado de vulnerabilidad ante una crisis local (Aizenman, 1992). Dicho efecto atenuador es posible gracias a las opciones de arbitraje entre mercados de bienes y servicios que posee la EM, es decir, la multinacionalización incrementa la flexibilidad operativa de la empresa (Sung y Lapan, 2000). En este orden de ideas, Sayek (2009) propone que la empresa multinacional puede adaptar tanto su producción como su financiación a las expectativas de inflación, atenuando con ello su impacto. Es decir, la IDE puede constituir una cobertura que suaviza el impacto de la inflación[2]. Este razonamiento cuestionaría la hipótesis anterior, aunque la mantenemos.

[2] La empresa multinacional puede mitigar el efecto de la inflación doméstica sobre el beneficio neto mediante el incremento de la financiación extranjera y limitando las inversiones domésticas (SAYEK, 2009).

La relación entre tipo de cambio y entrada de inversión directa exterior es compleja, pues afecta al cuándo debe realizarse la inversión, al cálculo de los flujos de cajas generados en moneda extranjera y a la percepción de riesgo. Además, dado que existen variables macroeconómicas subyacentes que determinan simultáneamente el tipo de cambio y los flujos de IDE, se plantea un problema de simultaneidad (Russ, 2007).

Un país de moneda débil tiene mayor riesgo de cambio para el inversor extranjero por cuanto que una mayor depreciación implica menor valor en términos de la moneda fuerte (del país emisor de la IDE). En este sentido, la debilidad de una moneda local puede ser un elemento desincentivador para atraer IDE, dado que dicha debilidad se puede asociar a mayor riesgo de tipo de cambio, por tanto mayor tasa de descuento y en general a una menor afluencia de capital (Froot y Stein, 1991). Disponemos de evidencia recogida en Chakrabarti (2001), o trabajos más recientes como Buckley et al. (2007) que lo confirman. Así, proponemos que:

Hipótesis 7a: *La salida de inversión directa está negativamente asociada al grado de depreciación de la moneda del país receptor*.

El modelo propuesto de Choi (1989) explicita las posibilidades que tiene una empresa multinacional para el desarrollo de herramientas específicas de cobertura del riesgo de cambio. Estas posibilidades permiten argumentar la posible existencia de una relación positiva entre debilidad de la moneda del país receptor y la entrada de IDE, debido a que la inversión inicial es menos costosa y a que la EM posee herramientas especificas de cobertura del riesgo de cambio. También puede plantarse la ausencia de relación de causalidad entre ambas variables como se aprecia en el trabajo de Sader (1993). Por estas razones proponemos una hipótesis alternativa:

Hipótesis 7b: *Las opciones de cobertura implícitas en la decisión de multinacionalización permiten aprovechar la reducción del coste de la inversión derivado de la depreciación de la moneda local*.

Salida de IDE y comercio exterior

El volumen de ventas de las filiales de la empresa multinacional supera al volumen de exportaciones mundiales (Barrell y Pain, 1997), parece evidente que la actividad de los flujos de IDE (y las transacciones intraempresa de la EM) pueden incidir tanto en las exportaciones como en las importaciones del país receptor de la IDE. Adicionalmente el comercio exterior puede ser generador de flujos de IDE, lo que plantea la existencia de relaciones de causalidad en ambos sentidos. El signo de las mismas estará condicionado por la estructura de la cadena de valor de la EM, por tanto por la dimensión estratégicas de la decisión de IDE. Así, en un sentido amplio, diferenciamos dos estrategia básicas: IDE horizontal e IDE vertical. Las relaciones de causalidad en función de la estrategia de internacionalización se resumen en el Cuadro 2.

La IDE de carácter horizontal se produce cuando la EM realiza replicas de filiales de producción a nivel internacional para atender las demandas locales. La IDE de naturaleza vertical se produce cuando la EM desintegra su proceso productivo en fases buscando su localización óptima, lo que permite explotar las ventajas específicas de localización ofrecidas por las distintas economías, así como generar ventajas de especialización y de escala. Esta diferenciación es compatible con las tres estrategias básicas que explican la IDE propuestas por Dunning (1988): búsqueda de mercado, búsqueda de activos y búsqueda de eficiencia. La IDE horizontal incluiría la búsqueda de mercado y la IDE vertical la búsqueda de activos y eficiencia.

La exportación y la inversión directa horizontal son consideradas dos alternativas mutuamente excluyentes, la empresa optará por la más eficiente de acuerdo con las condiciones de cada uno de los mercados exteriores. Se han propuesto distintos modelos que explican bajo que condiciones es más adecuada exportación frente a la IDE. A nivel de empresas podemos destacar el trabajo de Martin y Salomon (2003) por su capacidad de integración y sistematización de las aportaciones de distintas perspectivas

CUADRO 2

RELACIONES DE CAUSALIDAD ENTRE SALIDA DE IDE Y EXPORTACIONES

	No se cumple modelo gradualista	Se cumple modelo gradualista
IDE horizontal	Hip. 8a: $X \overset{-}{\Rightarrow} FDI$ Hip. 9a: $X \overset{-}{\Leftarrow} FDI$	Hip. 8b: $X \overset{+}{\Rightarrow} FDI$ Hip. 9a: $X \overset{-}{\Leftarrow} FDI$
IDE vertical	$X \overset{n.r.}{\Rightarrow} FDI$ Hip. 9b: $X \overset{+}{\Leftarrow} FDI$	

FUENTE: Elaboración propia.

teóricas. Desde la perspectiva de la nueva teoría del comercio internacional destacan las aportaciones de Brainard (1997), Markusen y Venables (2000), Markusen (2002) Helpman *et al.* (2004) y Oberhofer y Pfaffermayr (2012). La IDE horizontal puede tener un efecto posterior sobre las exportaciones, si consideramos que la filial proporciona un conocimiento de mercado que mejora su competitividad cabría esperar un efecto *crowing-out* de los exportadores locales, y como consecuencia una reducción del volumen de exportaciones del país de origen de la IDE, efecto que puede verse parcialmente compensado por las exportaciones de bienes intermedios. Por ello proponemos las siguientes hipótesis:

Hipótesis 8a: *La exportación es una alternativa a la IDE horizontal*.

Hipótesis 9a: *La salida de inversión directa horizontal reduce el volumen de exportaciones de la EM; la IDE es sustitutiva de exportaciones*.

La actividad exportadora puede demandar una mayor necesidad de servicios derivados de los activos específicos de la matriz (comerciales, logísticos, de gestión y financieros) que justificaría la creación de una filial en el exterior. Asimismo, la actividad exportadora puede generar el conocimiento y la experiencia necesaria para una posterior IDE horizontal, es decir, existe una relación gradualista en la selección de formas de entrada en el exterior (Johanson y Vahlne, 1977). Desde otra perspectiva, Saggi (1998) y Rob y Vettas (2003) indican que cuando una empresa se enfrenta a un entorno de alta incertidumbre, optará por aquella forma de entrada de mayores costes variables, es decir, la exportación hasta que se genere suficiente experiencia internacional y se utilice la IDE. En dicha complementariedad el proceso gradualista explicaría la existencia de una relación positiva entre superávit comercial de un país y la salida de IDE (Chakrabarti, 2001). Teniendo en cuenta lo señalado, proponemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 8b: *Las exportaciones propician la IDE horizontal*.

La EM posee una ventaja competitiva intensiva en conocimiento, su explotación a nivel internacional favorece la desintegración vertical a nivel internacional de la cadena de valor de la empresa (Markusen, 1984 y Helpman, 1984). Este tipo de inversión no tiene porqué estar relacionada con una actividad exportadora previa y es generadora de comercio exterior, por lo que es posible proponer que la IDE debería incrementar en términos netos tanto las exportaciones como las importaciones:

Hipótesis 9b: *La salida de inversión directa vertical lleva asociado un incremento del volumen de exportaciones*.

Hipótesis 10: *La salida de inversión directa vertical lleva asociado un incremento de las importaciones*.

Las importaciones pueden considerarse como un medio de transferencia de conocimiento del exterior, que una vez internalizado por la empresa doméstica puede generar salida de IDE (Buckley y Casson, 1976). Del mismo modo, el diseño de una estrategia de reducción de importaciones puede estimular la entrada de IDE (Tsai, 1984). En la revisión realizada por Chakrabarti (2001) se ofrece evidencia empírica de una relación positiva entre importaciones y salida de IDE. Este tipo de inversiones deberían reducir los flujos de importaciones. Por ello proponemos las siguientes hipótesis.

Hipótesis 11: *Las importaciones pueden facilitar la salida de inversión directa*.

Hipótesis 12: *La salida de IDE horizontal debería reducir las importaciones*.

4. Muestra y descripción de variables

Para nuestro análisis sobre los factores explicativos de la IDE (tradicionales y «nuevos»), recibida y emitida por la economía española, hemos seleccionado los 24 principales destinos de la IDE española para la extensión temporal comprendida entre 1992 y 2011, lo que representa el 90 por 100 del total de la salida de IDE durante dicho período. Hemos utilizado la base de datos Datainvest elaborada por el Ministerio de Economía y Competitividad, donde se recogen los flujos de IDE recibidos por la economía española, cuya cifra acumulada la consideramos como *proxy* del stock de IDE en el exterior. Asimismo, hemos utilizado la base de datos Datacomex del Ministerio de Economía y Competitividad para medir el volumen de exportaciones e importaciones que la economía española mantiene con cada una de las 24 economías de la muestra.

El tamaño de mercado ha sido medido tanto por el PIB como por el PIB per cápita (Chakrabarti, 2002; Buckley *et al*., 2007; Katsaisti y Doulos, 2009). Se han utilizado ambas medidas para cada uno de los 24 países de la muestra. El potencial de mercado ha sido aproximado por el crecimiento del PIB (Chakrabarti, 2002; Buckley *et al*., 2007 y Katsaisti y Doulos, 2009). Se han empleado las tasas de inflación de los países de la muestra. Toda la información ha sido publicada en el World Development Indicatos (WDI) del Banco Mundial.

Se ha utilizado la información facilitada por el FMI para estimar tipos de cambios nominales medios anuales de las monedas de los países de la muestra con respecto al euro (unidades de moneda extranjera por euro). Se ha estimado su variación anual. Por tanto una tasa de variación positiva representa una apreciación del euro y una tasa de variación negativa significaría una depreciación del euro.

Los seis indicadores de desarrollo institucional empleados son los elaborados por el Banco Mundial (Worldwide Governance Indicator – WGI): libertad de expresión, estabilidad política y ausencia de violencia o terrorismo, eficiencia del Gobierno, calidad del marco regulatorio para el sector privado, aplicabilidad de las leyes y control de la corrupción. Para medir la distancia institucional entre España y los países de la muestra hemos adaptado la medida de distancia cultural propuesta por Kogut y Singh (1988) a las seis dimensiones del desarrollo institucional[3]. Con ello obtenemos una medida de la distancia institucional con respecto a la economía española.

Como variables de control hemos utilizado una para el efecto de la crisis económica, mediante una *dummy* que toma valor 1 para los años 2007-2011, y otra para controlar la similitud cultural con una *dummy* que toma valor 1 si la lengua materna de los países es el español.

[3] Distancia institucional entre el país *j* y España viene definida por la siguiente ecuación:

$$D_{jEspaña} = \sum_{i=1}^{6} \frac{\left(d_{ij} - d_{iEspaña}\right)}{\bar{d}_t}$$

donde d_{ij}, es valor de la dimensión *i* para el país *j*, $\bar{d}_t$ es la media de la dimensión *i*.

Metodología

Las relaciones que se establecen entre salida de inversión directa y crecimiento de la economía receptora presentan relaciones de causalidad en ambos sentidos. Esto ocurre también con las exportaciones (Cuadros *et al.*, 2004) e importaciones, lo que es extensible al resto de factores considerados. Estas circunstancias no solo generan un claro problema de endogeneidad, sino que las variaciones en las variables comunes dan lugar a un problema de simultaneidad (Tsai, 1994), ambos pueden generar relaciones espurias. Teniendo en cuenta lo señalado utilizaremos un modelo VAR multivariante, que permite analizar las relaciones de causalidad tratando a todas las variables como potencialmente endógenas.

Empleamos el siguiente sistema de ecuaciones que nos permite analizar las relaciones de causalidad de acuerdo a los planteamientos de Granger:

$$\begin{bmatrix} s.ide_t \\ x_t \\ m_t \\ i+d_t \\ l_t \\ y_t \\ g_t \\ di_t \\ p_t \\ fx_t \end{bmatrix} = A_0 + A_1 \begin{bmatrix} s.ide_{t-1} \\ x_{t-1} \\ m_{t-1} \\ i+d_{t-1} \\ l_{t-1} \\ y_{t-1} \\ g_{t-1} \\ di_{t-1} \\ p_{t-1} \\ fx_{t-1} \end{bmatrix} + \ldots + A_s \begin{bmatrix} s.ide_{t-s} \\ x_{t-s} \\ m_{t-s} \\ i+d_{t-s} \\ l_{t-s} \\ y_{t-s} \\ g_{t-s} \\ di_{t-s} \\ p_{t-s} \\ fx_{t-s} \end{bmatrix} + u_t$$

s. ide: salida de IDE, *x*: exportaciones, *m*: importaciones, i + d: gasto en i+d/PIB, *l*: costes laborales, *y:* PIB, *g*: crecimiento del PIB, *di*: distancia institucional, p: inflación, *fx*: variación del tipo de cambio.

Donde A_0 es el vector del término constante y A_i ,son las matrices de los coeficientes estimados para cada una de las variables y ecuaciones, finalmente $u_t \sim IN(0,\Sigma)$. Consideramos que existe una relación de causalidad entre dos variables *x* e *y*, cuando el comportamiento de x viene explicado por la evolución pasada de *y*. Sin embargo, el test F y el test de Wald utilizados para verificar la relaciones anteriores no son validos si las variables no son estacionarias o no presentan las funciones de distribuciones habituales (Cuadros *et al.*, 2004).

CUADRO 3

TEST DE RAÍZ UNITARIA

	Orden de integración	ADF estadístico t
s.ide	1	68,0466***
x	1	162,108***
m	1	130,732***
i+d	1	117,313***
l	1	108,568***
y	1	109,075***
g	0	137,586***
d.inst.	1	76,2598***
P	0	100,759***
fx	0	77,5097***

NOTAS: s.ide: stock de salida de IDE, x: exportaciones, m: importaciones, i+d: gasto en I+D/ PIB, l: costes laborales, y: PIB, g: crecimiento del PIB, d.inst: distancia institucional, p: inflación, fx: variación del tipo de cambio.
*** Representa el 1 por 100 de niveles de significatividad.
FUENTE: Elaboración propia.

Si las variables no son estacionarias y no están cointegradas, se podría utilizar el test de causalidad de Granger previa diferenciación del modelo VAR. Sin embargo, si las variables están cointegradas se perdería la relación de largo plazo existente entre las variables. Por ello se opta por la incorporación de un vector de corrección de errores (ECT), que nos permitirá identificar la relación existente entre las variables a largo plazo y sus desviaciones en el corto plazo.

5. Análisis de resultados

En primer lugar para determinar la estacionariedad de las variables aplicamos el test de Dickey-Fuller Aumentado (ADF). Así, en el Cuadro 3 se puede apreciar que prácticamente todas las variables son *I*(1), salvo el crecimiento del PIB, la inflación y la variación de tipos de cambio que

CUADRO 4

TEST DE COINTEGRACIÓN DE MÁXIMA VEROSIMILITUD DE JOHANSEN

Número de vectores de cointegración	Eigenvalue	Valor máximo del estadístico Eigenvalue	Valor crítico al 5 por 100	Valor p**
Ninguno*	0,878	1.316,552	159,529	1,0000
Al menos 1*	0,716	670,848	125,615	0,0001
Al menos 2*	0,428	284,780	95,7536	0,0000
Al menos 3*	0,141	113,831	69,818	0,0000
Al menos 4*	0,121	67,230	47,856	0,0003
Al menos 5	0,057	27,608	29,797	0,0876

NOTAS: * Representa rechazo de la hipótesis al nivel del 5 por 100. ** Representa el valor *p* estimado por MacKinnon-Haug-Michelis (1999).
FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO 5

SELECCIÓN DEL NÚMERO DE RETARDOS DE ACUERDO AL CRITERIO DE SCHWARZ

Número de retardos	0	1	2
Criterio de Schwarz	26,194	3,319*	4,412

NOTA: * Indica el número de retardos seleccionados por el criterio.
FUENTE: Elaboración propia.

son estacionarias. Asimismo realizamos un test de cointegración de Johansen, lo que nos permite identificar que existen al menos cuatro posibles vectores de cointegración (Véase Cuadro 4). Ello confirma la existencia de una relación de largo plazo entre las variables, sin embargo, precisamos de un modelo VAR con corrección de errores para poder conocer el signo de las relaciones. Con el objeto de determinar el número de retardos adecuados, aplicamos el criterio de Schwarz que recomienda la utilización de un retardo (Véase Cuadro 5).

Posteriormente hemos realizado el análisis de causalidad en dos etapas, utilizando un modelo VAR con un retardo que corregimos utilizando cinco vectores de cointegración. El modelo VEC permite diferenciar entre los efectos a corto y largo plazo. Así, aplicaremos el test de la χ^2 .para verificar el nivel de significación conjunta de la variables retardadas. Si son significativos verificamos la existencia de una relación de causalidad a corto plazo en el sentido de Granger. Las relaciones a largo plazo se analizan a través de la significación de los vectores de cointegración (t-student) (Engle y Granger, 1987). En primer término se incluyeron en el modelo el PIB per cápita, los costes salariales y el gasto en I+D sobre el PIB. Dado que no eran significativas decidimos excluirlas del modelo. Por ello, no logramos contrastar las hipótesis 3 y 4. En el Cuadro 6 representamos el modelo VEC obtenido, del que podemos verificar las siguientes relaciones de causalidad.

Los factores de localización

En el Cuadro 6 se puede apreciar que el vector de cointegración 4 tiene signo positivo y es significativo en la

CUADRO 6

TEST DE CAUSALIDAD TEMPORAL DE GRANGER MEDIANTE UN MODELO VEC

Vectores de corrección de errores (t-student)

$$V1 = s.ide_{-1} + \underset{(11,697)^{p_{-1}}}{4,565^{***}} - \underset{(-14,867)^{fx_{-1}}}{345,067^{***}} + \underset{(18,766)^{g_{-1}}}{14,649^{***}} - 136,723$$

$$V2 = x_{-1} + \underset{(11,495)^{p_{-1}}}{9,118^{***}} - \underset{(-15,528)^{fx_{-1}}}{732,407^{***}} + \underset{(18,473)^{g_{-1}}}{29,306^{***}} - 257,306$$

$$V3 = m_{-1} + \underset{(11,787)^{p_{-1}}}{6,683^{***}} - \underset{(-14,986)^{fx_{-1}}}{505,272^{***}} + \underset{(17,431)^{g_{-1}}}{19,766^{***}} - 180,902$$

$$V4 = y_{-1} - \underset{(-4,110)^{p_{-1}}}{0,924^{***}} - \underset{(-2,632)^{fx_{-1}}}{35,173^{***}} + \underset{(31,759)^{g_{-1}}}{14,275^{***}} - 108,421$$

$$V5 = d.in_{-1} - \underset{(-12,551)^{p_{-1}}}{3,191^{***}} + \underset{(12,453)^{fx_{-1}}}{188,277^{***}} - \underset{(-18,952)^{g_{-1}}}{9,636^{***}} + 81,164$$

	Δs.ide	Δx	Δm	Δy	Δd. in	Δp	Δfx	Δg_{-1}
	Término de corrección de errores (t-student) Relación de causalidad a largo plazo							
V1	-0,063***	-0,016***	-0,021***	-0,006	-0,002	0,110	0,009***	-0,711*
	(-6,206)	(-2,888)	(-3,589)	(-1,661)	(-0,298)	(1,477)	(3,171)	(-1,908)
V2	0,006	-0,006	0,023***	-0,014***	0,003	0,066	0,007**	-1,501***
	(0,592)	(-1,093)	(3,843)	(-3,847)	(0,477)	(0,886)	(2,254)	(-4,042)
V3	0,028*	0,019**	-0,023*	0,027***	0,000	-0,063	-0,010*	3,004***
	(1,692)	(2,080)	(-2,380)	(4,471)	(-0,026)	(-0,505)	(-1,924)	(4,833)
V4	0,003*	0,002**	-0,002*	0,003***	0,0004	0,022*	-0,002***	0,249***
	(1,848)	(0,234)	(-1,933)	(5,050)	(-0,458)	(1,956)	(-4,351)	(4,474)
V5	-0,014**	-0,001	-0,014***	0,008***	0,004	0,274***	0,012***	0,942***
	(-2,386)	(-0,283)	(-4,018)	(3,646)	(1,383)	(6,307)	(7,029)	(4,345)

CUADRO 6 (continuación)

TEST DE CAUSALIDAD TEMPORAL DE GRANGER MEDIANTE UN MODELO VEC

	Relación de causalidad a corto plazo (χ^2 (1))							
$\Delta s.ide_{-1}$	-	0,013	-0,006	0,011	0,014	0,193	-0,025**	1,238
	-	(0,393)	(0,076)	(0,694)	(0,493)	(0,501)	(5,120)	(0,829)
Δx_{-1}	0,050	-	-0,128**	-0,023	-0,028	0,686	0,062**	-2,395
	(0,256)	-	(4,930)	(0,411)	(0,279)	(0,876)	(4,509)	(0,429)
Δm_{-1}	0,046	0,072	-	-0,061**	0,078*	0,452	-0,003	-6,502**
	(0,290)	(2,337)	-	(3,971)	(2,805)	(0,499)	(0,010)	(4,162)
Δy_{-1}	0,474	0,013	0,278	-	0,021	1,734	-0,005	-41,193**
	(0,960)	(0,002)	(0,973)	-	(0,800)	(0,233)	(0,001)	(5,306)
$\Delta d.inst_{-1}$	0,020	-0,040	-0,076	0,003	-	-0,595	-0,001	0,607
	(0,058)	(0,747)		(0,01)	-	(0,908)	(0,0008)	(0,037)
Δp_{-1}	-0,004	-0,005***	-0,003	-0,002	-0,003	-	0,001	-0,165
	(1,744)	(9,207)	(2,587)	(2,137)	(2,181)	-	(2,324)	(2,199)
Δfx_{-1}	-0,053	-0,002***	-0,037	0,011	0,172	3,696***	-	1,037
	(0,3069)	(0,001)	(0,433)	(0,107)	(0,785)	(26,899)	-	(0,085)
Δg_1	0,222	0,0003	0,001	0,002***	0,0005	0,014	-0,001	-
	(1,222)	(0,234)	(1,470)	(13,406)	(0,254)	(2,276)	(1,954)	-
	Variables de control (t-student)							
Crisis	-0,102***	-0,008	-0,097***	-0,009	0,018	0,433	-0,025**	-0,225
	(-2,725)	(-0,405)	(-4,421)	(-0,679)	(0,895)	(1,554)	(-2,232)	(1,395)
Lengua	-0,010	0,033	0,026	0,031**	-0,015	0,155	-0,014	0,505
	(-0,245)	(1,382)	(1,055)	(2,029)	(-0,669)	(0,490)	(-1,086)	(1,513)
R-squared	0,344	0,242	0,269	0,131	0,115	0,561	0,583	0,654
Adj. R-squared	0,300	0,191	0,221	0,074	0,057	0,532	0,556	0,631

NOTA: * Representa rechazo de la hipótesis al nivel del 10 por 100. ** al nivel del 5 por 100. *** al nivel del 1 por 100. s.ide: stock de salida de IDE. x: exportaciones, m: importaciones. i+d: gasto en I+D/ PIB. l: costes laborales. y: PIB, g: crecimiento del PIB. d.inst: distancia institucional, p: inflación. fx: variación del tipo de cambio.

FUENTE: Elaboración propia.

primera ecuación[4]. Por tanto corroboramos que a largo plazo el tamaño del mercado constituye una ventaja de localización, verificándose la Hipótesis 1. Asimismo, el crecimiento económico es significativo y tiene signo negativo, no se verifica la Hipótesis 2.

La distancia institucional que aparece en el vector de cointegración 5 es significativa y tiene signo negativo. Es decir, cuanto mayor es la distancia institucional menor es la salida de inversión directa. Ello confirma que existen capacidades de gestión de la empresa específicas para un entorno institucional. Estas capacidades pueden ser transferibles a entornos institucionalmente similares y pierden valor cuando la empresa se dirige a entornos que presentan tanto un mayor como un menor nivel de desarrollo institucional. Consecuentemente se verifica la Hipótesis 5.

Se evidencia la existencia de una relación a largo plazo negativa entre la inflación y la salida de IDE, contrastándose la Hipótesis 6. La empresa multinacional española percibe la inflación como una fuente de riesgo económico.

Se verifica una relación positiva a largo plazo entre la apreciación del euro y la salida de IDE, confirmándose la Hipótesis 7b. Es decir, la empresa utiliza sus herramientas de cobertura de riesgo de cambio y aprovecha la oportunidad que le brinda la apreciación del euro que abarata la inversión. Ello confirma que la experiencia de la empresa multinacional le ha permitido el desarrollo de herramientas de cobertura del riesgo de cambio.

IDE y comercio exterior

Los mercados atendidos a través de exportaciones no están propiciando posteriores flujos de IDE, aparentemente no se cumplen las hipótesis gradualistas (el vector de cointegración 2 no es significativo en la primera ecuación). Es decir, no se verifican las Hipótesis 8a y 8b. Ello puede deberse a la fuerte concentración en el sector servicios, o la mayor complejidad y experiencia de la red de filiales creadas por las EM, que permite que las decisiones de inversión no estén asociadas a la actividad exportadora previa. Estos resultados coinciden con los obtenidos por Aguacil y Orts (2002), que no identificaban ningún tipo de relación de causalidad entre exportaciones y la salida de IDE para la economía española.

El volumen de exportaciones de España hacía el país receptor de IDE es la variable dependiente de la segunda ecuación del modelo. El vector de cointegración 1 en dicha ecuación recoge la existencia de una relación de largo plazo negativa entre ambas variables. La entrada de IDE lleva implícita una reducción de las exportaciones provocada por la confluencia de varios fenómenos: la IDE se convierte en el nuevo canal de aprovisionamiento reduciéndose las exportaciones, el efecto *crowding out* de los competidores al mejorar el acceso al mercado, sustitución de proveedores españoles por proveedores del país de destino o incluso por otros proveedores españoles que deciden invertir en el país como estrategia de seguimiento del cliente. También debemos tener presente que la EM posee una red de filiales en la que se inserta la nueva filial, lo que modificará las relaciones comerciales entre varios países. Estos resultados no coinciden con los obtenidos por Alguacil y Orts (2002), sin embargo son complementarios. Debemos tener en cuenta que el período analizado por estos autores está comprendido entre 1970-1992, donde la IDE española era en gran medida manufacturera y estaba concentrada en la UE. En nuestro caso hemos incorporado el momento de la expansión y diversificación geográfica y sectorial de la IDE española. Los resultados obtenidos evidencian una empresa multinacional con mayor experiencia y, por tanto, que está utilizando las oportunidades de arbitraje entre mercados internacionales de bienes y servicios. Con todo ello podemos decir que se verifica la Hipótesis 9a.

Las importaciones tienen un efecto positivo en los flujos de IDE (vector cointegración 3 ecuación 1), verificándose la Hipótesis 11. Asimismo generan un incremento de las exportaciones (vector de cointegración 3 en ecuación 2).

[4] Se realizó un primer modelo en el que se incluían las tres variables que miden el atractivo del mercado, PIB, PIB per cápita y crecimiento del PIB per cápita. La variable PIB per cápita no era significativa, por ello decidimos excluirla

Del mismo modo, las exportaciones generan incremento de importaciones (vector cointegración 2 en ecuación 3). Aparentemente los intercambios comerciales constituyen un mecanismo de transferencia de conocimiento a nivel internacional.

El vector de cointegración 1 en la ecuación 3 tiene signo negativo y es significativo, por tanto a largo plazo la IDE reduce las importaciones, no verificándose la Hipótesis 10. En dicho proceso de desviación del comercio está condicionada por el entramado de filiales de la EM, ello constituye un indicio de la mayor madurez de la EM española.

Asimismo apreciamos que a largo plazo las exportaciones se destinan tanto a grandes mercados como a los mercados con potencial. El aumento de la inflación en el país de destino incrementa las exportaciones en el corto y en el largo plazo, posiblemente por la pérdida de competitividad asociada a la inflación. Dicho efecto quedará parcialmente equilibrado por la relación negativa, a corto y a largo plazo, entre la apreciación del euro y la reducción de las exportaciones.

A largo plazo las importaciones se reducen con el crecimiento económico del país de origen, la combinación de un efecto desplazamiento del mercado local y la generación de posteriores flujos de IDE pueden explicar el resultado. La distancia institucional reduce las importaciones, posiblemente la fuerte concentración de la actividad comercial en la zona euro justifique el resultado. La inflación del país de origen de las importaciones reduce las importaciones por la pérdida de competitividad. La apreciación del euro incrementa las importaciones.

Cabe destacar que la crisis económica ha tenido un efecto negativo sobre la salida de la IDE española y sobre las importaciones. Sin embargo, no tiene efecto alguno sobre las exportaciones, por tanto, podemos decir que las exportaciones se convierten en la opción de internacionalización más apropiada para períodos de crisis.

La lengua no es una variable significativa en el ámbito de las exportaciones. Este resultado tiene lecturas interesantes. Podemos apreciar que la experiencia internacional acumulada por la empresa multinacional española le está permitiendo un nivel de internacionalización donde los condicionantes culturales pierden capacidad explicativa.

6. Conclusiones

Hemos identificado tres etapas en el proceso de multinacionalización de la empresa durante el período analizado 1993-2011. Cada una de las cuales ha estado fuertemente condicionada por transformaciones institucionales, que han dado lugar a una geografía específica en cada etapa.

El objetivo de este trabajo ha sido tratar de identificar cuáles han sido las ventajas de localización subyacentes en dicho proceso. Para ello hemos utilizado una muestra compuesta por los 24 principales receptores de IDE que representan el 90 por 100 del total de flujos emitidos entre 1993-2011.

Este tipo de investigación presenta problemas de causalidad, simultaneidad y endogeneidad. Además, muchas de las series macroeconómicas utilizadas no son estacionarias. Por ello, hemos optado por utilizar un modelo VEC para identificar las ventajas de localización que explican el actual mapa de la IDE española.

Uno de los principales motores de la IDE ha sido la búsqueda de mercado, en este sentido podemos decir que la empresa española ha optado por mercados de gran tamaño aunque presenten un bajo potencial de crecimiento. La cercanía institucional ha sido una variable determinante de la localización de la IDE. Asimismo, se ha identificado la preferencia por entornos económicos estables.

Resulta especialmente interesante dos resultados, por un lado, el idioma ha dejado de ser una ventaja de localización, en segundo lugar, la debilidad de la moneda local constituye un atractivo para la IDE. Ambas revelan una mayor madurez de la EM española, que le permite no solo invertir en entornos culturalmente más distantes, sino que además es capaz de diseñar herramientas de cobertura internas de riesgo de cambio.

El análisis de la relación existente entre comercio exterior e IDE, nos revela que las exportaciones no generan posteriores flujos de IDE, no cumpliéndose la hipótesis gradualista a un nivel agregado. Por otro lado, los

flujos de IDE reducen las exportaciones, por tanto se muestran como dos formas de entradas alternativas y sustitutivas. Ello parece apuntar el marcado carácter horizontal de la IDE española.

Los flujos de importaciones son generadores de posteriores flujos de exportaciones y de IDE. Ello parece confirmar que el comercio exterior constituye una fuente de conocimiento internacional y que la economía española posee suficiente capacidad de absorción.

El artículo si bien aporta nueva evidencia sobre la naturaleza de las ventajas de localización, así como de la relación existente entre comercio exterior e IDE, plantea nuevas preguntas: estas relaciones son estables para cada una de las etapas identificadas, para cada uno de los grupos de países realizados o para los servicios y la industria manufacturera. La respuesta a estas preguntas trasciende de los objetivos del presente artículo.

Referencias bibliográficas

[1] AIZENMAN, J. (1992): Exchange Rate Flexibility, Volatility, and Domestic and Foreign Direct Investment. *IMF Staff Papers* 39(4): 890-922.

[2] ALGUACIL, M.T. y ORTS, V. (2002): A Multivariate Cointegrated Model Testing for Temporal Causality between Exports and Outward Foreign Investment: The Spanish Case. *Applied Economics*, 34(1): 119-132.

[3] BARRELL, R. y PAIN, N. (1997): Foreign Direct Investment, Technological Change, and Economic Growth within Europe. *The Economic Journal*, 107(445): 1770-1786.

[4] BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; COUPET, M. y MAYER, T. (2007): Institutional Determinants of Foreign Direct Investment. *World Economy*, 30(5): 764-782.

[5] BEVAN, A.A. y ESTRIN, S. (2004): The Determinants of Foreign Direct Investment into European Transition Economies. *Journal of Comparative Economics*, 32(4): 775-787.

[6] BEVAN, A.; ESTRIN, S. y MEYER, K. (2004): Foreign Investment Location and Institutional Development in Transition Economies. *International Business Review*, 13(1): 43-64.

[7] BISWAS, R. (2002): Determinants of Foreign Direct Investment. *Review of Development Economics*, 6(3): 492-504.

[8] BRAINARD, S.L. (1997): An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-Off between Multinational Sales and Trade. *American Economic Review*, 87(4): 520-544.

[9] BUCKLEY, P.J. y CASSON, M.C. (1976): *The Future of Multinational Company*. Macmillan: Londres.

[10] BUCKLEY, P.J.; CLEGG, J. y WANG, C. (2007): Is the Relationship between Inward FDI and Spillover Effects Linear? an Empirical Examination of the Case of China. *Journal of International Business Studies*, 38(3): pp. 447-459.

[11] BUCKLEY, P.J.; CLEGG, L.J.; CROSS, A.R.; LIU, X.; VOSS, H. y ZHENG, P. (2007): The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*, 38(4, International Expansion of Emerging Market Businesses): 499-518.

[12] CANTWELL, J.; DUNNING, J.H. y LUNDAN, S.M. (2010): An Evolutionary Approach to Understanding International Business Activity: The Co-Evolution of MNEs and the Institutional Environment. *Journal of International Business Studies*, 41(4): 567-586.

[13] CARSTENSEN, K. y TOUBAL, F. (2004): Foreign Direct Investment in Central and Eastern European Countries: A Dynamic Panel Analysis. *Journal of Comparative Economics*, 32(1): 3-22.

[14] CHAKRABARTI, A. (2001): The Determinants of Foreign Direct Investments: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *Kyklos*, 54(1): 89-114.

[15] CHAKRABARTI, A. (2003): A Theory of the Spatial Distribution of Foreign Direct Investment. *International Review of Economics & Finance*, 12(2): 149-169.

[16] CHOI, J.J. (1989): Diversification, Exchange Risk, and Corporate International Investment. *Journal of International Business Studies*, 20(1): 145-155.

[17] CUADROS, A.; ORTS, V. y ALGUACIL, M. (2004): Openness and Growth: Re-examining Foreign Direct Investment, Trade and Output Linkages in Latin America. *Journal of Development Studies*, 40(4): 167-192.

[18] DUNNING, J.H. (1988): The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*, Spring: 1-31.

[19] DUNNING, J.H. (1993): Global Business: The Challenge of 1990. Routledge: Londres y Nueva York.

[20] DURÁN, J.J. (1999): *Multinacionales españolas en Iberoamérica. Valor estratégico*. Pirámide, Madrid.

[21] DURÁN J. J. (2005): *La empresa multinacional española. Estrategias y ventajas competitivas*. Minerva Ediciones: Madrid.

[22] DURÁN J. J. (2006): La relevancia del idioma español en el proceso de generación de empresas multinacionales, en *El español: activo cultural y valor económico creciente*. I Acta Internacional de la Lengua Española. San Millán de la Cogolla. Páginas 163-189.

[23] DURÁN, J.J. y ÚBEDA, F. (1997): «Experiencia internacional e intención de inversión directa de la empresa española en el sudeste asiático», *Información Comercial Española, Revista de Economía,* núm. 761, págs. 109-124.

[24] DURÁN, J.J. y ÚBEDA, F (2001): The Investment Development Path: A New Empirical Approach and Some Theoretical Issues, *Transnational Corporation*, 10(2): páginas 1-34.

[25] DURÁN, J.J. y ÚBEDA, F. (2005): The Investment Development Path of Newly Developed Countries. *International Journal of the Economics of Business*, 12(1): 123-137.

[26] DURÁN, J.J.; LAMOTHE, P. y ÚBEDA, F. (2005): Impact of Geographical Diversification on the Performance Volatility of Spanish Multinational Corporations.

[27] DURÁN, J.J.; DEL HOYO, J.; CENDEJAS, J.C.; LLORENTE, G.; MONJAS, M. y ÚBEDA, F. (2007): Inversión Directa Exterior, crecimiento económico y exportaciones de la economía española, *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 839: 35-54.

[28] ERRAMILLI, M.K.; SRIVASTAVA, R. y KIM, S. (1999): Internationalization Theory and Korean Multinationals. *Asia Pacific Journal of Management*, 16(1): 29-45.

[29] FERRANTINO, M.J. (1992): Transaction Costs and the Expansion of Third-World Multinationals. *Economics Letters*, 38(4): 451-456.

[30] FROOT, K.A. y STEIN, J.C. (1991): Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4): 1191-1217.

[31] HELPMAN, E. (1984) A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations. *Journal of Political Economy*, 92(3): 451-471.

[32] HELPMAN, E.; MELITZ, M.J. y YEAPLE, S.R. (2004): Export Versus FDI with Heterogenous Firms. *American Economic Review*, 94(1): 300-316.

[33] JANICKI, H.P. y WUNNAVA, P.V. (2004): Determinants of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from EU Accession Candidates. *Applied Economics*, 36(5): 505-509.

[34] JOHANSON, J. y VAHLNE, J.E. (1977): The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1): 23-32.

[35] KAHAI, S. (2004): Traditional and Non-Traditional Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries. *Journal of Applied Business Research*, 20(1): 43-50.

[36] KATSAITIS, O. y DOULOS, D. (2009): The Impact of EU Structural Funds on FDI. *Kyklos*, 62(4): 563-578.

[37] KOGUT, B. y SINGH, H. (1988) The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies*, 17(4): 411-432.

[39] MARKUSEN, J.R. (2002): *Multinational Firms and the Theory of International Trade*. The MIT Press: Cambridge.

[38] MARKUSEN, J.R. y VENABLES, A.J. (1997): The Role of Multinational Firms in the Wage-Gap Debate. *Review of International Economics*, 5(4): 435-451.

[40] MARTIN, X. y SALOMON, R. (2003): Knowledge Transfer Capacity and its Implications for the Theory of the Multinational Corporation. *Journal of International Business Studies*, 34(4): pp. 356-373.

[41] MODY, A. y SRINIVASAN, K. (1998): Japanese and U.S. Firms as Foreign Investors: Do they March to the Same Tune?. *The Canadian Journal of Economics / Revue Canadienne d'Economique*, 31(4): 778-799.

[42] OBERHOFER, H. y PFAFFERMAYR, M. (2012): FDI Versus Exports: Multiple Host Countries and Empirical Evidence. *The World Economy*, 35(3): 316-330.

[43] PRADHAN, J. P. (2004): The Determinants of Outward Foreign Direct Investment: A Firm Level Analysis of Indian Manufacturing. *Oxford Development Studies*, 32(4): 619-639.

[44] RAMÍREZ, M.D. (2006): Economic and Institutional Determinants of Foreign Direct Investment in Chile: A Time-series Analysis, 1960-2001. *Contemporary Economic Policy*, 24(3): 459-471.

[45] ROB, R. y VETTAS, N. (2003): Foreign Direct Investment and Exports with Growing Demand. *The Review of Economic Studies*, 70(3): 629-648.

[46] RUGMAN, A.M. (1981): *Inside the Multinationals: The Economics of the Multinational Enterprise*. Columbia University Press: New York.

[47] RUSS, K.N. (2007): The Endogeneity of the Exchange Rate as a Determinant of FDI: A Model of Entry and Multinational Firms. *Journal of International Economics*, 71(2): 344-372.

[48] SADER, F. (1993): Privatization and Foreign Direct Investment 1988-1992. *Wrorking Paper, World Bank International Economics Department*, WPS 1202.

[49] SAGGI, K. (1998): Trade, Foreign Direct Investment, and International Technology Transfer: A Survey. *World Bank Research Observer*, 17(2): 191-235.

[50] SAYEK, S. (2009): Foreign Direct Investment and Inflation. *Southern Economic Journal*, 76(2): 419-443.

[51] SUNG, H. y LAPAN, H.E. (2000): Strategic Foreign Direct Investment and Exchange-Rate Uncertainty. *International Economic Review*, 41(2): 411-423.

[52] TSAI, W. (2001): Knowledge Transfer in Intraorganizational Networks: Effects of Network Position and Absorptive Capacity on Business Unit Innovation and Performance. *The Academy of Management Journal*, 44(5): pp. 996-1004.

[53] ZIN, R. (1999): Malaysian Reverse Investments: Trends and Strategies. *Asia Pacific Journal of Management*, 16(3): 469-496.

Marisa Ramírez Alesón*
Jorge Fleta Asín*

TIPOLOGÍAS DE LOS INVERSORES EUROPEOS (UE15) EN ESPAÑA

La entrada de inversiones directas extranjeras en un país tiene numerosos beneficios, por lo que, en los momentos actuales de crisis, puede ser una vía para favorecer la recuperación económica de las economías receptoras. Conocer mejor el tipo de inversor extranjero que entra en España resulta especialmente útil en estos momentos. Los principales inversores extranjeros en España proceden de la Unión Europea de los 15, por ello se selecciona una muestra de 414 empresas que invirtieron en España durante 2010 y se analiza si existe una tipología de inversores que permita agrupar a las empresas por comportamientos similares, obteniéndose cinco tipos de inversores diferentes.

Palabras clave: *inversiones directas extranjeras, empresas, España, Unión Europea.*
Clasificación JEL: *F21, F23*

1. Introducción

La economía mundial de los últimos años ha estado dominada por la incertidumbre y los problemas económicos generados por la crisis, provocando cierta desaceleración en el crecimiento de los mercados, incluso en aquellos más desarrollados, como Estados Unidos o los miembros de la Unión Europea.

La crisis ha provocado una contracción generalizada de la demanda y de la producción a nivel mundial, lo que ha fomentado que las empresas, para su supervivencia, busquen oportunidades en otros mercados. Los flujos mundiales de inversión directa extranjera (IDE) también se han visto afectados, disminuyendo durante 2008 y 2009, siendo 2009 el año que arroja peores cifras. Las perspectivas futuras sobre la recuperación económica todavía son poco claras, pero esperanzadoras. A partir de 2010 se observa una leve recuperación de las IDE, alcanzándose en 2011 los niveles promedios previos a la crisis (2005-2007), aunque todavía inferiores al nivel máximo observado en 2007.

Los cambios no solo se han manifestado en el volumen de inversión sino también en los mercados de destino de la misma. Así, durante los últimos años adquie-

* Universidad de Zaragoza.
Este trabajo ha sido realizado bajo el marco de los objetivos del Grupo de Investigación CREVALOR reconocido por la DGA-FSE. Asimismo, los autores agradecen la financiación recibida por el MICINN-FEDER a través del proyecto de investigación ECO2009-09623.

ren mayor importancia países en desarrollo y en transición como China que, en 2009, se convirtió en el segundo receptor de inversiones (detrás de Estados Unidos). Estas economías se enfrentan a procesos de liberalización sectorial, ofrecen grandes mercados con oportunidades de crecimiento, los Gobiernos favorecen la atracción de nuevas inversiones y presentan mejores perspectivas económicas, convirtiéndolas en los motores del crecimiento mundial, lo que las hacen más atractivas para los inversores.

Actualmente, las economías desarrolladas compiten con ellas en la atracción de inversiones extranjeras, ya que dichas inversiones tienen efectos positivos en las economías receptoras que podrían apoyar e impulsar su recuperación económica.

La entrada de inversiones extranjeras directas en un país impulsa su desarrollo y crecimiento económico (Zhang, 2001 y Grosse, 1988) a través del aumento del empleo en las empresas domésticas (Grosse, 1988), de la mejora de las tecnologías como consecuencia de una mayor difusión tecnológica (Driffield y Love, 2007) y mejor acceso a nuevas innovaciones (Porter, 1990 y 1998), genera un aumento de la presión competitiva (Chung *et al.,* 2003) que favorece el aumento de la productividad en la economía receptora y, especialmente, en los sectores menos competitivos (Chung *et al*., 2003), favorece el comercio internacional y, en general, proporciona un mayor bienestar a sus ciudadanos (Grosse, 1988 y Zhang, 2001).

Por tanto, países como España deben seguir siendo capaces de atraer nuevas inversiones extranjeras[1] que, junto con las inversiones en el exterior de sus empresas y el aumento del comercio internacional, se conviertan en el camino para salir de la crisis.

Por ello, conocer mejor el tipo de inversores extranjeros en España permitiría facilitar el establecimiento de incentivos de atracción de empresas a determinados sectores, poner en contacto con los potenciales socios españoles, conocer mejor sus efectos en el conjunto de la economía o prever mejor el comportamiento de los inversores extranjeros[2].

Los principales inversores extranjeros en España han sido, y siguen siendo, los que proceden de Europa (principalmente los de la Unión Europea de los 15 –UE15—), representando alrededor del 80 por 100 de la IDE realizada durante los últimos años, por lo que el presente artículo se centra en ellos. Así, a partir de una muestra de 414 empresas de la UE15, se persigue conocer mejor sus características y estrategias con el fin de identificar una tipología de inversores europeos con patrones de comportamiento diferentes en su actividad inversora en España.

El artículo se estructura en los siguientes apartados. A continuación, en el segundo apartado, se presenta una panorámica general de las inversiones mundiales de los últimos años y de las recibidas por España. El apartado tercero presenta las principales características de las empresas europeas inversoras; para, en el cuarto, reunir a los inversores europeos en grupos homogéneos de empresas. Finalmente, el último apartado recoge las principales conclusiones.

2. Las inversiones directas extranjeras en el mundo y en España en los últimos años

La IDE mundial recibida por el conjunto de las economías presentó una tendencia creciente durante el período 2003 a 2007, alcanzando los 1,97 billones de dólares en el último año de dicho período. Posteriormente, de 2008 a 2009, se produjo un cambio de tendencia debido a la crisis económica y financiera mundial, cuya consecuencia fue una caída drástica de la IDE (1,2 billones de dólares, lo que representa una disminución del 39 por 100 con respecto a 2007), especialmente en las economías desarrolladas (disminuyendo más del 50 por 100

[1] Precisamente con este objetivo se creó la Sociedad Estatal para la Promoción y Atracción de las Inversiones Exteriores S.A., de nombre comercial Invest in Spain, en 2005.

[2] Aunque la IDE en España ha sido ampliamente estudiada, se ha realizado principalmente como macromagnitud (DÍAZ, 2003), siendo escasos los estudios sobre los agentes económicos que la llevan a cabo.

con respecto a 2007). Sin embargo, a pesar del impacto de la crisis en las IDE, la reducción que se produjo en las ventas y el valor añadido de las filiales extranjeras fue proporcionalmente menor que la contracción económica mundial (UNCTAD, 2011). A partir de 2010 se observa una leve recuperación de la IDE mundial, alcanzando en ese año los 1,31 billones de dólares, incrementándose hasta los 1,52 billones de dólares durante 2011 y acercándose a los niveles previos a la crisis, pero permaneciendo un 20 por 100 por debajo del máximo obtenido en 2007.

Según datos de la UNCTAD, del conjunto de IDE realizada durante el período 2000-2011, el 62,18 por 100 se dirige en promedio a países desarrollados, un 39,09 por 100 a países de la Unión Europea de los 27 (UE27), un 35,68 por 100 a la Unión Europea de los 15 (UE15) y un 3,20 por 100 a España. Desde el comienzo de la crisis el atractivo de los países desarrollados ha disminuido provocando una notable caída en la recepción de inversiones. Así, durante el período 2008-2011, el 50,97 por 100 de las IDE mundiales se dirige en promedio a países desarrollados, un 27,99 por 100 a países de la Unión Europea de los 27 (UE27), un 25,30 por 100 a la Unión Europea de los 15 (UE15) y un 2,55 por 100 a España.

Para el caso español, el efecto de la crisis se mostró con un año de retraso, ya que es en 2009 cuando las IDE retroceden notablemente. Sin embargo, durante los dos siguientes años se observa una fuerte recuperación aunque no se alcanzan los niveles de 2007 o 2008. Así, España se posiciona como una de las economías más atractivas dentro de la Unión Europea, posicionándose en la quinta posición por entrada de las IDE mundiales.

Los principales inversores extranjeros en España de los últimos años, como se recoge en el Cuadro 1, se concentran en los países de la Unión Europea y, especialmente, de la UE15 cuyas inversiones representan la mayor parte del total de IDE recibidas (Dirección General de Comercio e Inversiones, 2012). Todos los países miembros de la UE15 se posicionan como los principales inversores extranjeros en España, con las excepciones de Austria, Irlanda y Finlandia, y destacan por su mayor importancia Reino Unido, Países Bajos, Francia, Luxemburgo y Alemania.

3. Características de los principales inversores europeos en España

Como se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior, los principales inversores extranjeros en España proceden de la Unión Europea de los 15. Resulta de interés conocer mejor sus características y estrategias con el fin de identificar una tipología de inversores europeos con patrones de comportamiento diferentes en su actividad inversora en España.

Para ello, se selecciona una muestra de empresas, que sea representativa de los mismos, a partir de la información que proporciona la base de datos Amadeus[3] (Informa). Se identifican 414 empresas europeas que realizaron una inversión directa (inversión mínima del 10 por 100) en España durante 2010 y para las que se dispone de la información requerida: 89 procedentes de Alemania, 79 de Reino Unido, 72 de Dinamarca, 55 de Francia, 50 de Suecia, 22 de Italia, 21 de Países Bajos, 14 de Portugal, 8 de Bélgica y 4 de Grecia[4].

Para caracterizar a estos inversores se seleccionan una serie de características empresariales que han sido utilizadas habitualmente en la literatura como determinantes de la entrada de empresas en otros mercados, tales como el tamaño, la disponibilidad de recursos intangibles, las estrategias de crecimiento desarrolladas y su actividad económica; las cuales se presentan a continuación junto con su medición (véase Cuadro 2). Estas características son también utilizadas posteriormente en la identificación de la tipología de inversores europeos en España.

[3] Esta base de datos proporciona información financiera y empresarial de un amplio número de empresas de toda Europa. Esta información tiene como ventaja que está estandarizada y, por tanto, la hace comparable.

[4] Luxemburgo es el único país que, a pesar de ser uno de los principales inversores en España, no tiene representación en la muestra ya que no se han identificado empresas que hayan invertido en 2010. Puede deberse a que, como destaca la Dirección General de Comercio e Inversiones (2012), es un país de tránsito de inversiones de origen último de otros países.

CUADRO 1

INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA PRODUCTIVA, 2010-2011
(Millones de euros)

País	Pais de origen inmediato		País de origen último	
	2010	2011	2010	2011
Reino Unido	1.495	6.638	1.988	6.741
Países Bajos	4.639	6.599	2.578	1.480
Luxemburgo	1.844	3.453	883	1.323
Francia	1.647	1.297	1.919	5.636
Alemania	547	964	539	1.135
Suiza	186	684	221	684
Suecia	21	560	21	554
Portugal	173	313	186	305
EE UU	235	269	838	1.444
Emiratos Árabes Unidos	1	244	1	411
Andorra	46	163	46	170
Italia	379	149	1.281	315
Bélgica	31	146	33	58
Finlandia	9	105	9	106
Uruguay	24	74	23	71
China	2	55	25	59
Rusia	12	45	25	51
México	34	43	ns	ns
Islas Caimán	0	38	ns	ns
Dinamarca	52	37	ns	ns
Japón	ns	ns	109	191
Resto	728	606	1.380	1.746
Total OCDE (% sobre total)	11.584	21.412	11.459	21.169
	(95,7)	(95,2)	(94,7)	(94,2)
Total UE27 (% sobre total)	11.075	20.422	9.999	18.773
	(91,5)	(90,8)	(82,6)	(83,5)
Total UE15 (% sobre total)	10.902	20.322	9.947	18.710
	(90,1)	(90,4)	(82,2)	(83,2)
Total Latinoamérica (% sobre total)	168	216	236	246
	(1,4)	(1,0)	(1,9)	(1,1)

NOTAS: No se incorporan las inversiones de Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros. ns: no significativo.
FUENTE: Adaptado a partir de Dirección General de Comercio e Inversiones (2012).

El *tamaño* de la empresa inversora permite aproximar la capacidad de la empresa para hacer frente a las nuevas inversiones requeridas y absorber los costes y riesgos de entrada en un país (Aggarwal y Ramaswami, 1992). Se mide a través del logaritmo neperiano del número de trabajadores en la empresa.

La disponibilidad de *recursos intangibles*[5] es considerada como fuente de ventajas competitivas que permite a las empresas tener cierta superioridad frente a sus

[5] Se consideran los recursos intangibles en un sentido amplio sin diferenciar entre recursos, capacidades y competencias.

CUADRO 2

CARACTERÍSTICAS EMPRESARIALES Y MEDICIÓN

Características	Medida utilizada	Ejemplo de autores que las han utilizado
Tamaño empresa	Número de trabajadores (ln)*	Taylor *et al.* (1998) Nadkarni y Pérez (2007)
Recursos intangibles:		
Experiencia organizativa	Antigüedad de la empresa (ln* años)	Benito y Grispud (1992) Merino y Rodríguez (1997) Guillén (2002) Ramírez *et al.* (2006)
Nivel tecnológico	Sectores tecnológicos (INE)	Gargallo y Ramírez (2008)
Recursos comerciales	Tenencia de marcas	Ramírez *et al.* (2006) López y García (1998)
Estrategia de diversificación de producto		
Especialización Diversificación relacionada Diversificación no relacionada Altamente diversificada	Códigos SIC a 2 y 4 dígitos	Sambharya (1995) Palich *et al.* (2000) Pantzalis (2001) Dawley *et al.* (2003)
Estrategia de diversificación internacional		
Internacionalización	Localización de filiales (zonas geográficas)	Pantzalis (2001) Basile *et al.* (2003) Henisz y Macher (2004) Ramírez *et al.* (2006) López y García (2007)
	Número de países con filiales	Allen y Pantzalis (1996) Hitt *et al.* (1997) Lu y Beamish (2001) Pantzalis (2001)
Actividad económica	Códigos SIC	Dumming (1975) Pantzalis (2001) Pieroni y Pompei (2008)

NOTA: * logaritmo neperiano.
FUENTE: Elaboración propia.

competidores y que, además, puede transferirse a otros negocios o mercados geográficos.

En este artículo, dada la limitada disponibilidad de datos, se seleccionan tres de ellos. Por una parte la *experiencia organizativa* del inversor, que reflejaría aquellos recursos de carácter intangible relacionados con el aprendizaje y conocimientos corporativos adquiridos por la empresa en su actividad económica desarrollada a lo largo de su vida activa y que favorecerían una mejor adaptación a un nuevo entorno (Henisz y Macher, 2004 y Ramírez, Delgado y Espitia, 2006). Se aproxima a través del logaritmo neperiano de la edad de la empresa

(número de años transcurridos desde la creación de la empresa hasta el año 2010), ya que la experiencia obtenida en un año adicional de vida empresarial es mayor cuando la empresa está en niveles menores de experiencia (Epple, Argote y Devadas, 1991).

Por otra parte se incluye el *nivel tecnológico* de las actividades desarrolladas por el inversor (innovación) ya que las empresas tecnológicamente avanzadas están más comprometidas en los mercados internacionales (Buckley y Casson, 1976; Caves, 1996 y Ramírez, Delgado y Espitia, 2006) y mejor preparadas para competir en ellos. Se aproxima a través de la pertenencia del inversor a un sector considerado de alta tecnología, según la clasificación establecida por el INE[6]. De esta forma, si la empresa pertenece a dichos sectores la variable toma el valor 1, y 0 en caso contrario.

Por último, dentro de los recursos intangibles adquieren importancia los recursos comerciales (Pantzalis, 2001) porque no solo favorecen la internacionalización de la empresa, sino que además permiten crear una imagen de marca internacional (Ramírez, Delgado y Espitia, 2006). Se aproxima a través de una variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa dispone de alguna marca registrada, y valor 0 en caso contrario.

Las *estrategias de crecimiento* reflejan la dirección que sigue la empresa en sus movimientos respecto a su posición corriente de sus productos y mercados, tanto dentro como fuera de la industria (Ansoff, 1976). Durante los últimos años, la literatura ha prestado especial atención a dos de ellas, la estrategia de diversificación de producto y la de diversificación internacional (o internacionalización). Aunque cada una de ellas depende de los objetivos concretos de crecimiento que establezca la empresa, ambas tienen como objetivo mejorar la situación de la empresa.

La estrategia de *diversificación de producto*, que persigue el crecimiento a través de la producción de nuevos productos, se define mediante cuatro variables *dummy* indicativas del tipo de diversificación de producto: *especializadas*, *diversificación relacionada (DR)*, *diversificación no relacionada (DNR)* y *altamente diversificada (AD)*, que toman, respectivamente, el valor 1 si cumple con el tipo de diversificación correspondiente y 0 en caso contrario. Se considera que una empresa está especializada cuando solo desarrolla una actividad económica medida a través de los códigos SIC (Standard Industrial Classification) a 4 dígitos. La empresa diversifica de manera relacionada cuando la mayoría de sus actividades (SIC–4 dígitos) se encuentran incluidas bajo el mismo sector SIC a 2 dígitos. Cuando la mayoría de sus actividades (SIC–4 dígitos) corresponden a sectores diferentes (SIC–2 dígitos) se considera que desarrolla una diversificación no relacionada. Finalmente, una empresa está altamente diversificada cuando desarrolla numerosas actividades económicas de diferentes sectores (a 4 y 2 dígitos).

La estrategia de *diversificación internacional* o *internacionalización* es aquella que conlleva la entrada en nuevos mercados geográficos. Se aproxima a través de ocho variables; las siete primeras son dicotómicas y reflejan las zonas geográficas donde el inversor europeo tiene filiales (Unión Europea, Estados Unidos, BRIC —Brasil, Rusia, India y China—, Latinoamérica, Asia, África y Oceanía), tomando el valor de 1 si dispone de filiales en la zona concreta y 0 en caso contrario. Cabe indicar que, para identificar aquellas empresas que concentran su internacionalización únicamente dentro de la Unión Europea, esa variable toma el valor 1 si el inversor exclusivamente tienen filiales en dicha zona; no siendo excluyente para el resto de zonas (que indican si tienen o no filiales, independientemente de que también estén en otras zonas). La octava variable recoge la dispersión de su internacionalización a través del número de mercados diferentes en los que está presente.

Por último, la *actividad económica* principal desarrollada por el inversor se aproxima a través del sector SIC de origen de la empresa. Se definen 11 sectores de actividad que corresponden con los siguientes: 1) actividades primarias (SIC 01-14); 2) alimentación, bebidas y tabaco (SIC 20-21);

[6] La lista de sectores de alta tecnología puede consultarse en: http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft14%2Fp197&file=inebase&L=0

CUADRO 3

CARACTERÍSTICAS DE LOS INVERSORES DE LA UE15 DE LA MUESTRA

	Alemania	Bélgica	Dinamarca	Francia	Gecia	Inglaterra	Italia	Países Bajos	Portugal	Suecia	Todos
Nº empresas	89	8	72	55	4	79	22	21	14	50	414
Tamaño empresa*	32.280	315	4.388	19.749	753	19.235	4.273	9.300	6.393	5.702	15.614
Experiencia organizativa*	52	45	37	50	27	42	33	63	35	51	46
Nivel tecnológico	38	0	21	11	0	19	5	4	0	11	109
Recursos comerciales	15	1	7	8	0	17	1	1	0	6	56
Diversificación de producto											
Especializadas	6	0	8	22	0	14	14	2	4	10	80
DR	60	5	43	32	0	40	8	14	7	33	242
DNR	21	3	16	1	1	14	0	2	2	5	65
AD	2	0	5	0	3	11	0	3	1	2	27
Internacionalización (filiales)											
UE (exclusividad)	13	5	18	13	3	12	10	3	7	3	87
EE UU	55	1	35	25	1	52	8	11	3	35	226
BRIC	56	0	40	29	0	43	6	13	3	28	218
Latinoamérica	39	2	21	20	0	28	6	10	3	14	143
Asia	57	0	37	28	0	35	7	12	1	25	202
África	37	3	16	23	0	27	7	6	5	11	135
Oceanía	30	0	25	13	0	38	2	10	0	14	132
Nº de mercados*	23	5	16	18	3	16	9	22	7	14	17
Actividad económica											
Actividades primarias	1	0	0	0	0	4	1	1	0	0	7
Alimentación, bebidas y tabaco	1	1	2	0	2	2	3	1	1	0	13
Textil, papel y madera	3	1	0	3	1	4	3	2	0	2	19
Petroquímico	9	0	7	5	0	7	1	1	0	1	31
Metalurgia	3	0	1	1	0	2	1	0	0	1	9
Maquinaria eléctrica, electrónica y medición	19	0	13	5	0	8	1	3	0	5	54
Transporte	13	0	1	4	0	8	2	1	4	2	35
Construcción	5	1	0	1	1	3	1	1	0	0	13
Distribución	4	2	9	10	0	3	1	4	3	8	44
Finanzas, seguros y bienes raíces	22	1	31	21	0	17	6	4	6	28	136
Servicios	9	2	8	5	0	21	2	3	0	3	53

NOTAS: En las variables dicotómicas se presenta la frecuencia y en las variables continuas (marcadas con un *) la media. DR: diversificación relacionada. DNR: diversificación no relacionada. AD: altamente diversificadas. BRIC: Brasil, Rusia, India y China.
FUENTE: Elaboración propia.

3) textil, papel y madera (SIC 22-27); 4) petroquímico (SIC 28-30); 5) metalurgia (SIC 33-34); 6) maquinaria eléctrica, electrónica y de medición (SIC 35-36 y 38); 7) transporte (SIC 37 y 40-49); 8) construcción (SIC 15-17-32); 9) Distribución (SIC 50-59); 10) finanzas, seguros y bienes raíces (SIC 60-67); y 11) Servicios (SIC 70-89). Cada una de estos sectores se mide mediante una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando pertenece al sector correspondiente y 0 en caso contrario.

Las principales características de los inversores de la muestra quedan reflejadas en el Cuadro 3, donde se presentan los valores medios o frecuencias de cada varia-

ble para cada uno de los países analizados y para el conjunto de la muestra.

El mayor número de inversores procede de Alemania, Francia e Inglaterra y tienen en común que son los más grandes en tamaño, tienen recursos comerciales y están presentes en numerosos mercados pertenecientes a la mayoría de áreas geográficas establecidas. Optan mayoritariamente por una estrategia de diversificación de producto relacionada, aunque las empresas francesas son las que presentan una menor diversificación. Sin embargo, solo destacan las empresas alemanas por el alto nivel tecnológico de sus actividades.

En el otro extremo se encuentran las empresas o inversores procedentes de Bélgica y Grecia, que no solo son menos en número sino que son las de menor tamaño, no destacan por el nivel tecnológico de sus actividades ni por sus recursos comerciales, y están presentes en pocos mercados y concentrados en exclusividad en la UE de los 15. Cabe destacar que las empresas griegas son las que presentan una mayor diversificación, observándose que el 75 por 100 de sus empresas están altamente diversificadas y el resto siguen una estrategia de diversificación no relacionada.

Entre ambos extremos se pueden posicionar las empresas de Dinamarca, Italia, Países Bajos, Portugal y Suecia por su tamaño intermedio (4.000-10.000 trabajadores), por el bajo nivel tecnológico de sus actividades y disponibilidad de recursos comerciales (excepto para las portuguesas que carecen de ambas ventajas) y por su presencia en un número de mercados y áreas mayor que las empresas belgas y griegas, pero menor que las alemanas, francesas e inglesas. Por otra parte, las empresas de los Países Bajos destacan por su mayor experiencia organizativa (con la edad media más alta de los países de la muestra) y las italianas porque principalmente solo desarrollan una actividad económica (alta especialización).

4. Tipologías de los inversores europeos (UE15) en España

Presentadas las principales características de los inversores de la Unión Europea de los 15 en España en 2010, el presente apartado se centra en establecer sus patrones de comportamiento con el objeto de identificar una tipología de dichos inversores.

Para alcanzar este objetivo se realiza un análisis clúster a través de un análisis de conglomerados jerárquicos con el método de vinculación intragrupos puesto que, de esta forma, se da más importancia a la homogeneidad dentro de cada grupo, permitiendo establecer diferencias entre ellos. Como medida de distancia entre los distintos casos se ha utilizado la distancia euclídea al cuadrado. Y las variables continuas incluidas en el análisis se han estandarizado a una variable continua [0, 1], donde el valor 0 corresponde con el menor valor de la característica concreta, el 1 al mayor valor y el resto se distribuye dentro del intervalo de forma proporcional a las distancias existentes entre ellas.

Como resultado del clúster se obtienen cinco grupos homogéneos, los cuales quedan recogidos en el Cuadro 4 junto con las características que los definen.

— El primero de los grupos (*grupo 1*) se compone de 78 empresas europeas que se caracterizan no solo por ser las de menor tamaño (4.002 empleados de media) sino también por ser las más jóvenes (33 años) y, por tanto, con menor experiencia organizativa. Solo un 20 por 100 de las empresas son de alto nivel tecnológico y menos de un 4 por 100 disponen de marcas registradas. Son empresas que no destacan por una gran disponibilidad de recursos intangibles. La mayor parte de las empresas (62 por 100) están especializadas, es decir, desarrollan una única actividad; lo que contrasta con que el resto de las empresas del grupo (menos una) persigan una estrategia de diversificación de producto no relacionada. Principalmente desarrollan actividades económicas relacionadas con el sector servicios, distribución (mayoristas y minoristas) y de transporte. Su presencia internacional es la más baja; están presentes en unos cinco mercados de media y, generalmente, localizados exclusivamente dentro de la Unión Europea de los 15 (casi el 40 por 100 de las empresas del grupo). Es decir, estos inversores se concentran no solo en producir una misma actividad económica sino que sus filiales se

CUADRO 4
RESULTADOS DEL ANÁLISIS CLÚSTER: TIPOLOGÍA DE LOS INVERSORES EUROPEOS (UE15) EN ESPAÑA

		Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5	Total
Nº de empresas		78	160	38	102	36	414
Tamaño empresa		4.002	4.678	20.713	35.087	28.817	15.614
RI	Experiencia organizativa	33	43	44	53	65	46
	Nivel tecnológico	16 (15%) (20%)	26 (24%) (16%)	38 (35%) (100%)	5 (4%) (5%)	24 (22%) (67%)	109 (26%)
	Recursos comerciales	3 (5%) (4%)	19 (34%) (12%)	4 (7%) (11%)	20 (36%) (20%)	10 (18%) (28%)	56 (14%)
DP	Especializadas	48 (60%) (62%)	9 (11%) (6%)	3 (4%) (8%)	17 (21%) (17%)	3 (4%) (8%)	80 (19%)
	Diversificación relacionada	0	135 (56%) (84%)	23 (9%) (61%)	72 (30%) (71%)	12 (5%) (33%)	242 (58%)
	Diversificación no relacionada	29 (45%) (37%)	3 (5%) (2%)	6 (9%) (16%)	7 (11%) (7%)	20 (31%) (56%)	65 (16%)
	Altamente diversificadas	1 (4%) (1%)	13 (48%) (8%)	6 (22%) (16%)	6 (22%) (6%)	1 (4%) (3%)	27 (7%)
DI	Filiales solo en UE-15	30 (34%) (38%)	57 (66%) (36%)	0	0	0	87 (21%)
	Filiales en EE UU	16 (7%) (20%)	53 (23%) (33%)	31 (14%) (82%)	92 (41%) (90%)	34 (15%) (94%)	226 (55%)
	Filiales en BRIC	12 (6%) (15%)	38 (17%) (24%)	33 (15%) (87%)	100 (46%) (98%)	35 (16%) (97%)	218 (53%)
	Filiales en Latinoamérica	6 (4%) (8%)	8 (6%) (5%)	15 (10%) (39%)	80 (56%) (78%)	34 (24%) (94%)	143 (35%)
	Filiales en otros países asiáticos	12 (6%) (15%)	33 (16%) (21%)	31 (15%) (82%)	93 (46%) (91%)	33 (16%) (92%)	202 (49%)
	Filiales en África	6 (4%) (8%)	14 (10%) (9%)	10 (7%) (26%)	75 (56%) (73%)	30 (22%) (83%)	135 (33%)
	Filiales en Oceanía	3 (2%) (4%)	11 (8%) (7%)	22 (17%) (58%)	70 (53%) (69%)	26 (20%) (72%)	132 (32%)
	Nº mercados	5	7	21	33	34	17
Actividad económica		Servicios; distribución; y transporte	Finanzas, seguros, bienes raíces; y maquinaria eléctrica, electrónica y medición	Maquinaria eléctrica, electrónica y medición	Finanzas, seguros y bienes raíces	Petroquímico	
		01-14: 1 (14%) (1%)	01-14: 1 (14%) (1%)	01-14: 0	01-14: 3 (43%) (3%)	01-14: 2 (28%) (6%)	01-14: 7
		20-21: 2 (15%) (3%)	20-21: 6 (46%) (4%)	20-21: 0	20-21: 3 (23%) (3%)	20-21: 2 (15%) (6%)	20-21: 13
		22-27: 3 (16%) (4%)	22-27: 13 (68%) (8%)	22-27: 0	22-27: 0	22-27: 3 (16%) (8%)	22-27: 19
		28-30: 4 (13%) (5%)	28-30: 6 (19%) (4%) (4%)	28-30: 0	28-30: 1 (3%) (1%)	28-30: 20 (64%) (56%)	28-30: 31
		33-34: 1 (11%) (1%)	33-34: 3 (33%) (2%)	33-34: 0	33-34: 3 (33%) (3%)	33-34: 2 (22%) (5%)	33-34: 9
		35-36, 38: 0	35-36, 38: 17 (31%) (11%)	35-36, 38: 36 (67%) (95%)	35-36, 38: 0	35-36, 38: 1 (6%) (3%)	35-36, 38: 54
		37, 40-49: 17 (49%) (22%)	37, 40-49: 6 (17%) (4%)	37, 40-49: 2 (6%) (5%)	37, 40-49: 6 (17%) (6%)	37, 40-49: 4 (11%) (11%)	37, 40-49: 35
		15-17-32: 2 (15%) (3%)	15-17-32: 5 (38%) (3%)	15-17-32: 0	15-17-32: 6 (46%) (6%)	15-17-32: 0	15-17-32: 13
		50-59: 19 (43%) (24%)	50-59: 16 (36%) (10%)	50-59: 0	50-59: 9 (20%) (9%)	50-59: 0	50-59: 44
		60-67: 4 (3%) (5%)	60-67: 75 (55%) (47%)	60-67: 0	60-67: 57 (42%) (56%)	60-67: 0	60-67: 136
		70-89: 25 (47%) (32%)	70-89: 12 (23%) (7%)	70-89: 0	70-89: 14 (26%) (14%)	70-89: 2 (4%) (6%)	70-89: 53

NOTA: RI: recursos intangibles. DP: estrategia de diversificación de producto. DI: rstrategia de diversificación internacional o Internacionalización de la empresa. Se presentan valores medios o frecuencia según la variable y el porcentaje de casos sobre el total observado para esa variable en toda la muestra (primer porcentaje) y sobre el total del grupo que corresponda (segundo porcentaje).

FUENTE: Elaboración propia.

concentran en una zona geográfica y económicamente homogénea.

— El *grupo 2* es el más numeroso de todos, englobando 160 casos. El tamaño medio de los inversores que lo componen es levemente superior (4.678 trabajadores) al observado en el grupo anterior, pero sigue siendo notablemente inferior al resto de empresas de la muestra. Tampoco destacan por una disponibilidad superior de recursos intangibles, ya que los valores observados se sitúan por debajo de la media muestral. El nivel tecnológico es menor que en las empresas del grupo anterior (16 por 100) pero sus recursos comerciales son mayores (hay un mayor número de empresas con marcas registradas, en concreto un 12 por 100 de las empresas de este grupo), así como su experiencia organizativa (43 años). Las cuatro quintas partes de las empresas de este grupo (84 por 100) desarrollan múltiples actividades que se complementan mutuamente porque están relacionadas (diversificación de producto relacionada). Su expansión internacional es superior a las empresas del grupo anterior, no solo en número de mercados (están presentes de media en siete mercados) sino que también tienen mayor presencia en todas las áreas (excepto en Latinoamérica), aunque sigue destacando el gran porcentaje de empresas de este grupo que solo se dirigen a los mercados de la UE15. Su internacionalización es notablemente inferior a la que realizan las empresas del resto de grupos. Por último, cabe señalar que casi el 50 por 100 de los inversores proceden del sector de Finanzas, seguros y bienes raíces, y el 31 por 100 del sector de maquinaria eléctrica, electrónica y de medición.

— El *grupo 3* está formado por el menor número de casos (38 inversores europeos) mayoritariamente procedentes del sector de maquinaria eléctrica, electrónica y de medición (95 por 100). El tamaño del inversor medio es notablemente superior al de los grupos previos, con 20.713 trabajadores, pero todavía inferior al del resto de grupos. Destaca especialmente por su alto nivel tecnológico, ya que es el único grupo donde todas las empresas tienen esta característica. La disponibilidad de otros recursos intangibles se sitúa ligeramente por debajo de la media muestral. La estrategia de diversificación de producto mayoritaria es la de diversificación relacionada (61 por 100), pero destaca que en este grupo el 16 por 100 de las empresas están altamente diversificadas. En cuanto a la expansión internacional, se observa que el total de las empresas del grupo tienen filiales en más de 20 mercados geográficos, no sólo pertenecientes a la UE15, principales socios, sino también en al menos otra área geográfica. Las áreas con una mayor representación son los países BRIC, otros países asiáticos y Estados Unidos, que actualmente parecen tener unas mejores perspectivas económicas.

— El *grupo 4* es el segundo grupo más grande, incorporando a 102 inversores europeos con el mayor tamaño medio (35.087 trabajadores) de la muestra y procedentes mayoritariamente del sector de finanzas, seguros y bienes raíces. Llevan más de cinco décadas desarrollando su actividad económica, lo que les habría permitido generar una gran experiencia organizativa. También destacan porque el 20 por 100 de las empresas tienen marcas registradas, siendo el segundo grupo donde esta característica es más importante. Por el contrario, su nivel tecnológico es el más bajo de todos los grupos y muy inferior al valor medio observado para la muestra. Están altamente internacionalizadas, con presencia en 33 mercados diferentes, y una gran mayoría de ellas (entre el 69 y 98 por 100 de las empresas del grupo) tienen filiales localizadas en todas las áreas geográficas, es decir, distribuidas por todo el mundo. Así, parece que su estrategia de crecimiento es principalmente vía mercados geográficos, aunque cabe reconocer que más del 70 por 100 de las empresas siguen una estrategia de diversificación relacionada; aunque también destaca el 17 por 100 de empresas que solo desarrollan una actividad. Es decir, un poco menos del 90 por 100 de las empresas están incluidas en las categorías de menor grado de diversificación.

— El quinto y último grupo (*grupo 5*) está formado por 36 casos, convirtiéndose en el grupo más pequeño de los obtenidos. El tamaño medio de los inversores es muy grande (28.817 trabajadores) aunque inferior al obser-

vado en el grupo anterior, pero mayor en su experiencia organizativa (65 años de antigüedad). La presencia de recursos comerciales es la más alta de todos los grupos; y la de recursos tecnológicos es muy superior a la observada en todos los grupos excepto en el grupo 3. Por tanto, en conjunto, son las empresas con una mayor disponibilidad de recursos intangibles. Además, tienen la mayor diversificación de producto (principalmente no relacionada) e internacional. Al igual que ocurría en el grupo anterior, tienen filiales localizadas en todo el mundo, pero lo hacen en mayor proporción. Finalmente, cabe señalar que estos inversores proceden mayoritariamente del sector petroquímico.

5. Conclusiones

Todas las economías están preocupadas por afrontar la actual crisis económica que las está afectando notablemente. Por ello, los diferentes Gobiernos dirigen sus esfuerzos a establecer políticas económicas que favorezcan una pronta recuperación. El fomento de la entrada de IDE es una de las medidas más habituales debido a las beneficiosas consecuencias que provocan: favorecen la competitividad, aumentan el empleo y mejoran el bienestar general, entre otras.

España no es ajena a este proceso y, por ello, se han desarrollado políticas y creado instituciones dirigidas a fomentar la entrada de inversores extranjeros que puedan mejorar la actual y futura situación económica. Estas medidas junto con el atractivo del mercado español y de su entramado empresarial han favorecido que España ocupe un importante lugar como receptor de inversiones, recibiendo desde comienzo del Siglo XXI aproximadamente un 3,2 por 100 de las inversiones mundiales. Los principales inversores extranjeros proceden de los países miembros de la Unión Europea y, en concreto, de la Unión Europea de los 15. Por ello, conocerlos mejor no solo resulta de interés por sí mismo, sino que además podría servir de base para desarrollar e implantar nuevas políticas económicas más adaptadas y adecuadas para atraer a nuevos inversores.

En este artículo, aún siendo conscientes de sus limitaciones, se ha establecido como objetivo conocer y clasificar a los principales inversores europeos (UE15) de los últimos años, a través de una muestra de 414 empresas europeas que invirtieron en España en 2010.

A partir de las características observadas para el total de la muestra se puede caracterizar al inversor *medio* europeo que invierte en España como una empresa de gran tamaño (con más de 15.000 trabajadores), amplia experiencia organizativa (lleva desarrollando su actividad económica durante 46 años) y más preocupado por desarrollar recursos tecnológicos (uno de cada cuatro inversores tiene un alto nivel tecnológico) que comerciales (apenas un 15 por 100 de empresas de la muestra tienen marcas registradas). Combina una estrategia de diversificación de producto relacionada con una amplia internacionalización, aunque parece que es ésta última la que adquiere una mayor importancia. Tiene filiales en 17 mercados geográficos localizados en todo el mundo, pero Estados Unidos, los países BRIC y otros países asiáticos se erigen como los mercados de destino de las inversiones más importantes, junto con los de la UE15.

Al profundizar en el estudio de estos inversores, se ha obtenido que existen cinco tipos/grupos diferentes de inversores europeos en España, a través de los cuales se observan diferencias no solo en tamaño, sino en la disponibilidad de recursos intangibles, y sus estrategias de crecimiento, como se resume en el Cuadro 5.

La empresa media o representativa de los grupos 1 y 2 tiene un menor tamaño y escasos recursos intangibles, lo que estaría limitando su internacionalización que no solo es menor que en el resto de grupos, sino que además se concentra en los mercados de la Unión Europea de los 15. Su principal diferencia se encuentra en que la del primer grupo está especializada y la del segundo persigue una estrategia de diversificación relacionada.

La empresa representativa del grupo 3 es de un tamaño grande y combina una estrategia de diversificación de producto y de mercado. Destaca principalmente por su alto nivel tecnológico.

CUADRO 5
TIPOLOGÍA DE LOS INVERSORES EUROPEOS EN ESPAÑA: CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
Nº casos	78	160	38	102	36
Tamaño*	Muy pequeño	Muy pequeño	Grande	Muy grande	Muy grande
Recursos intangibles	Escasos	Escasos	Nivel tecnológico muy alto	Medio-alto (excepto nivel tecnológico muy bajo)	Amplios y en todos los analizados
Diversificación de producto	Especializadas	Diversificación relacionada	Diversificación relacionada	Diversificación relacionada	Diversificación no relacionada
Internacionalización	Pocos mercados y concentrados en la UE15	Pocos mercados y concentrados en la UE15	Bastantes mercados, destacando BRIC, Asia y EE UU	Gran número de mercados y presencia en todo el mundo	Mayor número de mercados y presencia en todo el mundo
Actividad económica	Servicios, distribución y transporte	Finanzas, seguros, bienes raíces y maquinaria eléctrica, electrónica y medición	Maquinaria eléctrica, electrónica y medición	Finanzas, seguros y bienes raíces	Petroquímico

NOTA: * Todas las empresas de la muestra son de gran tamaño, por lo que lo que se presenta en el cuadro se hace en comparación a las empresas de la muestra.
FUENTE: Elaboración propia.

Por último, las empresas de los grupos 4 y 5 son empresas muy grandes que destacan especialmente por su alta y extensa internacionalización. Sus diferencias principales están en que la empresa media del grupo 5 se caracteriza por tener un nivel tecnológico alto y altos recursos comerciales, a través de un mayor número de marcas registradas; y, además, por estar más diversificada, siguiendo una estrategia de diversificación no relacionada.

Referencias bibliográficas

[1] AGGARWAL, S. y RAMASWAMI, S. (1992): «Choice of Foreign Market Entry Mode: Impact of Ownership, Location and Internalization Factors», *Journal of International Business Studies*, vol. 23, nº 1, pp. 1-27.

[2] ALLEN, L. y PANTZALIS, C. (1996): «Valuation of the Operating Flexibility of Multinational Corporations», *Journal of International Business Studies*, fourth quarter, pp. 633-653.

[3] ANSOFF, H. I. (1976): La estrategia de la empresa. Ediciones Universidad de Navarra, S. A. Traducción de Corporate strategy, McGraw-Hill, 1965.

[4] BASILE, R.; GIUNTA, A. y NUGENT, J.B. (2003): "Foreign Expansion by Italian Manufacturing Firms in the Nineties: an Ordered Probit Analysis», *Review of Industrial Organization,* vol. 23, nº 1, pp. 1-24.

[5] BENITO, G.R.G. y GRIPSRUD, G. (1992): «The Expansion of Foreign Direct Investments: Discrete Rational Location Choices or a Cultural Learning Process?», *Journal of International Business Studies,* vol. 23, nº 3, pp. 461-476.

[6] BUCKLEY, P.J. y CASSON, H. (1976): The Future of the Multinational Enterprise. London: MacMillan.

[7] CAVES, R.E. (1996): Multinational Enterprise and Economic Analysis. Cambridge University Press (2.ª ed.), Cambridge.

[8] CHUNG, W.; MITCHELL, W. y YEUNG, B. (2003): «Foreign Direct Investment and Host Country Productivity: The American Automotive Component Industry in the 1980s", *Journal of International Business Studies*, nº 34, pp. 199-218.

[9] DAWLAEY, D.D.; HOFFMAN, J.J. y BROCKMAN, E.N. (2003): «Do Size and Diversification Type Matter? An Examination Of Post-Bankruptcy Outcomes», *Journal of Managerial Issues*, vol. 15, nº 4, pp. 413-429.

[10] DÍAZ, R. (2003): «Las teorías de la localización de la inversión extranjera directa: una aproximación», *Revista Galega de Economía*, vol. 12, nº 1, pp. 1-12.

[11] DIRECCIÓN GENERAL DE COMERCIO E INVERSIONES (2012): Informe: Flujos de Inversiones Exteriores Directas 2011. http://www.comercio.gob.es/es-ES/inversiones-exteriores/informes/flujos-inversion-directa/PDF/flujos-inversion-directa/EneroDiciembre2011.pdf.

[12] DRIFFIELD, N. y LOVE, J.H. (2007): «Linking Fdi Motivation and Host Economy Productivity Effects: Conceptual and Empirical Analysis», *Journal of International Business Studies*, nº 38, 460-473.

[13] DUNNING, J.H. (1973): «The Determinant of International Production», *Oxford Economic Papers*, vol. 25, nº 3, pp. 289-336.

[14] EPPLE, D.; ARGOTE, L. y DEVADAS, R. (1991): "Organizacional Learning Curves: A Method for Investigating Intra-Plant Transfer of Knowledge Adquirid Throught Learning by Doing», *Organization Science*, nº 2, pp. 58-70.

[15] GARGALLO, A. y RAMÍREZ, M. (2008): «Human Resources as Facilitators of the Adoption of Information and Communication Technologies», *International Journal of Information Technology and Management (IJITM)*, vol 7, nº 4, pp. 405-420

[16] GROSSE, R. (1988): «The Economic Impact of Foreign Direct Investment: A Case Study of Venezuela», *Management International Review*, vol. 28, nº 4, pp. 63-78.

[17] GUILLÉN, M. F. (2002): »Structural Inertia, Imitation And Foreign Expansion: South Korean Firms and Business Groups In China, 1987-95», *Academy Management Journal*, vol. 45, nº 3, pp. 509-525.

[18] HENISZ, W.J. y MACHER, J.T. (2004): «Firm –and Country– Level Trade-offs and Contingencies in the Evaluation of Foreign Investment: The Semiconductor Industry, 1994-2002", Organization Science 15, 5; pp. 537-554.

[19] HITT, M.A.; HOSKISSON, R.E. y KIM, H. (1997); «International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-Diversified Firms», *Academy of Management Journa*l, vol. 40, nº. 4, pp. 767-98.

[20] LÓPEZ-DUARTE, C. y GARCÍA-CANAL, E. (1998): «La estructura de propiedad de la inversión directa en el exterior», *Investigaciones Económicas*, vol. 22, nº 1, pp. 19-44.

[21] LÓPEZ-DUARTE, C. y GARCÍA-CANAL, E. (2007): «Stock Market Reaction to Foreign Direct Investments: Interaction between Entry Mode and FDI Attributes», *Management International Review*, vol. 47, nº 3, pp. 393,422.

[22] LU, J.W. y BEAMISH, B.W. (2001): «The Internationalization and Performance of SMEs», *Strategic Management Journal*, vol. 22, nº. 6-7, pp. 565-586.

[23] MERINO, F. y RODRÍGUEZ, D. R. (1997): «A Consistent Analysis of Diversification Decisions with Non-Observable Firm Effects», *Strategic Management Journal*, vol. 18, nº. 9, pp. 733-743.

[24] NADKARNI, S. y PÉREZ, P.D. (2007): »Prior Conditions and early and early International Commitment: the Mediatic Role of Domestic Mindset», *Journal of International Business Studies*, nº 38, pp. 160-176.

[25] PALICH, L. E.; CARDINAL, L.B. y MILLER, C.C. (2000): «Curvilinearity in the Diversification-performance Linkage: An Examination of over Three Decades of Research", *Strategic Management Journal*, vol. 21, nº 2, pp. 155.

[26] PANTZALIS, C. (2001): «Does Location Matter?: An Empirical Analysis of Geographic Scope and MNC Market Valuation», *Journal of International Business Studies*, vol. 32, núm. 1, pp. 133-155.

[27] PIERONI, L. y POMPEI, F. (2008): «Evaluating Innovation and Labour Market Relationships: the Case of Italy», *Cambridge Journal of Economics*, nº 32, pp. 325-347.

[28] PORTER, M.E. (1990): «New Global Strategies for Competitive Advantage», *Planning Review*, pp. 4-12.

[29] PORTER, M.E. (1998): «The Adam Smith Address: Location, Clusters and the "New" Microeconomics of Competition», *Business Economics*, vol. 33, nº 1, pp. 7-13.

[30] RAMÍREZ, M.; DELGADO, J. y ESPITIA, M. (2006): «La internacionalización de las empresas españolas 1993-1999: Un estudio de los factores de localización», Moneda y Crédito, Fundación Grupo Santander, pp. 167-191.

[31] SAMBHARYA, R.B. (1995): «The Combined Effect of International Diversification and Product Diversification Strategies on the Performance of Us-Based Multinational Corporations» *Management International Review,* vol. 35, nº 3, pp. 197-219,

[32] TAYLOR, C.R.; ZOU, S.; y OSLAND, G.E. (1998); «A Transaction Cost Perspective on Foreign Market Entry Strategies of US and Japanese Firms», *Thunderbird International Business Review*, vol. 40, nº 4, pp. 389.

[33] UNCTAD (2011): «World Investment Report 2011. Non-Equity Modes of International Production and Development». New York and Geneva, United Nations.

[34] ZHANG, K.H. (2001): «Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence from East Asia and Latin America». *Contemporary Economic Policy,* vol. 19, nº 2, pp. 175-185.

[35] ZHANG, K.H. (2001): «What Attracts Foreign Multinational Corporations to China?", *Contemporary Economic Policy*, vol. 19, nº 3, pp. 336-346.

Diego Prior Jiménez*
Alex Rialp-Criado*
Josep Rialp-Criado*
David Urbano Pulido*

¿SON LAS NUEVAS EMPRESAS INTERNACIONALES MÁS EFICIENTES QUE LAS DOMÉSTICAS EN UN PERÍODO DE CRISIS?

Esta investigación tiene como objetivo determinar si las nuevas empresas internacionales, establecidas en un período de crisis, son más eficientes que las nuevas empresas domésticas creadas en ese mismo período. Con esta finalidad, se aplica el Análisis Envolvente de Datos (DEA) y regresiones por cuantiles para más de 12.000 nuevas empresas españolas de diferentes industrias, creadas entre 2008 y 2010. Los resultados más relevantes sugieren que las empresas de temprana internacionalización tienen mejores niveles de eficiencia en comparación con las nuevas empresas domésticas en este período.

Palabras clave: *empresas de temprana internacionalización, nuevas empresas internacionales frente a las domésticas, eficiencia, DEA, regresión por cuantiles.*
Clasificación JEL: *D24, M16.*

1. Introducción

La internacionalización empresarial ha recibido en las últimas décadas especial atención en la literatura científica. Más concretamente, la investigación centrada en las nuevas empresas que se internacionalizan casi desde su constitución, por lo general conocidas como empresas nacidas globales (BGs) y/o nuevas empresas internacionales (NEIs)[1]. En este sentido, distintos trabajos

* Departament d'Economia de l'Empresa, Facultat d'Economia i Empresa. Universitat Autònoma de Barcelona.
Los autores agradecen el apoyo financiero de los proyectos ECO2010-16760 y ECO2010-18967 (Ministerio de Ciencia e Innovación de España), 2005SGR00858, 2009SGR00976 y 2009SGR1001 (Departamento de universidades, investigación y sociedad de la información de Catalunya).

[1] Las empresas de temprana internacionalización (RIALP *et al.*, 2005) han recibido diferentes nombres en la literatura: Nuevas Empresas Internacionales (McDOUGALL, SHANE y OVIATT, 1994 y SERVAIS y RASMUSSEN, 2002), Global Start-ups (OVIATT y McDOUGALL, 1994); Start-ups de alta tecnología (JOLLY, ALAHUTHA y JEANNET, 1992); y empresas nacidas globales (MADSEN y SERVAIS, 1997; HASHAI y ALMOR, 2004 y KNIGHT y CAVUSGIL, 2004). Reconociendo el debate actual sobre el uso de la terminología en este campo de investigación en particular (CRICK, 2009), nos referiremos a este tipo de empresas como nuevas empresas internacionales (NEIs) ya que consideramos que es su sello más característico.

han señalado un aumento en el número de empresas que se internacionalizan en las primeras etapas de su ciclo de vida. Esencialmente, se trata de empresas internacionales desde su constitución que «tratan de obtener una ventaja competitiva significativa del uso de sus recursos y las ventas de sus productos en varios países» (Oviatt y McDougall, 1994, p.49). Mientras que las PYME han tendido a seguir un patrón gradual de internacionalización, las NEIs representan un gran cambio en este patrón: estas nuevas empresas comienzan su proceso de (rápida) internacionalización mucho antes en el tiempo y, a veces, aplican múltiples modos de internacionalización de forma simultánea (Melén y Nordman, 2009).

Analizando el estado de la cuestión sobre las NEIs, es posible observar que algunos investigadores se centran en cuestiones de conceptualización (Oviatt y Mc Dougall, 1994; Knight y Cavusgil, 1996 y Madsen y Servais, 1997); otros se orientan a la identificación de sus características y en los factores que influyen en sus estrategias de mercado (Gleason, Madura, y Wiggenhorn, 2006; Knight y Cavusgil, 2004; Luostarinen y Gabrielsson, 2004 y Gabrielsson, 2005); y otros estudian la evolución seguida por estas empresas en el tiempo (Gabrielsson *et al.*, 2008 y Rialp, *et al.*, 2010; entre otros).

Del mismo modo, estudios previos sobre las NEIs indican que este tipo de empresas parecen obtener un rendimiento superior desde, o en los primeros años, de su fundación (Kocak y Abimbola, 2009). Zahra *et al.* (2000) sostienen que existe una relación positiva entre la diversidad internacional y los resultados de las nuevas empresas. También se perciben diferencias relevantes en los resultados que este tipo de empresas obtienen en los mercados internacionales (Crick, 2009). Sin embargo, a pesar de los trabajos anteriores, todavía son necesarias investigaciones más sistemáticas. En realidad, centrándonos en la literatura basada en el rendimiento, diferentes estudios han argumentado que las empresas con un mayor rendimiento son también más eficientes en el empleo de sus recursos que aquéllas que obtienen peores resultados (Riahi-Belkaoui, 1999 y Alperovych y Hübner, 2011). Por lo tanto, si las empresas que obtienen un mayor rendimiento son más eficientes, y por lo general las NEIs suelen serlo, este tipo de empresas deberían ser más eficientes que las nuevas empresas domésticas (NEDs), entendiendo por NEDs las que no se internacionalizan desde su constitución o, en otras palabras, aquellas empresas que solo se centran en el mercado nacional o las que, siendo nacionales, podrían seguir un patrón gradual de internacionalización en el futuro.

Así pues, el objetivo principal de la presente investigación es determinar si las NEIs establecidas en un período de crisis son más eficientes que las NEDs creadas en ese mismo período. Con esta finalidad, se aplica el Análisis Envolvente de Datos (DEA) y regresiones por cuantiles para más de 12.000 nuevas empresas españolas de diferentes industrias creadas entre 2008 y 2010. Los resultados más relevantes sugieren que, en el periodo analizado, las empresas de temprana internacionalización tienen mejores niveles de eficiencia que las nuevas empresas domésticas.

Este estudio contribuye tanto al conocimiento sobre las NEIs como a su eficiencia. Mientras que los perfiles de las NEIs y las NEDs ya han sido comparados anteriormente (Spence *et al.*, 2011), no existe una evidencia clara sobre el diferencial de eficiencia de las NEIs. En este sentido, los resultados obtenidos podrían reforzar el hecho de que las NEIs obtengan mejores resultados que las empresas centradas en su mercado nacional o, eventualmente, las que siguen un enfoque gradual en su internacionalización. Por lo tanto, esta investigación responde a la necesidad de analizar con mayor profundidad los aspectos críticos en el proceso de internacionalización de las nuevas empresas (Liesch *et al.*, 2007).

En cuanto a la estructura, posteriormente a esta introducción, el trabajo presenta los siguientes apartados: el segundo resume la investigación realizada sobre NEIs y la eficiencia, y presenta las principales hipótesis de la investigación. La metodología utilizada se define en el apartado tercero, seguido por la descripción del análisis empírico en el cuarto. Por último, se resumen las princi-

pales conclusiones e implicaciones en el quinto apartado, que también contiene algunas sugerencias para futuros estudios.

2. Revisión de la literatura e hipótesis

Nuevas empresas internacionales (NEIs)

La literatura sobre internacionalización se ha caracterizado en las últimas décadas por un enorme crecimiento, tanto en los estudios relacionados con la internacionalización en general como con el fenómeno de la temprana internacionalización en particular. Por ejemplo, un repaso rápido a las revistas más importantes de la base de datos Econlit permite ver que, para las últimas cuatro décadas, el número de artículos relacionados con la internacionalización alcanza la cifra de 1.441, siendo la mayoría (un 65 por 100) publicados durante los últimos ocho años.

En la década de los años setenta y ochenta, los estudios sobre la internacionalización se basaban en la teoría del proceso de internacionalización, o el conocido modelo de Uppsala (Johanson y Vahlne, 1977). A mediados de la década de los años noventa, el énfasis se puso cada vez más en el proceso de temprana internacionalización, en el que el concepto de BGs comenzó a emerger. El estudio de McKinsey (1993) sobre BGs mostró cómo nuevas empresas australianas podrían caracterizarse por las operaciones que hacían en el extranjero, ya desde el momento de su fundación.

A continuación, se presenta un breve resumen de la literatura sobre NEIs o BGs, considerando las principales temáticas analizadas (características de las NEIs, factores relacionados con su proceso de internacionalización, enfoques teóricos más relevantes que se aproximan al fenómeno de las NEIs y antecedentes de su desempeño y sus consecuencias).

Con la aparición de las NEIs, algunos investigadores consideran que los modelos tradicionales de internacionalización se han vuelto algo obsoletos. Estas empresas, que se internacionalizan muy pronto en su evolución, están muy presentes en la mayoría de las economías, especialmente en los mercados más pequeños, los mercados saturados y los mercados desarrollados (Knudsen y Madsen, 2002). El análisis sobre la literatura centrada en las NEIs señala que tres son las características dominantes en el pensamiento existente sobre ellas: *i)* las NEIs comienzan a operar en los mercados internacionales durante los tres primeros años de funcionamiento (Oviatt y McDougall, 1994 y Luostarinen y Gabrielsson, 2004); *ii)* las NEIs exportan, de manera estable, al menos el 25 por 100 de sus ventas a los mercados extranjeros (Knight y Cavusgil, 1996; Knight, 1997 y Servais *et al.*, 2007); *iii)* las NEIs son principalmente empresas medianas y pequeñas (Rennie, 1993; Oystein y Servais, 2002 y Rialp *et al.*, 2005).

Asimismo, cuando se comparan las NEIs con las empresas que siguen un patrón gradual de internacionalización, es posible observar algunas diferencias interesantes (Cuadro 1). Para las NEIs, el mercado interno no suele ser el más relevante y, a veces, ni siquiera es el primero al que se dirigen. Del mismo modo, el/los fundador/es tiene/n alguna/s experiencias previas de internacionalización; por lo tanto, pueden dirigirse a muchos mercados extranjeros al mismo tiempo, en lugar de acercarse a ellos de forma consecutiva y, curiosamente, para estas empresas el concepto de distancia física es irrelevante. Otra característica importante de las NEIs es el ritmo acelerado de internacionalización y el uso esencial de las tecnologías de la información y la comunicación. Por el contrario, para las empresas que siguen un patrón gradual de internacionalización, el uso de este tipo de tecnologías no es tan relevante, y la evolución de las capacidades de la empresa se puede describir atendiendo al escenario internacional en el que se encuentran. En cuanto al empleo de redes, Chetty y Campbell-Hunt (2004) creen que «la diferencia clave entre las NEIs y las empresas que siguen un patrón tradicional de internacionalización, por lo que al uso de redes se refiere, no se encuentra tanto en su uso, que es común en ambos casos, sino en la rapidez y el alcance de las redes desarrolladas por las NEIs» (Chetty y Campell-Hunt, 2004, p.75).

CUADRO 1

DIFERENCIAS ENTRE EMPRESAS QUE SIGUEN UN PATRÓN TRADICIONAL DE INTERNACIONALIZACIÓN Y LAS NUEVAS EMPRESAS INTERNACIONALES (NEIs)

Atributos de la internacionalización	Tradicionales	NEIs
Mercado doméstico	Desarrollado primero	Irrelevante
Experiencia de internacionalización previa	No esperada	Fundador con experiencia
Extensión de la internacionalización	En serie	Muchos mercados a la vez
Ritmo de internacionalización	Gradual	Rápido
Distancia física	Importante	No importante
Uso de las tecnologías de la información y la comunicación	No es central para la internacionalización	Importante
Empleo de las redes de socios empresariales	Gradual	Rápido
Tiempo transcurrido hasta internacionalizarse	Mucho (internacionalización lenta)	Muy poco (internacionalización muy rápida)

FUENTE: Adaptado de CHETTY y CAMPBELL-HUNT (2004).

Curiosamente, estudios seminales sobre las NEIs concluyen que estas empresas no responden a los retos de la globalización del mercado de una manera pasiva, actuando como vendedor de empresas extranjeras en sus mercados nacionales, sino que operan de manera proactiva, cuando aparecen las oportunidades para la adquisición de recursos y la venta de productos en cualquier lugar del mundo (McDougall y Oviatt, 1997).

Por otro lado, la literatura ha identificado numerosos factores que influyen en el proceso de internacionalización de las NEIs. Entre ellos, es posible enumerar el conocimiento del mercado, la innovación y la tecnología, el papel de los directivos y las condiciones de financiación. En cuanto al conocimiento del mercado, la tendencia es promover el conocimiento de mercados externos, útil para el desarrollo de su proceso de internacionalización a un ritmo más rápido. Asimismo, la búsqueda activa de conocimiento acerca de los mercados internacionales, clientes potenciales y competidores, y solventar problemas operativos más allá de las fronteras nacionales, permiten a estas empresas mejorar su capacidad de aprender, mientras logran una mayor orientación emprendedora (Knight, Madsen y Servais, 2004; Rialp, Rialp y Knight, 2005 y Shook, Priem y McGee, 2003).

Uno de los factores que, según la literatura especializada, afecta al proceso de internacionalización de estas empresas es su nivel de innovación y desarrollo tecnológico. Las empresas innovadoras desarrollan sus propios conocimientos y capacidades que constituyen fuentes de ventaja competitiva. Las empresas más jóvenes son más flexibles, están menos burocratizadas y, en general, poseen las condiciones internas que impulsan la innovación (Knight y Cavusgil, 2004). En este sentido, se ha demostrado que las NEIs operan en mercados dinámicos, donde las condiciones cambian rápidamente, obligándoles a adaptarse rápidamente a las nuevas condiciones del mercado externo y, en consecuencia, forzándolas a innovar (Zhara, Duane y Hitt, 2000; Freeman, Edwards y Schroder, 2006 y Zhang y Dodgson, 2007).

En cuanto a los directores y fundadores de las NEIs, se observa que éstos han acumulado experiencia internacional y competencias durante sus experiencias de

trabajo previas (Moen, 2002). Algunas de las capacidades de los directivos y fundadores que influyen en su rápido proceso de internacionalización son: sus experiencias de trabajo internacional, el conocimiento de idiomas extranjeros, la educación internacional, y su comprensión de los riesgos de tipo de cambio y de la comunicación y los desafíos culturales. Todos ellos han sido reconocidos por la literatura como requisitos para tener éxito en la expansión a los mercados extranjeros (Oviatt y McDougall, 1995; Madsen y Servais, 1997; Reuber y Fisher, 2002). Rialp, Rialp y Knight (2005) señalan diversos factores que facilitan la expansión de las empresas de rápida internacionalización, entre los cuales el rol de los directivos es de suma importancia. Más concretamente, señalan los siguientes aspectos: 1) gerente o fundadores con una visión global, combinada con experiencia en negocios internacionales; 2) directivos con un alto nivel de conocimiento global; 3) un fuerte compromiso de la dirección; 4) una amplia aplicación de redes personales y de negocios; 5) gran conocimiento y compromiso con los mercados; 6) activos intangibles únicos dentro de la empresa basados en la gestión del conocimiento; 7) la generación de ofertas de alto valor añadido, liderando productos tecnológicos de alta calidad; 8) estar centrados en una estrategia de nicho global que extiende el mercado a numerosos países; 9) importante papel de la orientación al cliente y una estrecha relación con el cliente: y 10) la flexibilidad para adaptarse a los rápidos cambios de las condiciones externas, especialmente en los mercados extranjeros.

Sin embargo, no deberíamos olvidar que las NEIs a menudo se enfrentan a limitados recursos financieros para financiar y apoyar las necesidades de un rápido crecimiento. Estas empresas pueden elegir entre fortalecer sus recursos internos o cooperar con socios externos (Luostarinen y Gabrielsson, 2004). Fortalecer el uso de recursos financieros que provienen de socios externos, tales como *business angels*, empresas de capital riesgo e inversores estratégicos con experiencia en sectores específicos, ha demostrado tener efectos positivos al proporcionar fuentes de financiación (Gabrielsson, Sasi y Darling, 2004). Sin embargo, los gerentes de las NEIs tienen que seleccionar las ayudas financieras cuyas características coincidan con la visión y las estrategias de la empresa para evitar posibles consecuencias negativas (Laanti, Gabrielsson y Gabrielsson, 2007; Kocak y Abimbola, 2009).

En cuanto a las teorías habitualmente utilizadas en la investigación sobre NEIs, destaca la combinación e integración de diferentes perspectivas teóricas, por ejemplo, el modelo de Uppsala, el enfoque de redes y el enfoque de la temprana internacionalización (Madsen y Servais, 1997; Moen 2002; Andersson y Wictor, 2003; Gabrielsson y Kirpalani, 2004; Nordman y Melén 2008; Styles y Genua, 2008 y Freeman, Hutchings, Lazaris y Zyngier, 2010). De hecho, según nuestro análisis de la literatura, hay por lo menos seis enfoques conceptuales relacionados con las NEIs (Cuadro 2). En este sentido, algunos autores han considerado la influencia de las capacidades dinámicas en la internacionalización de estas empresas (Weerawardena, Mort, Liesch y Knight, 2007) y algunos estudios han incorporado la visión basada en el conocimiento, lo que implica la combinación de adquisición de conocimientos y compromiso de recursos (Grant, 1996).

De acuerdo con Sharma y Blomstermo (2003), el proceso de internacionalización puede depender de las redes en las que una determinada empresa opera. Asimismo, según Rialp *et al.* (2010), el fenómeno de las NEIs se ha convertido en objeto de estudio en una amplia variedad de disciplinas como la gestión estratégica y el emprendimiento internacional (Karra *et al.*, 2008), lo que permite una mayor comprensión de su aparición, desarrollo y del proceso de toma de decisiones. Sobre la base de su estudio en pequeñas NEIs, Chetty y Campbell-Hunt (2004) enfatizan la importancia de incluir como referencia el enfoque de los recursos para explicar que estas empresas no siguen un patrón gradual de comportamiento. Sin embargo, y aunque la investigación sobre NEIs está bien desarrollada, algunos aspectos siguen estando fragmentados, por lo que se carece de una explicación teórica global (Knight y Cavusgil, 1996 y Servais y Rasmussen, 2000). Es por ello que, a pesar de que

CUADRO 2

ENFOQUES PARA ABORDAR LAS NEIs

Enfoque	Referencias
Capacidades dinámicas	Knudsen y Madsen (2002); Knight y Cavusgil (2004) y Weerawardena, Mort, Liesch y (2007).
Enfoque basado en el conocimiento	Autio *et al.* (2000); Knight y Cavusgil (2004); Nordman y Melén (2008) y Freeman, Hutchings, Lazaris y Zyngier (2010).
Redes	Hadley y Wilson (2003); Sharma y Blomstermo (2003); Freeman, Edwards y Schroder (2006); Coviello (2006); Mort y Weerawardena (2006) y Evers y Knight (2008).
Visón estratégica y/o de *marketing*	Gabrielsson (2005); Luostarinen y Gabrielsson (2006); Laanti, Gabrielsson y Gabrielsson (2007); Jantunen, Nummela, Puumalainen y Saarenketo (2008); Rialp, Galvan y Suárez (2010) y Gabrielsson y Gabrielsson (2011).
Emprendimiento internacional	Knight (2001); Fletcher (2004); Jones y Coviello (2005); Andersson y Evangelista (2006); Mathews y Zander (2007); Zhou (2007); Karra, Phillips y Tracey (2008); Kocak y Abimbola (2009) y Dib, Da Rocha y Da Silva (2010).
Teoría de recursos y capacidades	Chetty y Campbell-Hunt (2004); Knight y Cavusgil (2004); Rialp y Rialp (2006); Freeman y Cavusgil (2007) y Gassmann y Keupp (2007).

FUENTE: Elaboración propia

este campo se ha estudiado aplicando diferentes enfoques, no hay una «teoría de nuevas empresas internacionales» unificada. Rialp, Rialp y Knight (2005) enfatizaron la importancia de desarrollar teoría, constructos y marcos conceptuales para interpretar mejor la temprana y rápida internacionalización.

En cuanto a la metodología, entre los métodos de investigación más utilizados para investigar el fenómeno de las NEIs, el estudio de casos múltiples tal vez ha sido el más habitual (Madsen y Servais, 1997; Andersson y Wictor, 2003; Sullivan y Weerawardena 2006 y Styles y Genua, 2008). Sin embargo, cada vez más estudios presentan un enfoque cuantitativo utilizando la información recopilada mediante encuestas (Moen, 2002; Gabrielsson y Kirpalani, 2004 y Nordman, Rovira y Melen, 2008).

Nuestro análisis de la literatura también reveló que se ha hecho un cierto hincapié en el estudio del desempeño de las exportaciones (Kocak y Abimbola, 2009), en el desempeño organizativo (Liu y Fu, 2011), en el resultado internacional (McDougall y Oviatt, 1996 y Jantunen, Nummela, Puumalainen y Saarenketo, 2008) y en el desempeño financiero (Gleason y Wiggenhorn, 2007) asociado con las NEIs. Sin embargo, a pesar del aumento en los estudios de este tipo de empresas, «las consecuencias de los cambios para las NEIs y su rendimiento requiere más investigación» (Sharma y Blomstermo, 2003, p.750). En respuesta a esta preocupación, algunos autores han comenzado a relacionar el rendimiento de las NEIs con los efectos del *marketing* emprendedor (Kocak y Abimbola, 2009). En la presente investigación se sugiere otra dirección: examinar los niveles de eficiencia de las NEIs. El siguiente apartado define el concepto de eficiencia y presenta la mejor alternativa para medirla.

Eficiencia de la empresa

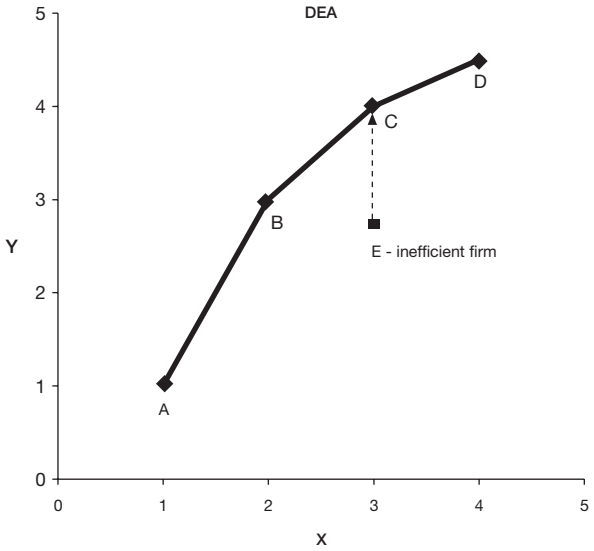
Partiendo de la moderna teoría de la de la producción, el concepto de eficiencia se deriva de las estimaciones de la productividad. Teniendo un nivel específico de productividad, las empresas tratan de desentrañar en qué medida su productividad es bastante buena en comparación con la de sus competidores. La comparación sistemática (*benchmarking*) entre la productividad de empresas competidoras en el mismo sector da lugar al concepto de eficiencia técnica. Los índices de eficiencia técnica facilitan la evaluación de la productividad porque, en lugar de considerar el *output* producido por unidad de *input* consumido, la información que se obtiene viene presentada en términos relativos. Es decir, en qué medida la productividad debe ser mejorada con el fin de alcanzar el nivel que corresponde a los que mejor desempeñan dentro de la industria.

Una vez definido el concepto de productividad y eficiencia, conviene referirse a los distintos métodos para estimar el nivel de eficiencia. Aunque recientemente ha habido avances significativos (Coelli *et al.*, 2005; Daraio y Simar, 2007 y Fried, Lovell y Schmidt, 2008), los métodos para estimar la eficiencia se pueden clasificar en dos grandes categorías: métodos paramétricos y métodos no paramétricos. Por supuesto, cada método tiene sus ventajas e inconvenientes, y el analista debe decidir el más conveniente, de acuerdo con la calidad de los datos y con los objetivos planteados.

En esta investigación se va a utilizar la versión convexa correspondiente a los métodos no paramétricos, dada su capacidad de identificar el nivel de eficiencia en las tecnologías que pueden producir varios *outputs* con el consumo de varios *inputs*. En otras palabras, se va a aplicar el Análisis Envolvente de Datos (DEA). El método DEA se ha convertido en una herramienta importante en la medición de la eficiencia. Se basa en el trabajo seminal de Farrell (1957), posteriormente desarrollado por Charnes *et al.* (1978) con rendimientos constantes a escala, y extendido posteriormente por Banker *et al.* (1984) para incluir rendimientos variables a escala.

FIGURA 1

REPRESENTACIÓN GRÁFICA DEL DEA



FUENTE: Elaboración propia

DEA es una prueba no paramétrica, basada en modelos de programación lineal, diseñada para medir el desempeño relativo de distintas unidades de decisión (*Decision Making Units*, DMUs), donde la presencia de múltiples entradas y salidas plantea dificultades para las comparaciones interempresa. DEA utiliza la relación de *inputs* y *outputs* ponderados para producir una sola medida de la productividad (eficiencia relativa). Las DMUs eficientes son aquéllas para las que no hay otra que genera tanto o más de cada *output* (con un nivel dado de consumo de *inputs*) o utiliza igual o menos de cada *input* (con un determinado nivel de *outputs*). Las DMUs eficientes tienen un índice de eficiencia de uno (o 100 por 100), mientras que las ineficientes tienen índices de eficiencia inferior a uno, pero mayor que cero en un modelo orientado al *input* (más de uno, del 100 por 100, en un modelo orientado al *output*). La eficiencia de cada empresa, por lo tanto, se mide en comparación con el resto de unidades con que compite.

La Figura 1 muestra una representación gráfica del DEA con rendimientos variables a escala. En el ejemplo,

las empresas A, B, C y D son eficientes, mientras que la E es ineficiente. En un modelo orientado al *output*, la ineficiencia está representada por la relación (0C/0E)>1.

Una característica importante del DEA es que construye una frontera que comprende a todas las unidades eficientes, lo que siempre permitirá realizar comparaciones con los mejores. Por el contrario, los modelos de regresión, aunque cuantitativamente robustos, proporcionan información del «promedio». Por otra parte, el DEA ofrece posibilidades adicionales al estimar las holguras de cada *input* y *output*, lo que da la cantidad de *input* (*output*) que debe reducir (aumentar) para que la DMU sea eficiente, tomando como referencia su *peer* más cercano en la frontera eficiente. Desde una perspectiva empresarial, esto es particularmente útil, ya que ofrece posibles referencias para aumentar la eficiencia, algo que no se encuentra en los modelos de regresión.

Hipótesis

La investigación sobre resultados ha demostrado la relación positiva y significativa que existe entre la productividad y las ratios de rentabilidad (Alperovych y Hübner, 2011). Riahi-Belkaoui (1999) también ha demostrado el papel de la productividad en la predicción de la rentabilidad futura. Sin embargo, los índices de productividad presentan algunas limitaciones debido a su naturaleza unidimensional. Como es bien sabido, en las empresas modernas la producción de varios *outputs* con el consumo de varios *inputs* requiere de métodos más desarrollados para cuantificar los niveles de productividad.

Por lo tanto, en lugar de hablar de la productividad es conveniente referirse a la eficiencia de las empresas como una medida multidimensional. En otras palabras, los indicadores unidimensionales no son capaces de manejar el carácter multidimensional del proceso de producción (muchos *inputs* y *outputs*), que, justamente, es la característica dominante en la mayoría de los sectores industriales. Desde nuestro punto de vista, la investigación sobre el rendimiento podría beneficiarse de los estudios de eficiencia y de sus avances en la medición del resultado. Anteriormente nos hemos referido a las empresas más eficientes como aquellas que obtienen el mayor nivel de *output* con el mínimo consumo de *inputs*. De hecho, como ya se ha indicado, las DMUs eficientes son aquellas para las que ninguna otra genera tanto o más de cada *ouput* (con un nivel de *inputs* dado) o utiliza tan poco o menos de cada *input* (con un determinado nivel de *outputs*). De esta manera, una buena eficiencia en todas las tareas operativas que las empresas tienen que desarrollar debería llevarlas a lograr un mejor resultado. Por lo tanto, teniendo en cuenta la definición de la eficiencia, la primera hipótesis que se analizará en este artículo es la siguiente:

H1: Las empresas más eficientes obtienen mejores ratios de rentabilidad.

De nuestra revisión de la literatura sobre NEIs, aparece un reto significativo para las teorías más tradicionales sobre internacionalización (Knight *et al.*, 2004). Este reto se debe al hecho de que la internacionalización de las NEIs ocurre poco después del establecimiento de la empresa, con unas ventas iniciales al exterior destinadas a numerosos mercados al mismo tiempo, sin la presencia de fases progresivas y con mercados de destino que muestran, en algunos casos, una importante distancia física con respecto al mercado doméstico. Además, la forma inicial de entrada en los mercados extranjeros no es fija (hay varios tipos, incluyendo la exportación, las licencias, las empresas conjuntas, la inversión extranjera directa) y, por último, la mayoría de las empresas consideradas NEIs muestran altos niveles de orientación emprendedora internacional. Del mismo modo, el desarrollo teórico de la literatura en emprendimiento internacional hace hincapié en cómo y por qué la dinámica de la internacionalización de las empresas nacidas globales suele dar lugar a un rendimiento superior (Knight y Cavusgil, 2004 y Oviatt y McDougall, 2005).

A menudo se argumenta que la creación de capacidad en la NEIs está impulsada por propietarios-gerentes emprendedores con experiencia, con redes personales (Laanti *et al.*, 2007) y con una mentalidad global (Weerawardena *et al.*, 2007). También pueden tener una impor-

tante experiencia internacional antes de establecer sus empresas, y el empleo de dicha experiencia suele ser un factor importante para el desarrollo de su temprana internacionalización (Nordman y Melen, 2008). En este sentido, McDougall *et al*., (1994) enfatizaron que las NEIs pueden internacionalizarse desde su constitución porque sus fundadores poseen una gran variedad de competencias. Zahra *et al*. (2000) también destacaron la importancia de la experiencia internacional y del aprendizaje por operar internacionalmente para el desarrollo de competencias de las NEIs, así como el logro de un mayor resultado. Por lo tanto, y atendiendo a los factores mencionados, podría plantearse la siguiente hipótesis:

H2: Las NEIs obtienen mejores resultados que las NEDs

Además, si las empresas que obtienen un resultado más alto son teóricamente más eficientes, y las NEIs obtienen un mayor resultado que las nuevas empresas domésticas (NEDs), entonces las NEIs deberían ser más eficientes que las NEDs, entendiendo por NEDs las empresas centradas únicamente en el mercado nacional y aquellas que potencialmente seguirían un enfoque de internacionalización gradual en el futuro. Desde nuestro punto de vista, si competir en el mercado doméstico es un reto que algunas empresas no consiguen superar, para competir con éxito en diferentes mercados internacionales es necesario ser más eficiente, si cabe, en todas las tareas. Por lo tanto, se propone la última hipótesis que luego será contrastada:

H3: La eficiencia incrementa significativamente para las NEIS versus las NEDs.

3. Metodología

Base de datos y definición de las variables

Según las estadísticas oficiales (Registro Mercantil Central), entre los años 2008 y 2010 en España se crearon 252.464 empresas. Este fue el punto de partida de nuestro trabajo. Para obtener la información con que cumplir el propósito de esta investigación, se accedió a toda la información en Sabi[2] para las pymes españolas constituidas entre 2008 y 2010. Puesto que nuestra intención era seleccionar aquellos sectores aceptables para el análisis de la eficiencia y tener suficientes empresas con una temprana orientación a las exportaciones, se definió el siguiente esquema para seleccionar las empresas que participarían en el estudio:

a) Las actividades económicas que se tuvieron en cuenta eran aquellas representadas por los sectores de dos dígitos con más de diez nuevas empresas con operaciones en los mercados extranjeros. Del total, los sectores que cumplen este requisito contenían 24.142 empresas.

b) Las empresas que no tenían información de las variables básicas para utilizar el DEA fueron eliminadas. Para aplicar el DEA se necesitaba como mínimo una variable *ouput* (y, en este artículo, la cifra neta de ventas) y uno o más *inputs* (en este artículo se consideraron tres: x_1, los costes de material; x_2, el coste de los empleados y x_3, el total de activos).

c) Puesto que el DEA es un método basado en las diferencias extremas, es crucial controlar la presencia de valores extremos o *outliers* (esto en la literatura específica se conoce como la detección de valores atípicos). Para ello, se estimaron tres ratios de productividad parcial (y/x1; y/x2; y/x3). A continuación, se calcularon los deciles correspondientes a las posiciones 2,5 y 97,5 y se eliminaron aquellas empresas que tenían valores por encima o por debajo de dichos límites.

Una vez concluido este proceso, 12.271 nuevas empresas pertenecientes a 26 sectores constituían la muestra ya depurada. Estas empresas fueron fundadas entre 2008 y 2009. A continuación, utilizando la información disponible para el año 2010 relativa a sus actividades internacionales,

[2] SABI (*Sistema de Análisis de Balances Ibéricos*) es una base de datos que contiene información general y los estados financieros de más de 1.200.000 de empresas españolas.

CUADRO 3

DEFINICIÓN E INFORMACIÓN DESCRIPTIVA DE LAS VARIABLES

Variable	Definición	INV=1	INV=0
INV	Variable binaria que toma valor 1 para las NEIs y 0 para las NEDs.	151	12120
Variables de control			
Birth	Variable binaria con valor 1 para las empresas constituidas en 2008 y 0 para las constituidas en 2009	0,690	0,462
Size	Logaritmo de los activos	4,667353	1,285506
CNAE	Clasificación nacional de actividades económicas.	Ver Anexo	

FUENTE: Elaboración propia.

fue posible identificarlas como NEIs o, alternativamente, como NEDs. Más concretamente, 151 empresas podrían ser caracterizadas como empresas muy orientadas hacia los mercados extranjeros antes de que pasaran tres años de su constitución (en el apéndice se presenta un resumen de la configuración sectorial de la muestra).

Además del hecho de ser (o no) NEI como variable explicativa, se consideran tres variables de control: la edad de la empresa, su tamaño (a través del logaritmo natural de los activos) y el sector al que pertenece. El Cuadro 3 proporciona la definición de las variables y la información de carácter descriptivo.

Cálculo de las puntuaciones de eficiencia (DEA)

Al estimar las puntuaciones de eficiencia con el DEA, hay dos decisiones que adoptar: en primer lugar, la orientación del modelo y, en segundo lugar, la tecnología de referencia. Para el primero, ya que se está evaluando la eficiencia de las empresas jóvenes en sus primeros dos años de existencia, la orientación al *output* parece la forma más conveniente para aumentar la utilización de la capacidad instalada. En cuanto a la elección tecnológica, debido a que pueden existir diferencias importantes en el tamaño de las empresas, los rendimientos variables a escala configuran el supuesto tecnológico más aceptable.

Vamos a plantear el problema de maximización, suponiendo que tenemos k unidades de decisión, cada una de las cuales consume cantidades diferentes de N *inputs* para producir el *output*. El problema de programación lineal que el DEA utiliza para determinar el coeficiente de eficiencia orientado al *output* y con rendimientos variables de escala (VRS), es:

$$
\begin{aligned}
&\textit{Max } \beta, \\
&\textit{sometido a}: \\
&\qquad -\beta \cdot y_0 + \sum_{i=1}^{k} z_i y_i \geq 0, \\
&\qquad x_{n0} - \sum_{i=1}^{k} z_i x_{ni} \geq 0, \qquad n=1,\ldots,N \\
&\qquad \sum_{i=1}^{k} z_i = 1, \\
&\qquad z_i \geq 0.
\end{aligned}
$$

donde:

β es el coeficiente de eficiencia orientado al *output*,

x_{ni}, representa la cantidad de *input n* consumidos por la DMUi,

y_i representa la cantidad de *output* generado por DMUi

x_{no} representa la cantidad de *input n* utilizada por la unidad observada en el análisis (DMU_o),

y_o representa la cantidad de *output m* producida por la unidad observada en el análisis (DMU_o),

z_i simboliza los niveles de actividad asociados con *inputs* y *outputs* de la DMU i.

Nótese que la restricción $\sum_{i=1}^{k} z_i=1$ corresponde al modelo de rendimientos variables a escala (VRS). Esta restricción adicional hace que una empresa se compare con aquellas de tamaño similar. El análisis DEA con rendimientos constantes a escala (CRS) se obtiene eliminando esta restricción de convexidad, y una DMU puede compararse con otras DMUs que pueden ser sustancialmente mayores o menores.

El cálculo de los índices de eficiencia implica resolver un problema de programación lineal para cada DMU. Los valores de los coeficientes de eficiencia obtenidos por este modelo son iguales a uno (para las empresas eficientes) o mayores que uno (para las empresas ineficientes).

4. Análisis y resultados

Una vez obtenidos los índices de eficiencia, probamos cómo el hecho de ser NEI afecta a la eficiencia. Para hacerlo, hemos desarrollado tres pasos, cada uno vinculado a una de las tres hipótesis de investigación, y aplicando la regresión por cuantiles (Koenker y Bassett, 1978; Koenker, 2001).

En relación con la regresión por cuantiles, sus ventajas se han destacado en muchos trabajos, tales como Coad y Rao (2008), Coad y Hölzl (2009) o Reichstein *et al.* (2010), entre otros. La principal aportación de esta metodología es que no se considera un efecto promedio, como cuando se trabaja por mínimos cuadrados ordinarios (MCO), sino que la estimación se lleva a cabo en diferentes puntos (cuantiles) de la distribución. Esto enriquece el análisis considerablemente, ya que podría darse el caso de que el efecto de una variable explicativa no fuera significativo si se estimara por MCO, pero, sin embargo, que fuera significativo en ciertos cuantiles. En otras palabras, aunque el efecto de una variable dada, en promedio, en el nivel de eficiencia no fuera significativo, podría serlo, por ejemplo, para las observaciones más eficientes.

Asimismo, otra ventaja adicional del uso de regresión por cuantiles es que los estimadores son más robustos ante la ausencia de ciertos supuestos que deben observarse en la estimación por MCO, tales como la ausencia de normalidad de los errores o las relaciones de dependencia entre los coeficientes de eficiencia, ya que se han obtenido a través de problemas de programación lineal. En el contexto del DEA, este problema se ha destacado y se han propuesto diferentes soluciones (Simar y Wilson, 2007; Balaguer-Coll *et al.*, 2007 e Illueca *et al.*, 2009; o, más recientemente, Simar y Wilson, 2011). En relación con un modelo estándar estimado por MCO, la regresión por cuantiles requiere especificar el cuantil τ (donde, por ejemplo, τ=0,5 corresponde a la mediana) de la distribución condicional de la variable de interés (en este caso, el índice de eficiencia), considerando éste como una función lineal de las variables independientes.

Como se ha mencionado anteriormente, los tres pasos a seguir para poner a prueba las hipótesis fueron: 1) primero se aplicó una regresión por cuantiles[3] para determinar si las empresas más eficientes de hecho obtienen un mayor resultado que las menos eficientes, 2) una segunda regresión por cuantiles hizo posible comprobar si las NEIs logran un mayor rendimiento que las NEDs y, finalmente, 3) una tercera regresión por cuantiles permitió determinar si la eficiencia se incrementa significativamente para las NEIs en comparación con las NEDs.

Los coeficientes estimados para el índice de eficiencia en las tres primeras columnas del Cuadro 4, (todos negativos y significativos) permiten confirmar la primera hipótesis (las empresas más eficientes son los que obtienen mayores ratios de rentabilidad) en cualquier cuantil: así, las empresas más eficientes obtienen mejores resultados que las menos eficientes. No deberíamos olvidar que hemos aplicado una orientación al *output*, por lo que cuanto menor sea el índice de eficiencia (más cercano a uno), más eficiente es la empresa. En nuestro caso, el signo negativo indica que, cuanto mayor es el

[3] Se utilizaron métodos de *boostrapping* para estimar los coeficientes de la regresión por cuantiles, por lo que en cierta forma se supera la limitación asociada al número de NEIs al realizarse remuestreos y obtener el coeficiente robusto y el intervalo de confianza.

CUADRO 4

DETERMINANTES DE LA EFICIENCIA APLICANDO REGRESIÓN POR CUANTILES

Variables	ROA			ROA			Efficiency Score		
	q25 (1)	Q50 (2)	q75 (3)	q25 (4)	q50 (5)	q75 (6)	Q25 (7)	q50 (8)	q75 (9)
Efficiency score	-0,0433***	-0,0327 ***	-0,0227 ***	–	–	–	–	–	–
	(0,0047)	(0,0029)	(0,0028)	–	–	–	–	–	–
INV	–	–	–	-0,0598*	0,0019	0,0279**	-0,1759***	-0,1936***	-0,2869***
	–	–	–	(0,0361)	(0,0098)	(0,0129)	(0,0263)	(0,0401)	(0,0763)
Birth	-0,0239***	-0,0050*	0,0045**	-0,0346***	0,0009	0,0094***	-0,0948***	-0,1595***	-0,2267***
	(0,0079)	(0,0026)	(0,0022)	(0,0072)	(0,0036)	(0,0025)	(0,0227)	(0,0252)	(0,0345)
Lntasset	0,0672***	0,0153***	0,0037**	0,0793***	0,0184***	0,0064***	-0,0197***	-0,0580***	-0,0723***
	(0,0047)	(0,0021)	(0,0016)	(0,0038)	(0,0018)	(0,0013)	(0,0072)	(0,0074)	(0,0116)
CNAE (i)									
Pseudo R2	0,0824	0,0318	0,0227	0,0703	0,0154	0,0062	0,0828	0,1166	0,1393

NOTAS: ***sig. < 0.01; **sig. < 0.05; * sig. < 0.1. (i) Los coeficientes para las *dummies* del sector no se han incluido en el cuadro por cuestiones de presentación pero están disponibles en caso de petición.

FUENTE: Elaboración propia.

coeficiente de eficiencia (DMU menos eficiente), menor será el resultado.

Del mismo modo, cuanto mayor sea la empresa mayor será el resultado (los coeficientes estimados para el tamaño son significativos y positivos en las tres primeras columnas del Cuadro 4). En relación con el efecto de la edad de la empresa (si la empresa se creó en 2008 o 2009), dicho efecto depende del cuantil: en los niveles de resultados bajos y medios, las empresas creadas en 2008 son menos rentables, sin embargo, entre las empresas de un mayor rendimiento, la edad de la empresa mejora el rendimiento. Desafortunadamente, no podemos ir más allá con los efectos de la edad de la empresa debido a que las características de la muestra no lo permite, pero creemos que este resultado está señalando una vía interesante para futuras investigaciones. En cuanto al sector, es necesario mencionar que el sector de referencia es la agricultura, y se puede observar cómo el hecho de operar en otros sectores, en lugar de hacerlo en la agricultura, afecta al ROA (y a la eficiencia) de una manera diferente dependiendo de los cuantiles.

En cuanto a la segunda hipótesis (las NEIs obtendrán mejores resultados que las NEDs), se puede apreciar que solo para aquellas empresas con un rendimiento más alto (aquéllas en el cuantil 75) el coeficiente de la variable NEI es positivo y significativo (véase la columna 6 del Cuadro 4). Sin embargo, para aquellas empresas de menores resultados (en el cuantil 25) el efecto de la variable NEI es negativo y significativo, mientras que para aquellas empresas con un resultado promedio, el efecto NEI ni siquiera es significativo. Estos resultados podrían estar indicando que las empresas que obtienen mayores resultados están explotando su eficiencia (generando mejores resultados). Del mismo modo, las empresas con peores resultados quizá necesiten más tiempo para aprovecharse de su eficiencia y así obtener un mejor resultado.

Por ejemplo, consideremos una NEI eficiente, con una baja penetración internacional, buscando los canales de venta adecuados y su posición adecuada en mercados altamente competitivos. Esta NEI no estaría explotando plenamente su condición internacional y solo podría obtener

resultados bajos. Así, el hecho de una temprana internacionalización no estaría ayudando a mejorar el resultado a corto plazo debido a que los gastos relacionados con las operaciones internacionales podrían ser superiores a los de sus competidores, básicamente interesados en el mercado interno. De todas formas, la pregunta queda abierta con respecto al resultado a largo plazo. Así que estos resultados sugieren la siguiente cuestión: ¿cuántos años necesita una NEI con resultados iniciales bajos para recoger en la cuenta de resultados las posibles ventajas de ser internacional? El supuesto detrás de esta pregunta es que obtener una posición competitiva en los mercados internacionales no es fácil y que el tiempo necesario podría no ser el mismo para todas las empresas de diferentes sectores.

Lo que está claro es que el tamaño mejora el rendimiento, hecho que refuerza los resultados relacionados con el tamaño del modelo anterior: cuanto mayor sea el tamaño de la empresa mayor será el rendimiento (los coeficientes estimados para el tamaño en las columnas 4, 5 y 6 en el Cuadro 4 son significativos y positivos). En relación al efecto de la edad de la empresa (si la empresa se creó en 2008 o 2009), éste depende de nuevo del cuantil: para las empresas en el cuantil 25 de resultados, haber sido creada en 2008 reduce la rentabilidad; sin embargo, para las empresas en el cuantil 75, la edad mejora el resultado (para las empresas en el cuantil 50, empresas de un rendimiento promedio, la edad no tiene un efecto significativo).

Por último, en relación con la tercera hipótesis (la eficiencia se incrementaría de manera significativa para las NEIs *versus* la NEDs), los coeficientes estimados para la variable que refleja el carácter de NEI en las columnas 7, 8 y 9 son significativos y negativos. Estos coeficientes permiten confirmar que, en cualquier cuantil, el hecho de ser NEI aumenta significativamente la eficiencia de la empresa.

Por lo tanto, por el hecho de ser una NEI, los índices de ineficiencia promedio decrecen y, en consecuencia, las empresas son más eficientes. Curiosamente, como ya hemos mencionado, el hecho de ser una NEI es consistentemente significativo, por lo que no importa si nos centramos en las empresas más o menos eficientes: ser una NEI siempre aumenta significativamente el índice de eficiencia. Respecto a la edad, podemos observar cómo, independientemente del cuantil, los coeficientes son negativos y significativos. Así, una mayor edad de la empresa disminuye el índice de ineficiencia (el tiempo hace que las empresas sean más eficientes). En relación al tamaño, cuanto mayor sea la empresa mayor será su eficiencia (los coeficientes estimados para el tamaño de las tres columnas son significativos y negativos).

5. Conclusiones, limitaciones y líneas futuras de investigación

Como se mencionó al inicio de este artículo, la eficiencia y la internacionalización se han desarrollado en profundidad en la literatura de gestión. Sin embargo, la conexión entre ambas no había sido considerada hasta la fecha. Precisamente, el objetivo de este artículo ha sido investigar si las empresas de temprana internacionalización son más eficientes que otro tipo de nuevas empresas creadas en un período de crisis (2008-2010). Implementando el DEA y las regresiones por cuantiles, hemos visto que las NEIs tienen mejores niveles de eficiencia y obtienen mayores resultados que las NEDs. Por lo tanto, en un período de crisis, la internacionalización temprana podría tener un impacto positivo en la eficiencia de las nuevas empresas.

Del mismo modo, considerando los resultados del análisis empírico, se han identificado dos preguntas de investigación interesantes: *i)* ¿cuál es el efecto de la edad de la empresa en su nivel de eficiencia? (nuestra muestra no nos ha permitido abordar esta cuestión en profundidad), y *ii)* ¿cuánto tiempo necesitaría una NEI con resultados bajos para reflejar en sus resultados las ventajas de haber sido internacional desde su constitución? El supuesto detrás de esta pregunta es que obtener una posición competitiva en los mercados internacionales no es una tarea fácil y el tiempo requerido podría ser diferente para empresas de diferentes sectores. Por lo tanto, para algunas empresas internacionalizarse desde su constitución tiene consecuen-

cias positivas, ya que son capaces de obtener una mayor eficiencia y resultados. Sin embargo, para otras empresas la posibilidad de traducir sus ventajas de eficiencia por ser internacional desde el inicio a resultados superiores se torna más difícil. Como ya hemos mencionado, el hecho de operar en un determinado sector puede estar también afectando a este proceso.

Tenemos que reconocer que, debido principalmente a las limitaciones de nuestra muestra, el análisis empírico no ha sido tan profundo como se hubiera deseado y el análisis longitudinal no se ha podido realizar debido al relativamente corto período de tiempo analizado. Del mismo modo, la base de datos no contiene información sobre el porcentaje de las exportaciones de la empresa, lo que supone una limitación importante de nuestra investigación porque, en realidad, no somos capaces de confirmar que las empresas consideradas como NEIs en la muestra exportan al menos el 25 por 100 de sus ventas totales de manera estable, como generalmente se establece en la literatura (Knight y Cavusgil, 2004). Estrictamente hablando, solo se sabe que se han internacionalizado rápidamente desde su constitución, pero se carece de información sobre la extensión y el alcance de su internacionalización (por tanto, no hay manera de determinar cuántas de ellas serían verdaderamente empresas globales).

Sin embargo, creemos que los resultados obtenidos representan una novedad en la literatura existente porque, aunque tanto el concepto de eficiencia como el fenómeno de la temprana internacionalización son bastante conocidos, el examen exhaustivo de la eficiencia de las empresas que actúan internacionalmente desde su constitución no se había abordado hasta este momento. Asimismo, los resultados preliminares son alentadores para desarrollar futuras investigaciones en este tema que combina la eficiencia y la internacionalización.

Referencias bibliográficas

[1] ALPEROVYCH, Y. y HÜBNER, G. (2011): Explaining Returns on Venture Capital Backed Companies: Evidence from Belgium. *Research in International Business and Finance*, vol. 25, nº 3, pp. 277-295.

[2] ANDERSSON, S. y WICTOR, I. (2003): Innovative Internationalisation in New Firms – Born Globals the Swedish Case, *Journal of International Entrepreneurship*, vol. 1, nº 3, pp. 249-76.

[3] ANDERSSON, S., & EVANGELISTA F. (2006). The Entrepreneur in the Born Global Firm in Australia and Sweden. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol. 13, nº 4, pp. 642- 659.

[4] AUTIO, E.; SAPIENZA, H.J. y ALMEIDA J.G. (2000): Effects of Age at Entry, Knowledge Intensity and Imitability on International Growth. *Academic Management Journal*, vol. 43, nº 5, pp. 909-92.

[5] BALAGUER-COLL, M.T.; PRIOR, D. y TOTOSA-AUSINA, E. (2007): On the Determinants of Local Government Performance: A Two-stage Nonparametric Approach, *European Economic Review*, vol. 51, nº 2, pp. 425-451.

[6] BANKER, R.; CHARNES, A. y COOPER, W. (1984): Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies In Data Envelopment Analysis. *Management Science*, nº 30, pp. 1078-1092.

[7] CAVUSGIL, S. y KNIGHT, G. (2004). Innovation, Organizational Capabilities and the Born-global Firm. *Journal of International Business Studies*, vol. 35, nº 2, pp. 124-141.

[8] CHARNES, A.; COOPER, W. y RHODES, E. (1978): Measuring the Efficiency of Decision Making Units. European Journal of Operational Research, nº 3, pp. 429-444.

[9] CHETTY, S. y CAMPBELL-HUNT, C. (2004): A strategic Approach to Internationalization: A Traditional versus a Born Global Approach. Journal of International Marketing,, vol. 12 nº 1, pp. 57-81.

[10] COAD, A. y RAO, R. (2008): Innovation and Firm Growth in High-tech Sectors: A Quantile Regression Approach, *Research Policy*, vol. 37, nº 4, pp. 633-648.

[11] COAD, A. y HÖLZL, W. (2009): On the Autocorrelation *of Growth Rates, Journal of Industry, Competition and Trade*, vol. 9, nº 2, pp. 139-166.

[12] COELLI, T.; PRASADA-RAO, D.S.; O'DONNELL, C.J. y BATTESE, G.E. (2005): Introduction to Efficiency and Productivity Analysis, Springer, 2nd. edition.

[13] COVIELLO N.E. (2006): The Network Dynamics of International New Ventures. *Journal of International Business Studies*, vol. 37, nº 5, pp. 713-731.

[14] CRICK, D. (2009). The Internationalization of Born Globals and International New Ventures SMEs, *International Marketing Review*, vol. 26, nº 4/5, pp. 453-476.

[15] DARAIO, C. y SIMAR, L. (2007): Advanced Robust and Nonparametric Methods in Efficiency Analysis. *Methodology and applications*, Springer.

[16] DIB, L.A.; DA ROCHA, A. y DA SILVA, J.F. (2010): The Internationalization Process of Brazilian Software Firms and the Born Global Phenomenon: Examining Firm, Network, and Entrepreneur Variables. *Journal of International Entrepreneurship,* vol. 8, nº 3, 233-253.

[17] EVERS, N. y KNIGHT, J. (2008): Trade Shows and Small Firm Internationalization: A Network Perspective. *International Marketing Review*, vol. 25, nº 5, pp. 544-562.

[18] FARRELL, M.J. (1957): The Measurement of Productive Efficiency. *Journal of the Royal Statistical Society*, Series A, General, nº 120, pp. 253-281.

[19] FLETCHER, D. (2004): International Entrepreneurship and the Small Business. *Entrepreneurship and Regional Development*, vol. 16, nº 4, pp. 289-305.

[20] FREEMAN, S. y CAVUSGIL, S.T. (2007): Toward a Typology of Commitment States Among Managers of Born-global Firms: A Study of Accelerated Internationalization. *Journal of International Marketing*, vol. 15, nº 4, pp. 1-40.

[21] FREEMAN, S.; EDWARDS, R. y SCHRODER, B. (2006): How Smaller Born-global Firms Use Networks and Alliances to Overcome Constraints to Rapid Internationalization. *Journal of International Marketing*, vol. 14, nº 3, pp. 33-63.

[22] FREEMAN, S.; HUTCHINGS, K.; LAZARIS, M. y ZYNGIER, S (2010): A Model of Rapid Knowledge Development: The Smaller Born-global Firm. *International Business Review,* vol. 19, nº 1, pp. 70-84.

[23] FRIED, H.O.; LOVELL, C.A.K. y SCHMIDT, S.S. (2008): The Measurement of Productive Efficiency and Productivity Growth, Oxford University Press.

[24] GABRIELSSON, M. (2005): Branding Strategies of Born *Globals. Journal of International Entrepreneurship*, vol. 3, nº 3, pp. 199-222.

[25] GABRIELSSON, M. y KIRPALANI, M. (2004): Born Globals: How to Reach New Business Space Rapidly. *International Business Review*, vol. 13 nº 5, pp. 555-571.

[26] GABRIELSSON, M. y PELKONEN, T. (2008): Born Internationals: Market Expansion and Business Operation Mode Strategies in the Digital Media Field. *Journal of International Entrepreneurship*, vol. 6, nº 2, pp. 49-71.

[27] GABRIELSSON, M. y GABRIELSSON, P. (2011): Internet-based Sales Channel Strategies of Born Global Firms. *International Business Review*, vol. 20, nº 1, pp. 88-99.

[28] GABRIELSSON, M.; SASI, V. y DARLING, J. (2004): Finance Strategies of Rapidly-growing Finnish SMEs: Born Internationals and Born Globals. *European Business Review*, vol. 16, nº 6, pp. 590-604.

[29] GABRIELSSON, M.: KIRPALANI, V.H.M.; DIMITRATOS, P.; SOLBERG, C.A. y ZUCCHELLA, A. (2008): Born Globals: Propositions to Help Advance the Theory. *International Business Review*, vol. 17, nº 4, pp. 385-401.

[30] GASSMANN, O. y KEUPP, M.M. (2007): The Competitive Advantage of Early and Rapidly Internationalising SMEs in the Biotechnology Industry: A Knowledge-based View. *Journal of World Business*, 42 (3), 350-366.

[31] GLEASON, K. y WIGGENHOM, J. (2007): Born Globals, the Choice of Globalization Strategy, and the Market's Perception of Performance. *Journal of World Business*, vol. 42, nº 3, pp. 322-335.

[32] GLEASON K.; MADURA, J. y WIGGENHORN, J. (2006): Operating Characteristics, Risk, and Performance of Born-global Firms. *International Journal of Managerial Finance*, vol. 2, nº 2, pp. 96-120.

[33] GRANT, R. (1996): Toward a Knowledge-based Theory of the Firm. *Strategic Management Journal*, nº 17, pp. 109-122.

[34] HADLEY, R. D. y WILSON H.I.M. (2003): The Network Model of Internationalization and Experiential Knowledge. *International Business Review*, vol. 12, nº6, pp.697-71.

[35] HASHAI, N. y ALMOR, T. (2004): Gradually Internationalizing Born Global Firms: An Oxymoron?, *International Business Review*, nº 13, pp. 465-483.

[36] ILLUECA, M.; PASTOR, J.M. y TORTOSA-AUSINA, E. (2009): The Effects of Geographic Expansion on the Productivity of Spanish Savings Banks, *Journal of Productivity Analysis*, vol. 32, nº 2, pp. 119-143.

[37] JANTUNEN, A.; NUMMELA, N.; PUUMALAINEN, K. y SAARENKETO, S. (2008): Strategic Orientations of Born Globals Do they really matter?. *Journal of World Business*, vol. 43, nº 2, pp. 158-170.

[38] JOHANSON J. y VAHLNE J. (1977): The Internationalization Process of the Firm - A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, nº 8, p. 23-32.

[39] JONES, M.V. y COVIELLO, N.E. (2005): Internationalisation: Conceptualising an Entrepreneurial Process of Behaviour in Time. *Journal of International Business Studies*, vol. 36, nº 3, pp. 284-303.

[40] KARRA, N.; PHILLIPS, N. y TRACEY, P. (2008). Building the Born Global Firm. Developing Entrepreneurial Capabilities for International New Venture Success. *Long Range Planning*, vol. 41, nº 4, pp. 440-458.

[41] KIRCA, A.; JAYACHANDRAN, S. y BEARDEN W. (2005): Market Orientation: A Meta-analytic review and Assessment of its Antecedents and Impact on Performance. *Journal of Marketing*, nº 69, pp. 24-41.

[42] KNIGHT, G.A. (1997): Firm Orientation and Strategy under Regional Market Integration. *International Executive*, vol. 39, nº 3, pp. 351-374.

[43] KNIGHT, G.A. (2001): Entrepreneurship and Strategy in the International SME. *Journal of International Management*, nº 7, pp. 155-171.

[44] KNIGHT, G. y CAVUSGIL, T. (1996): The Born Global Firm: A Challenge to Traditional Internationalization Theory. *Advances in International Marketing*, nº 8, pp.11-26.

[45] KNIGHT, G.A. y CAVUSGIL, S.T. (2004): Innovation, Organizational Capabilities, and the Born Global Firm. *Journal of International Business Studies*, nº 35, pp. 124-141.

[46] KNIGHT, G.; MADSEN, T.K. y SERVAIS, P. (2004): An Inquiry into Born-global Firms in Europe and the USA. *International Marketing Review*, vol. 21, nº 6, pp. 645-665.

[47] KNUDSEN, T. y MADSEN, T. K. (2002). Export Strategy: A Dynamic Capabilities Perspective. *Scandinavian Journal of Management*, nº 18, pp. 475-502.

[48] KOCAK, A. y ABIMBOLA, T. (2009): The Eeffects of Entrepreneurial Marketing on Born Global Performance. *International Marketing Review*, vol. 26, nº 4, pp. 439-452.

[49] KOENKER, R. (2001): Quantile Regression, *Journal of Economic Perspectives,* vol, 15, nº 4, pp. 143-156.

[50] KOENKER, R. (2005): Quantile Regression, Cambridge University Press.

[51] KOENKER, R. y BASSETT, G. (1978): Regression Quantiles, *Econometrica*, vol. 46, nº 1, pp. 33-50.

[52] LAANTI, R.; GABRIELSSON, M. y GABRIELSSON, P. (2007): The Globalization Strategies of Business-to-business Born Global Firms in the Wireless Technology Industry. *Industrial Marketing Management*, vol. 36, nº 8, pp. 1104-1117.

[53] LIESCH, P.; WEERAWARDENA, J.; MORT, G.; KNIGHT, G. y KASTELLE, T. (2007): Introduction. *Journal of World Business*, vol. 42, nº 3, pp. 232-235.

[54] LIU, B. y FU, Z. (2011): Relationship Between Strategic Orientation and Organizational Performance in Born Global: A Critical Review. *International Journal of Business and Management*, vol. 6, nº 3, pp. 109-115.

[55] LUOSTARINEN, R. y GABRIELSSON, M. (2004): Finnish Perspective of International Entrepreneurship. DANA, L.P. (Ed), Handbook of Research on International Entrepreneurship, Cheltenham: Edward Elgar, 383-403.

[56] LUOSTARINEN, R. y GABRIELSSON, M. (2006): Globalization and Marketing Strategies of Born Globals in SMOPECs Thunderbird. *International Business Review*, vol. 48, nº 6, pp. 773-801.

[57] MADSEN, T. y SERVAIS, P. (1997): The Internationalization of Born Globals: An Evolutionary Process?. *International Business Review*: vol. 6, nº 6, pp. 561-583.

[58] MATHEWS, J. y ZANDER I. (2007): The International Entrepreneurial Dynamics of Accelerated Internationalization. *Journal of International Business Studies*, vol. 38, nº 3, p. 387.

[59] McDOUGALL, P.P. y OVIATT B. M. (1996): New Venture Internationalization, Strategic Change, and Performance: A Follow- up study. *Journal of Business Venture*, vol. 11, nº 1, pp. 23-40.

[60] McDOUGALL, P.P. y OVIATT, B.M. (1997): International Entrepreneurship Literature in the 1990s and Directions for Future Research. In D. L. SEXTON y R. W. SMILOR (eds.), *Entrepreneurship* 2000, 291-320, Chicago: Upstart Publishing.

[61] McDOUGALL, P.P.; SHANE, S. y OVIATT, B.M. (1994): Explaining the Formation of International New Ventures: the Limits of Theories from International Business Research, *Journal of Business Venturing*, vol. 9, nº 6, pp. 469-87.

[62] McKINSEY (1993): Emerging Exporters. Australia's High Value-added Manufacturing Exporters. Melbourne: McKinsey & Company and the Australian Manufcturing Council.

[63] MELÉN, S. y NORDMAN, E.R. (2009): The Internationalisation Modes of Born Globals: A Longitudinal Study. *European Management Journal*, vol. 27, nº 4, pp. 243-254.

[64] MOEN, Ø. (2002): The Born Globals a New Generation of Small European Exporters. *International Marketing Review*, vol. 19, nº 2, pp. 156-175.

[65] MOEN, Ø. y SERVAIS, P. (2002): Born Global or Gradual Global? Examining the Export Behavior of Small and Medium-sized Enterprises. *Journal of International Marketing*, vol. 10, nº 3, Fall 2002, pp. 49-72.

[66] MORT, G.S. y WEERAWARDENA, J. (2006): Networking Capability and International Entrepreneurship. *International Marketing Review*, vol. 23, nº 5, pp. 549-572.

[67] NORDMAN,R. E. y MELEN, S. (2008): The Impact of Different Kinds of Knowledge for the Internationalization Process of Born Globals in the Biotech Business. *Journal of World Business*, vol. 43, nº 2, pp. 171-185.

[68] OVIATT, B. y McDOUGALL, P. (1994): Toward a Theory of International New Ventures. *Journal of International Business Studies*, nº 38, pp. 45-64.

[69] OVIATT, B. y McDOUGALL, P. (1995): Global Start-ups: Entrepreneurs on a World-wide Stage. *Academic Management Executive*, vol. 9, nº 2, pp. 30-43.

[70] OVIATT, B. y McDOUGALL, P. (1997): Challenges for Internationalization Process Theory: The Case of International New Ventures. *Management International Review, Special Issue* 2, pp. 85-99.

[71] OVIATT, B. y McDOUGALL, P. (2005): Defining International Entrepreneurship and Modeling the Speed of Internationalization, *Entrepreneurship Theory and Practice,* vol. 29, nº 5, pp. 537-553.

[72] REICHSTEIN, T.; DAHL, M.S.; EBERSBERGER, B. y JENSEN, M. B. (2010): The Devil Dwells in the Tails, *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 20, nº 2, pp. 219-231.

[73] RENNIE, M.W. (1993): Born Global. *McKinsey Quarterly*, vol 4, pp. 45-52.

[74] REUBER, R. y FISCHER, E. (2002): Foreign Sales and Small Firm Growth: The Moderating Role of the Management Team. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, vol. 27, nº 1, pp. 29-45.

[75] RIAHI-BELKAOUI, A. (1999): Productivity, Profitability, and Firm Value, *Joumal of Intemational Financial Management and Accounting,* vol. 10, nº 3, pp. 188-201.

[76] RIALP, A. y RIALP, J. (2006): Faster and More Successful Exporters: An Exploratory Study of Born Global Firms from the Resource-based View. *Journal of Euromarketing, vol. 16, nº 1-2, pp. 71-86.*

[77] RIALP, A.; RIALP, J. y KNIGHT, G. (2005):The Phenomenon of Early Internationalizing Firms: What do We Know After a Decade (1993-2003) of Acientific Inquiry?. *International Business Review*, vol. 14, nº 2, pp. 147-166.

[78] RIALP, A.; RIALP, J.; URBANO, D. y VAILLANT, Y. (2005): The Born-global Phenomenon: A Comparative Case Study Research. *Journal of International Entrepreneurship*, vol. 3, nº 2, pp. 133-171.

[79] RIALP A.; GALVÁN, I. y SUÁREZ S. (2010): A Configuration-holistic Approach to Born-global Firms´Strategy Formation Process. *European Management Journal*, nº 28, pp. 108-123.

[80] ROVIRA NORDMAN, E. y MELÉN, S. (2008): The Impact of Different Kinds of Knowledge for the Internationalization Process of Born Globals in the Biotech Business. *Journal of World Business*, vol. 43, nº 2, pp. 171-185.

[81] SERVAIS, P. y RASMUSSEN, E.S. (2000): Different Types of International New Ventures. Paper presented at the Academy of International Business (AIB) Annual Meeting (November), Phoenix, AZ., USA, 1-27.

[82] SERVAIS, P.: ZUCCHELLA, A. y PALAMARA, G. (2007): International Entrepreneurship and Sourcing: International Value Chain of Small Firms. *Journal of Euromarketing*, vol. 16, nº 1/2, pp. 105-117.

[83] SHARMA, D. y BLOMSTERMO, A. (2003): The Internationalization Process of Born Global: A Network View. *International Business Review*, nº 12, pp. 739-753.

[84] SHOOK, C.L.; PRIEM, R.L. y McGEE, J. E. (2003): Venture Creation and the Enterprising Individual: A Review and Synthesis. *Journal of Management*, vol. 29, nº 3, pp. 379-399.

[85] SIMAR, L. y WILSON, P.W. (2007): Estimation and Inference in Two-stage, Semi-parametric Models of Productive Processes, *Journal of Econometrics*, vol. 136, nº 1, pp. 31-64.

[86] SIMAR, L. y WILSON, P.W. (2011): Two-stage DEA: Caveat Emptor, *Journal of Productivity Analysis*, forthcoming.

[87] SPENCE, M.; ORSER, B. y RIDDING, A. (2011): A Comparative Study of International and Domestic New Ventures, *Management International Review,* nº 51, pp. 3-21.

[88] STYLES, C. y GENUA, T. (2008): The Rapid Internationalization of High Technology Firms Created Through the Commercialization of Academic Research, *Journal of World Business*, vol. 43, nº 2, pp. 146-57

[89] SULLIVAN MORT, G.M. y WEERAWARDENA, J. (2006): Networking Capability and International Entrepreneurship: How Networks Function in Australian Born Global Firms. *International Marketing Review,* vol. 23, nº 5, pp. 549-572.

[90] TEDDLIE, C. y REYNOLDS, D. (2000): The International Handbook of School Effectiveness Research, Routledge, London.

[91] WEERAWARDENA J.; SULLIVAN MORT, G.; LIESCH, P. y KNIGHT, G. (2007). Conceptualizing Accelerated Internationalization in the Born Gglobal firm: A Dynamic Capabilities Perspective. *Journal of World Business*, nº 42, pp. 294-306.

[92] ZAHRA, S.A.; IRELAND, R.D. y HITT, M.A. (2000): International Expansion by New Venture Firms: International Diversity, Mode of Market Entry, Technological Learning, and Firm Performance. *Academy of Management Journal*, vol. 43, nº 5, pp. 925-950.

[96] ZHANG, M. y DODGSON, M. (2007): «A Roasted Duck Can Still Fly Away»: A Case Study of Technology, Nationality, Culture and the Rapid and Early Internationalization of the Firm. *Journal of World Business*, nº 42, 336-349.

[97] ZHOU, L. (2007): The Effects of Entrepreneurial Proclivity and Foreign Market Knowledge on Early Internationalization. *Journal of World Business*, vol. 42, nº 3, pp. 281-293.

ANEXO

CNAE CLASIFICACIÓN NACIONAL DE ACTIVIDADES ECONÓMICAS. SECTORES SELECCIONADOS

Dos dígitos	Actividades económicas	%
01	Agricultura, ganadería, caza y servicios relacionados con las mismas	2,77
10	Procesado y conservación de carne y elaboración de productos cárnicos	1,99
11	Fabricación de bebidas	0,35
13	Industria textil	0,63
14	Confección de prendas de vestir	0,55
15	Industria del cuero y del calzado	0,92
16	Industria de la madera y del corcho, excepto muebles, cestería y espartería	1,11
18	Artes gráficas y reproducción de soportes grabados	1,67
25	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo	5,16
27	Fabricación de material y equipo eléctrico	0,50
28	Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.	1,37
31	Fabricación de muebles	1,43
32	Otras industrias manufactureras	0,72
41	Construcción de edificios	17,55
43	Actividades de construcción especializada	22,29
45	Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas	6,37
52	Almacenamiento y actividades anexas al transporte	1,80
56	Servicios de comidas y bebidas	15,06
62	Programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática	2,73
70	Actividades de las sedes centrales; actividades de consultoría de gestión empresarial	1,42
71	Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; ensayos y análisis técnicos	3,91
73	Publicidad y estudios de mercado	2,54
74	Otras actividades profesionales, científicas y técnicas	2,70
82	Actividades administrativas de oficina y otras actividades auxiliares a las empresas	1,50
96	Otros servicios personales	2,96

Ángel Rodríguez García-Brazales*
Jorge Turmo Arnal*
Óscar Vara Crespo*

LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LOS FLUJOS FINANCIEROS

Uno de los rasgos más novedosos de la economía mundial durante los últimos 20 años ha sido la creciente importancia de los aspectos financieros de la misma. Las transacciones financieras y los nuevos instrumentos utilizados han crecido mucho más que la producción de bienes y servicios, de manera que la inversión directa extranjera, que era la parte más importante, ha visto diluido su peso a expensas de otro tipo de inversión. La contrapartida en la economía real ha sido la aparición de los llamados desequilibrios globales, siendo el más importante de todos ellos el gran déficit por cuenta corriente de EE UU y su financiación gracias a los superávits de otros países, en especial China. Ese desequilibrio global ha podido jugar un importante papel en el desencadenamiento de la Gran Recesión. Este desarrollo ha tenido su réplica en la zona euro, en la que estos desequilibrios, que podemos denominar en este caso regionales, han alcanzado magnitudes sistémicas, como los casos de España e Italia. En este contexto, lo realmente llamativo es que aunque la inversión directa extranjera en los últimos diez años ha crecido en valor absoluto, yendo de los países desarrollados a los emergentes, tal y como indica la teoría económica, los otros componentes de la inversión han ido desde los países emergentes a los desarrollados, contradiciendo los modelos teóricos. Así como los desequilibrios regionales se están corrigiendo, los desequilibrios globales no lo hacen, por lo que la contradicción entre lo que supone la teoría económica y los datos observados se mantiene, poniendo de relieve la necesidad de seguir investigando en sus causas y procesos.

Palabras clave: *inversión extranjera directa, desequilibrios globales, desequilibrios regionales, crisis económica y financiera.*
Clasificación JEL: *F21, F34, F36*

1. Introducción

Uno de los rasgos más sobresalientes de la economía mundial desde la caída de Bretton Woods es el hecho de que a los tradicionales sectores «real» y «monetario» de la economía hay que añadir cada vez más un «sector» financiero, muy ligado a lo monetario, pero que no se limita a él. Los procesos de innovación financiera y la globalización de las economías han sido los dos factores que han hecho que los procesos de financiación sean de un volumen muy superior que la necesaria contraparte de los intercambios de bienes y servicios a todos los niveles. La extensión, profundidad y complejidad de los nuevos mer-

* Departamento de Análisis Económicos. Universidad Autónoma de Madrid.

cados e instrumentos financieros, si bien facilitan la actividad económica a todos los niveles también introducen dificultades de manejo que no pueden obviarse.

Una de las manifestaciones más clara de este proceso es la financiación de los grandes desequilibrios de la economía mundial, los llamados desequilibrios globales y regionales. Estos déficits/superávits en la balanza por cuenta corriente que implican desequilibrios inversos, pero mucho mayores en términos brutos, en la balanza financiera. Este trabajo está destinado a presentar una panorámica muy general del proceso general de financiación de estos desequilibrios, sus causas, sus consecuencias y su previsible evolución futura. En el apartado 2 definimos, medimos y explicamos los desequilibrios globales en la balanza por cuenta corriente. Al hacerlo ponemos de manifiesto un fenómeno al que se ha prestado menos atención: los desequilibrios regionales. Son situaciones que se producen entre países cuyas economías están muy integradas entre sí, como es el caso de los países miembros de la zona euro, y que comparten rasgos con los desequilibrios globales pero que también muestran claras diferencias.

En el apartado 3 abordamos la explicación de los desequilibrios desde dos perspectivas. Por un lado lo que la teoría económica dice al respecto y porqué razones el modelo más general en el que el flujo de capitales va de los países más desarrollados a los menos desarrollados no se evidencia más que parcialmente. En este sentido, es muy significativo el hecho de que mientras los flujos de cartera parecen ir contra modelo, esto es, de los emergentes a los desarrollados, la inversión extranjera directa parece ir en sentido inverso. Por otro lado analizamos aspectos de la arquitectura del sistema financiero internacional que también ayudan a explicar su existencia y evolución.

En el apartado 4 abordamos la relación entre los desequilibrios globales y regionales, su financiación y el desencadenamiento de la actual crisis. El reconocimiento, cada vez más amplio, de que la crisis es sobre todo una crisis financiera, hace más necesario que nunca el análisis de los flujos de financiación de los mismos en la medida en que han podido ser una parte crucial del desencadenamiento de la Gran Recesión. En esa parte estudiamos varias hipótesis para relacionar los desequilibrios con la crisis, y alguna más que hace hincapié en otros factores diferentes.

A continuación, en el apartado 5, volvemos a la evidencia empírica como punto de partida para estudiar hasta qué punto los desequilibrios globales y regionales se han corregido o no durante los años de crisis que ya llevamos y observamos que mientras los desequilibrios regionales están casi totalmente corregidos no ocurre lo mismo con los desequilibrios globales. Por tanto explicamos la diferencia entre unos y otros, y nos sirve de punto de partida para reflexiones más generales sobre los flujos de financiación. En el apartado 6 planteamos nuestras conclusiones y las líneas de trabajo que se abren a partir de ellas.

2. Los desequilibrios globales y regionales

Los desequilibrios globales

En los últimos diez años los desequilibrios globales han tomado un protagonismo creciente en todos los foros, y no solo los económicos. La creciente interdependencia entre las economías, los efectos de arrastre que los problemas de una economía generan en las otras y el fenómeno de la globalización, entendido en sentido amplio, han puesto de manifiesto la importancia para todos los países del mundo de los grandes desequilibrios en las economías con más peso dentro del PIB mundial. Los grandes déficits o superávits en la balanza por cuenta corriente de un país, medidos en relación con el PIB del mismo, han dejado de ser solo un problema nacional que cada país tiene que resolver por su cuenta y se han convertido en uno global cuya no resolución puede acarrear grandes dificultades a países ajenos al mismo. De alguna manera podemos hablar de un problema de externalidades, casi siempre negativas, en el que un problema nacional tiene efectos sobre otros países. Hasta el punto en que esas externalidades pueden ser muy grandes, el problema ya no puede ser manejado tan solo desde la perspectiva del país afectado, sino teniendo en cuenta su interconexión con las economías de otros países.

Resulta todavía difícil encontrar una definición de consenso sobre lo que es y lo que implica un desequilibrio global, pero podemos tomar como punto de partida la propuesta por Bracke *et al.* (2008: 5), que lo define como: «Posiciones exteriores de economías consideradas sistémicas que reflejan distorsiones o implican riesgos para la economía global»

La primera parte de la definición engloba tanto la balanza por cuenta corriente como la balanza financiera, aunque puede extenderse más allá de los flujos financieros netos a los flujos financieros brutos que no se reflejan en la última. La consideración de que la balanza financiera es la contraparte de la balanza por cuenta corriente no elimina la necesidad de analizar desde un punto de vista macroeconómico la cuantía y composición de los flujos financieros en sí mismos, y no entenderlos solo como una reacción a los flujos de bienes y servicios. En segundo lugar, el desequilibrio global tan solo se da en el caso de países que representan un porcentaje grande del PIB mundial porque pueden influir mucho en los demás países. En la actualidad esos países son sobre todo Estados Unidos, China, y en menor medida Japón. Si se considera la economía de la Unión Europea o la de la zona euro como un todo, hay un equilibrio global, porque la suma de los déficits de los países periféricos se compensa con el superávit de Alemania y otros países, aunque el desequilibrio regional es grande. Las distorsiones, a las que se hace referencia en la definición, reflejan decisiones deliberadas de política económica de ciertos países con superávit (China y los exportadores de petróleo), que pueden estar en el origen de los flujos financieros que van de los países emergentes a los desarrollados. Y finalmente los riesgos asociados a la sostenibilidad del sistema en el largo plazo, en la medida en que se tratan de desviaciones con respecto a lo que sería un marco de competencia y precios flexibles a nivel mundial.

La preocupación actual por los desequilibrios globales no es una novedad en la literatura sobre la arquitectura del sistema monetario y financiero internacional. La importancia que han cobrado recientemente se debe a que son mucho mayores, afectan a muchos más países y pueden tener consecuencias desestabilizadoras sobre buena parte de la economía mundial. En este sentido, las investigaciones recientes han llegado a cierto consenso sobre las razones de su aparición y persistencia, centrado en tres fenómenos básicos.

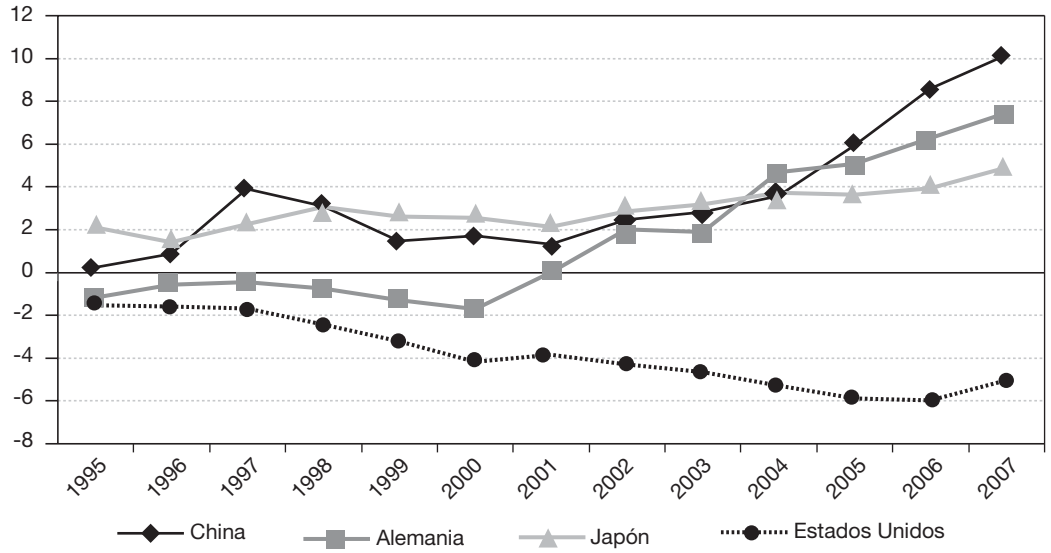
— En primer lugar, la emergencia de países como India, Brasil, Rusia, Turquía, Indonesia o sobre todo China hace que las relaciones económicas internacionales se hayan convertido en un juego con muchos jugadores. Cuando los jugadores eran pocos —básicamente EE UU y Europa Occidental— el ajuste entre ellos, si se daban las condiciones políticas para un acuerdo, era relativamente sencillo. Actualmente la situación es diferente porque el número de países que influyen en los desequilibrios globales es muy superior y con mayor dispersión geográfica. Por tanto, la reducción de los desequilibrios se hace cada vez más difícil en términos estrictamente técnicos (pero también políticos) y por tanto los riesgos implícitos en los desequilibrios crecen.

— El segundo factor que se apunta en la literatura es, paradójicamente, el largo período de bonanza económica que hemos vivido desde principios de los años noventa, conocido en la literatura como la «Gran Moderación». Salvo la crisis del Sudeste Asiático de 1997-1998 y la explosión de la burbuja tecnológica, las principales economías del mundo han experimentado un largo período de crecimiento más o menos equilibrado al que ha acompañado una considerable reducción de las tasas de inflación a nivel mundial. Como consecuencia se generó en los años previos a la crisis de 2008-2009 un ambiente de confianza en el que se supuso que los desequilibrios exteriores o bien se corregirían solos de manera automática —vía ajustes de los tipos de cambio— o bien que no eran más que la manifestación de decisiones de agentes privados, y no era necesario tomar medidas para corregirlos.

— En tercer lugar, y este es quizá el factor determinante de la crisis, la innovación financiera ha permitido un desarrollo, sin precedentes, de nuevos instrumentos que han redefinido la gestión del riesgo y han permitido obtener mayores rendimientos de capital en un entorno generalizado

GRÁFICO 1

SUPERÁVIT O DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN TÉRMINOS DE PIB, 1995-2007



FUENTE: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

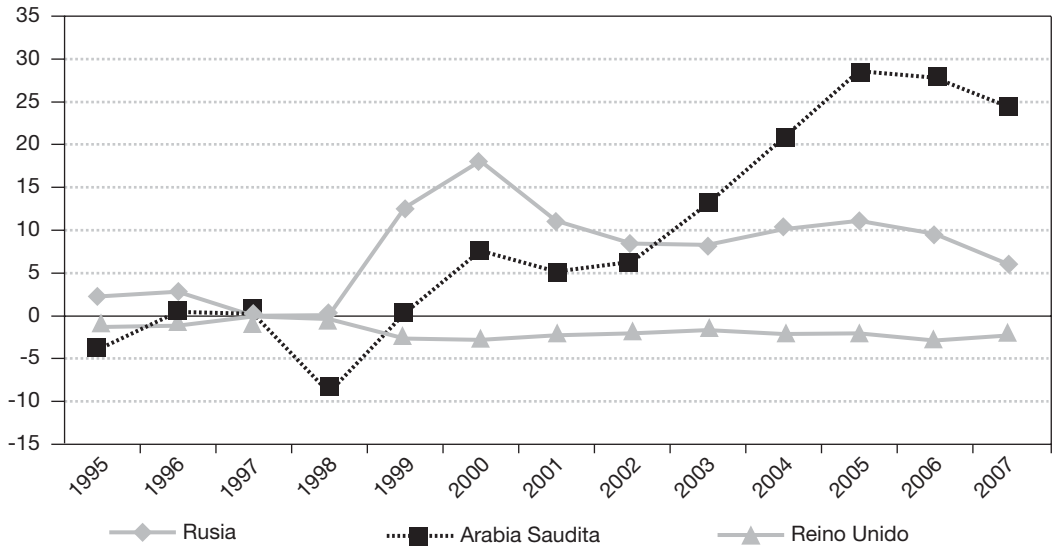
de bajos tipos de interés. Estos instrumentos permitieron poner en marcha operaciones de financiación que hubiesen sido imposibles con anterioridad, como el modelo «originar para distribuir» que desembocó en la crisis *subprime*. A nivel agregado, la consecuencia es que el saldo neto de la balanza financiera ya no es un indicador tan bueno como antaño de la posición financiera de las economías. Su función de contraparte de la balanza por cuenta corriente ha sido sobrepasada por el aumento en el número de transacciones, de manera que los flujos financieros brutos son varias veces más grandes que los flujos netos y además crecen mucho más deprisa que el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente cuando lo hay. Incluso en el caso de países con balanza por cuenta corriente equilibrada los flujos financieros brutos son muy elevados. Como indican Borio y Disyatat: «…, the expansión of global gross capital flows (inflows plus outflows) has been spectacular since the late 1990s, dwarfing current account positions and largely resulting from flows among advanced economies. Gross flows rose form around 10 percent of world GDP in 1998 to over 30 percent in 2007» (Borio y Disyatat 2012, p 13)

Para analizar la evolución del problema presentamos a continuación cuatro gráficos, en cada uno de los cuales aparece la evolución de la ratio balanza por cuenta corriente/PIB para diferentes países durante el período que abarca buena parta de la «Gran Moderación», desde 1995 a 2007. En el apartado 6 del trabajo repetiremos el análisis para el período comprendido entre 2008 a 2011, así como un resumen de las tendencias futuras presentadas por el Fondo Monetario Internacional.

En el Gráfico 1 aparece la ratio para Estados Unidos, China, Alemania y Japón, agrupando así las principales economías con superávit no productoras de petróleo junto con el país de mayor déficit. En el Gráfico 2 incluimos los datos de Arabia Saudita y Rusia, dos de los mayores exportadores de petróleo, y del Reino Unido que presenta una situación especial que explicaremos después.

GRÁFICO 2

SUPERÁVIT O DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE SOBRE EL PIB, 1995-2007



FUENTE: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Los rasgos que queremos destacar aquí son los siguientes:

a) El déficit de Estados Unidos ha crecido de forma uniforme y monótona generando así un desequilibrio global de gran magnitud y que, sobre todo, no parecía corregirse hasta antes de la crisis.

b) El superávit de China ha escalado desde niveles inferiores al 2 por 100 en 1999 hasta el 10 por 100 en 2007. Teniendo en cuenta que en ese período el PIB de China se ha doblado queda de manifiesto la magnitud del superávit y el crecimiento del mismo, un desequilibrio de consecuencias potencialmente explosivas.

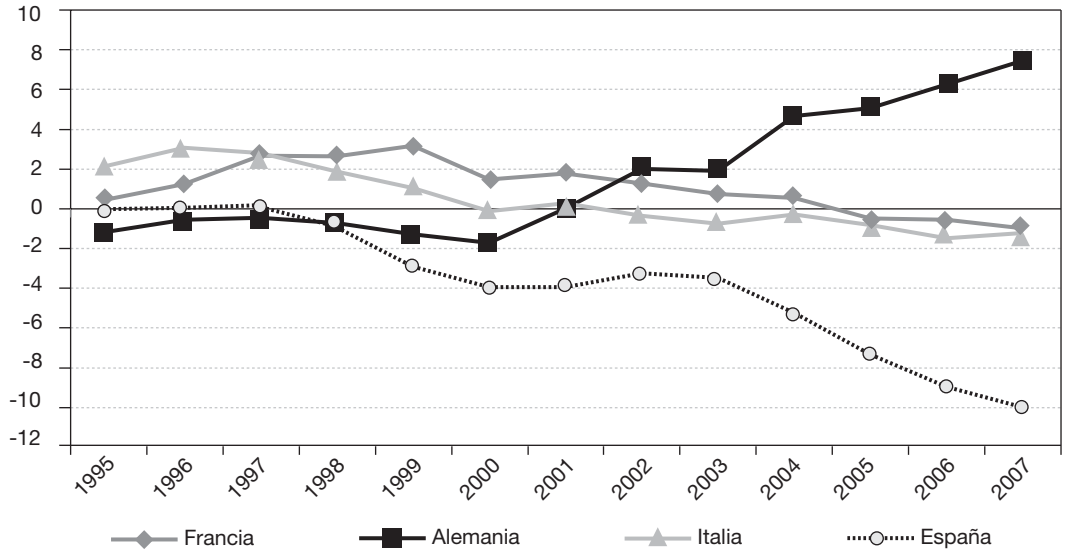
c) El superávit de Alemania ha crecido desde la creación de la zona euro, cuestión que analizaremos más a fondo en el apartado siguiente, mientras que el de Japón ha crecido en menor cuantía, aunque pasa del 2 al 4 por 100 del PIB en una economía prácticamente estancada desde 1990.

En este caso los superávit tanto de Arabia Saudita como de Rusia han crecido mucho, más el de Arabia Saudita por el menor tamaño de su economía, mientras que el Reino Unido ha tenido un déficit en torno al 2 por 100 del PIB desde comienzos de la década pasada. El incremento de los precios internacionales del petróleo ha influido en el superávit de estos dos países y en general de todos los exportadores de petróleo, pero este hecho no tiene tanta importancia como los anteriores por tratarse de un elemento que no depende de la actividad económica interna de esos países como sí es el caso de China o Japón.

En resumen, los desequilibrios globales por cuenta corriente han crecido mucho en los años anteriores al desencadenamiento la crisis de 2008. Como consecuencia, los flujos de financiación neta necesarios han sido también mayores; además y dado que la relación entre financiación bruta y financiación neta ha crecido mucho durante este período, el desequilibrio puede ser mucho mayor de lo que se evidencia con las meras cifras de déficit y superávit por cuenta corriente. Además, los desequilibrios se han ido polarizando en la dualidad Estados Unidos/China, de manera que su estudio deviene de primera importancia.

GRÁFICO 3

DÉFICIT O SUPERÁVIT POR CUENTA CORRIENTE SOBRE EL PIB. 1995-2007



FUENTE: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Los desequilibrios regionales

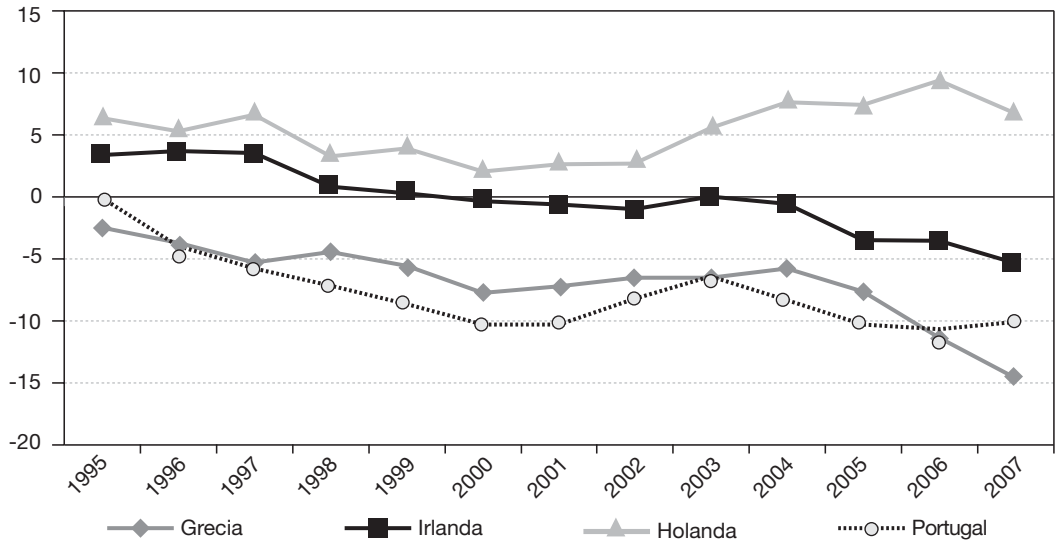
Para diferenciarlos respecto a los globales, denominaremos desequilibrios regionales a aquellos que se producen en la balanza por cuenta corriente entre países con una gran integración económica y/o pertenecen a una zona monetaria o regional claramente definida. El ejemplo más claro la Unión Monetaria Europea, en la que a la integración comercial se suma la existencia de una moneda y una política monetaria única. La actual crisis de confianza en la viabilidad misma del euro como moneda única es, en cierta medida, un reflejo de la existencia de estos desequilibrios exteriores intra europeos y, fundamentalmente, los problemas para su financiación. Al igual que en el caso de los desequilibrios globales, en los Gráficos 3 y 4 se presenta la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente en relación con el PIB de varios países de la zona euro desde 1995 hasta 2007. Nos hemos fijado en los países más poblados de la zona euro, Alemania, Francia, Italia y España, en un país pequeño pero significativo, Holanda y en aquellos países que han pedido rescate, Grecia, Irlanda y Portugal. Es obvio que España puede incluirse en ambos grupos. El gráfico termina justo antes de la crisis.

En el Gráfico 3 presentamos los datos de los países grandes y en el 4 los de los demás para ver con más claridad lo que estamos estudiando.

Como puede apreciarse, el fenómeno más significativo es la evolución del comportamiento simétrico de Alemania y España. Antes de la moneda única ambos países tenían un reducido déficit de balanza por cuenta corriente. A raíz de la llegada del euro, Alemania pasa a tener un creciente superávit por cuenta corriente, mientras que España acumula déficits que llegan al 10 por 100 del PIB en 2007. Mientras tanto Francia ha alternado pequeños superávits y déficits e Italia también. Con los datos a la vista ya se puede decir que la moneda única ha tenido un efecto muy fuerte sobre las balanzas por cuenta corriente, y por tanto financieras, de Alemania y España.

GRÁFICO 4

DÉFICIT O SUPERÁVIT SOBRE EL PIB, 1995-2007



FUENTE: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

Los datos de los países pequeños ponen de manifiesto que el deterioro de la posición exterior de Grecia y Portugal es anterior a su entrada en el euro, mientras que en el caso de Irlanda el déficit solo es relevante desde 2005. En el lado contrario, Holanda es un país cuyo superávit por cuenta corriente se había ido reduciendo hasta justo antes de la entrada en vigor del euro y que desde entonces se ha vuelto a incrementar de forma significativa.

Cuando analizamos los gráficos 3 y 4 en su conjunto, la primera conclusión que se obtiene es que la puesta en marcha del euro ha favorecido mucho a Holanda y Alemania, puesto que su superávit por cuenta corriente ha crecido mucho. Un proceso tan rápido tiene algo de poco natural y pone de manifiesto que detrás ha habido flujos financieros de gran peso que más adelante analizaremos. La contraparte son los datos de España, por un lado, y el hecho de que niveles muy elevados de déficit sobre el PIB en Portugal y Grecia hayan podido mantenerse durante tantos años. El déficit español ha ido creciendo desde 2000 pero el de Portugal y Grecia ya existía y no ha disminuido. La dualidad entre el comportamiento de Alemania/ Holanda por un lado, y el de España, Portugal, Irlanda y Grecia denota que las dinámicas producidas por la moneda única están en la base de ambos desequilibrios. Es muy significativo que hasta muy recientemente, la literatura ha puesto siempre un mayor énfasis en la competitividad por tipos de cambio reales y costes laborales y menos en el papel de los flujos financieros como factores que generan este tipo de situaciones. En algunos trabajos recientes (ECB, 2012 y Chen *et al.*, 2012) parece apuntarse que, al menos en el caso europeo, el sentido y el volumen de los flujos financieros pueden explicar, en buena medida, tanto la aparición de estos desequilibrios como la actual crisis de la eurozona.

3. La financiación de los desequilibrios globales y regionales

Los datos apuntan a que la financiación de los grandes desequilibrios exteriores implica la existencia de flujos financieros de gran magnitud que permitan mantener un precario equilibrio entre crecimiento y financiación. De

hecho, como se ha demostrado en el caso europeo, supone que los flujos deben tener un volumen constante en el tiempo para mantener el crecimiento de las economías deudoras. El gigantesco proceso de innovación financiera que ha acompañado a la «gran moderación», ha permitido hasta 2008 mantener el volumen de esos flujos mediante una movilización sin precedentes de nuevos instrumentos financieros de todo tipo. La forma en la que se financian los déficits por cuenta corriente se ha hecho mucho más compleja y sofisticada, con muchos agentes interviniendo en mercados primarios y secundarios de derivados y otros instrumentos más opacos, y sobre los que hay muy poco control. Por tanto, cualquier problema sistémico en los mercados en los que se vehiculizan los flujos brutos de financiación afecta mucho a los flujos netos y por tanto a la sostenibilidad de los desequilibrios globales.

Además en muchos casos, las distorsiones y los riesgos derivados se incrementan por el uso de políticas económicas que actúan contra los principios del libre mercado para conseguir objetivos nacionales. Esa actuación tiene efectos sobre las balanzas por cuenta corriente y financiera así como sobre los flujos brutos de financiación. Es evidente que determinadas políticas fiscales y monetarias de algunos países no están en línea con las necesidades de un equilibrio de largo plazo y pueden desencadenar, y en parte han desencadenado ya, problemas muy serios, como es el caso especialmente de la política cambiaria de China.

Desde el punto de vista de la balanza por cuenta corriente, aunque los desequilibrios globales y regionales actuales hacen temer por la estabilidad económica y financiera mundial por su cuantía y persistencia, no son fenómenos estrictamente nuevos. No es la primera vez que los países desarrollados han incurrido en déficits comerciales que han tenido que financiar y/o corregir. Lo que sí es un fenómeno completamente nuevo es que la financiación de los mismos ha cambiado de tendencia. Mientras que en episodios anteriores, y desde el patrón oro, han sido los países desarrollados los que financiaban los déficits de otros países desarrollados o en vías de desarrollo, la novedad de la situación actual radica en que la financiación de los desequilibrios fluye de países en desarrollo —emergentes— hacia los países más desarrollados, especialmente EE UU. Financiación que, en muchos casos, está dirigida desde fondos soberanos o agencias de financiación de carácter gubernamental, lo que sitúa parte del debate no solo en el ámbito estrictamente financiero sino también en el ámbito político. Aunque esto es cierto a gran escala, merece la pena pormenorizar en algunos detalles de los componentes de esa financiación, especialmente en la inversión directa extranjera (IDE), y en el diferente impacto entre desequilibrios globales y desequilibrios regionales a escala europea.

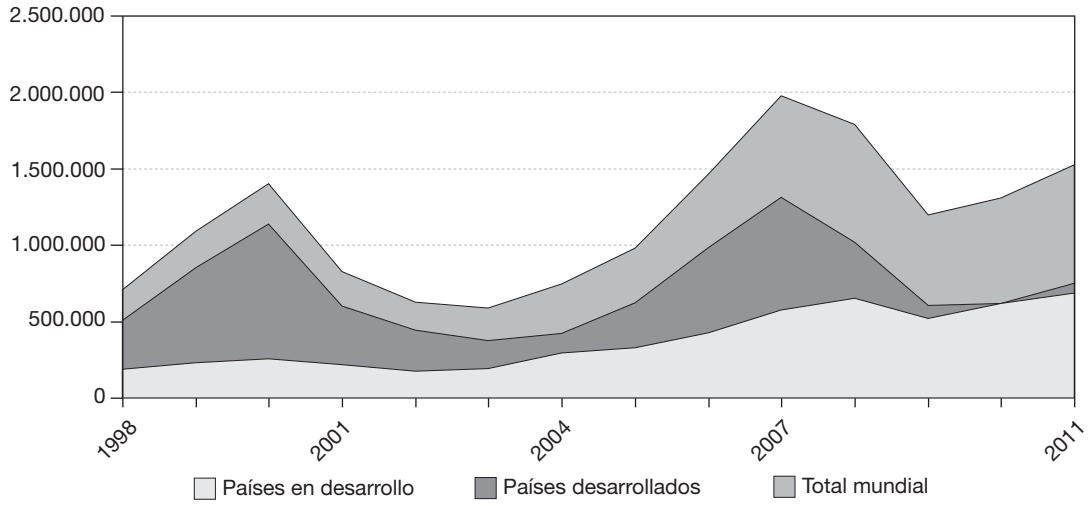
Las nuevas pautas de financiación

El modelo estándar de crecimiento predice que los flujos financieros deberían ir de los países donde el factor capital es más abundante a aquellos en los que es más escaso. En este sentido, deberían ir desde los países desarrollados, con sobreabundancia de capital, a los países con una menor dotación, en busca de mayores rendimientos. El hecho de que esto no sea así, o al menos no en la última década, obedece a tres factores (Brake, 2008: 18 y ss): una mayor integración económica y financiera global, una globalización financiera incompleta y la gran moderación macroeconómica de los años previos a la crisis.

La profundización en la integración financiera regional no ha alcanzado a superar importantes imperfecciones en grandes regiones económicas del mundo, especialmente la asiática. Estos países, con modelos de crecimiento basados en las exportaciones, no cuentan con sistemas financieros suficientemente desarrollados como para producir una oferta suficiente de activos seguros. Eso hace que los excedentes generados solo puedan canalizarse hacia países con sistemas financieros capaces de ofertar activos seguros. En este contexto, la persistencia de fuertes desequilibrios de este tipo solo puede explicarse en tanto en cuanto los precios relativos entre regiones, y especialmente los tipos de cambio

GRÁFICO 5

INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA, 1998-2011
(En miles de millones de dólares)



FUENTE: UNCTAD.

nominales y reales, no estén distorsionados por decisiones políticas, como es el caso de alguno de estos países. Pero es muy significativo el hecho de que el flujo de IDE sí que se comporta de acuerdo al modelo, es decir, sigue yendo de los países desarrollados a los países menos desarrollados, como se muestra en el Gráfico 5.

Como puede observarse durante el período objeto de análisis la IDE en países en desarrollo ha ido aumentando de forma constante, mientras que la dirigida a países desarrollados tanto ha aumentado como disminuido, de manera que la parte de la primera sobre el total ha crecido. Esto puedo deberse a que los mercados maduros garantizan una mayor seguridad institucional que los emergentes, lo explicaría en parte que el flujo de IDE sea proporcionalmente menor que la inversión en cartera.

Esta desigual globalización financiera puede haber producido divergencias significativas en las pautas de ahorro entre los diferentes países o grandes áreas geográficas. Los sistemas financieros de los países desarrollados permiten a sus residentes reducir su tasa de ahorro e incluso acumular pasivos, puesto que los agentes no dudan —al menos no hasta ahora— de la profundidad y liquidez de sus mercados financieros. Este no es el caso de los sistemas financieros de los países emergentes, cuyos agentes pueden verse muy restringidos a la hora de colocar su ahorro en activos seguros, y mantienen un elevado nivel de ahorro en activos muy líquidos, nivel de ahorro que en parte explicaría los elevados superávits por cuenta corriente en los países emergentes.

Finalmente, otro de los factores que puede explicar esta nueva pauta en los flujos financieros internacionales es la gran moderación. La estabilización del ciclo económico en EE UU ha producido una reducción adicional del nivel de ahorro en este país que puede explicar una parte significativa de su déficit comercial (Fogli y Perry, 2006). Este proceso se ha podido ver complementado por un aumento significativo de aversión al riesgo en Asia

como consecuencia de la crisis de 1997-1998. La gran acumulación de reservas internacionales en estos países (básicamente en dólares) ha generado un intenso debate sobre su papel en la financiación de estos desequilibrios y la importante distorsión que ocasionan en los mercados de divisas, especialmente en el caso del renminbi. En cualquier caso, la moderación del ciclo en ambos bloques junto con la escasa dotación de bienes públicos de protección social en Asia, pueden haber profundizado estas diferentes pautas de ahorro y serían un factor importante en la explicación de la reciente tendencia de los flujos financieros.

El *puzzle* Feldstein-Horioka y el sesgo doméstico

Desde una perspectiva empírica se ha puesto en cuestión también el planteamiento teórico inicial que daba por supuesto que los flujos de capital han de dirigirse necesariamente de los países desarrollados hacia los desarrollados. El origen de esta crítica es lo que se conoce como el *puzzle* de Feldstein y Horioka. Los autores estaban estudiando el grado de movilidad internacional y a tal efecto midieron la relación entre la cantidad de ahorro de un país y la inversión en un artículo de 1980. Ellos esperaban encontrar una relación muy baja partiendo del supuesto de que la movilidad internacional de capitales era muy elevada y, como consecuencia suponían que el ahorro de cada país fluía hacia aquellos destinos de inversión de mayor rentabilidad. Para su sorpresa, lo que encontraron fue más bien lo contrario. El análisis de sección cruzada que realizaron para los países de la OCDE, de los que disponían de mejores datos daban un coeficiente de regresión en torno a 1. Lo que se deducía de su análisis es que una gran parte del ahorro nacional se canalizaba hacia la inversión en vehículos nacionales de todo tipo.

Lo sorprendente de los resultados llevó a distintos autores a replicar su análisis para muestras de países y períodos de tiempo diferentes, obteniendo resultados en la misma línea de Feldstein y Horioka. Por ejemplo, Jones y Obstfeld (2001) ampliaron la muestra y el período de tiempo analizado para conseguir resultados muy parecidos. Las críticas que se han realizado a la metodología y resultados de los autores no han conseguido presentar datos concluyentes en sentido contrario, por lo que el hecho estilizado que parece deducirse de aquí es un elemento más para explicar por qué el ahorro no fluye hacia los países menos desarrollados. Si el porcentaje de ahorro nacional que acaba yendo a parar a inversiones en el extranjero es pequeño, los flujos de capital no tienen que seguir la dirección predicha por el modelo neoclásico. Por tanto son otras las razones que explican la dirección de esos flujos.

Por otro lado, se constata que el grado de globalización de los mercados de capitales se ha incrementado en los últimos años. En un estudio muy minucioso, Obstfeld y Taylor (2004) analizan los flujos de capital entre países en relación al PIB con una perspectiva histórica. En los capítulos 2 y 3 del libro mencionado ponen de manifiesto que el grado de apertura de los mercados de capital internacionales fue relativamente amplio hasta la Gran Depresión, sufrió después una severa contracción y desde principios de los años ochenta del siglo pasado ha vuelto a crecer. De esa manera la globalización de los mercados de capitales, parte del fenómeno de globalización al que hemos hecho referencia al explicar los desequilibrios globales, en realidad implica volver a patrones que ya se habían dado hace un siglo. Sus datos avalan el hecho de que la mayor apertura de los mercados de capitales durante los últimos 30 años es uno de los fenómenos que explicaría el crecimiento de los desequilibrios globales. Una mayor disponibilidad de fuentes de financiación externas permite mantener déficits por cuenta corriente más elevados y por más tiempo aunque la restricción presupuestaria en el largo plazo actúa para poner freno a esa tendencia.

Estas pautas globales no se observan de forma tan acentuada, sin embargo, en el microcosmos que es la zona euro. Desde que se implantó la moneda única, tanto los flujos de cartera como la IDE intra zona aumentaron sensiblemente desde el año 2000. Aquí, sin embargo, en la medida en que se trataba de economías avan-

zadas y con sistemas financieros desarrollados, el flujo sí tomó la dirección prevista por el modelo: tanto la inversión de cartera como la IDE fluyó de los países con mayor renta per cápita hacia los países con menor renta. Cierto es que la unificación de tipos de interés en el lanzamiento del euro provocó, por un lado, que en los países más inflacionista la existencia de tipos de interés reales negativos alentara la disposición del sector privado a endeudarse. Por otro, la pertenencia a la moneda única produjo un relajamiento de la percepción del riesgo por parte tanto de los países emisores de fondos como de aquellos que invertían a través de intermediaros financieros residentes en estos países, principalmente el Reino Unido. En cualquier caso, esto produjo un sobreendeudamiento de los países periféricos de la zona euro, que paralelamente soportaron importantes déficit comerciales. En el caso español, el déficit alcanzó en términos relativos cifras parecidas a las de EE UU, un 6 por 100. Podríamos establecer el símil que, si ese déficit representaba un riesgo sistémico para la economía global mal percibido, los déficit de algunos periféricos, como el español, podría haber representado un riesgo sistémico regional para la zona euro que no fue en su momento correctamente valorado por las autoridades comunitarias y del BCE. Y cuando el proceso de desapalancamiento se puso en marcha a escala global, cesaron los flujos financieros hacia estos países, dificultando su acceso a los mercados mayoristas, con espectaculares aumentos de las primas de riesgo y, en última instancia, el rescate.

La evidencia empírica muestra lo mismo. El puzzle de Feldstein y Horioka ha llevado a algunos autores a analizar la misma relación entre ahorro e inversión pero no entre distintos países, sino dentro de las regiones o zonas del mismo país. Obstfeld (1995) muestra que la correlación entre ahorro e inversión dentro de un país para una muestra amplia es muy reducida y tiende a cero, lo que implica que la movilidad interna de capitales es muy grande. No tiene sentido hablar de balanza por cuenta corriente de las regiones de un país, por lo que los desequilibrios regionales no pueden ser analizados a este nivel. Pero lo que sí lo tiene, como hemos explicado en la primera de las partes, es estudiar los desequilibrios regionales en la Unión Europea y la zona euro. A tal efecto, un estudio inicial de Blanchard y Giavazzi (2002) muestra que la correlación entre ahorro e inversión nacional se ha reducido mucho, poniendo de manifiesto que la integración económica ha asimilado el comportamiento del mercado de capitales al que se da en el interior de un país partiendo de un comportamiento inicial muy distinto. Por tanto, el análisis de los desequilibrios regionales por cuenta corriente es muy pertinente en el caso de la Unión Europea y la zona euro. Pero para hacerlo hay que tener en cuenta que la integración entre los mercados de capitales de los países de la zona, medida por la correlación entre el ahorro y la inversión a nivel de países, es mucho mayor que la que existe en los mercados de capitales mundiales. Por tanto, las causas y consecuencias de los desequilibrios regionales y su comportamiento durante la presente crisis económica son muy diferentes de los desequilibrios globales. Comparten unos mismos valores iniciales y el comienzo de la evolución, pero nada más. Esa diferencia tiene una importancia crucial para explicar por qué los procesos de corrección son tan diferentes, como explicaremos en la sexta parte de este trabajo.

4. El papel de los desequilibrios y su financiación en la Gran Recesión

Dentro del interés y la mayor preocupación por los desequilibrios globales, hay una importante rama dentro de esta nueva literatura que apunta a que las nuevas pautas de financiación han podido ser uno de los principales factores que han desencadenado de Gran Recesión. Según esta línea de literatura, la insostenibilidad de las posiciones exteriores netas pudo haber estallado en otoño de 2008 e invierno de 2009, a través de una grave crisis financiera cuyo epicentro se produjo justamente en el país cuyo déficit exterior constituía más del 70 por 100 de los déficits acumulados a escala global. Existe además un amplio consenso en que la crisis

financiera fue propagada y apoyada por los fallos en la arquitectura del sistema monetario internacional. Las causas subyacentes son una cuestión distinta, pero la evidencia apunta a que el sistema monetario no fue capaz de corregir la inestabilidad financiera que se generó durante los años previos al colapso de 2008. El consenso cifra los elementos críticos de esa inestabilidad en dos riesgos de carácter sistémico que afectaron a todo el sistema financiero global: por el lado del precio de los activos, unas primas de riesgo históricamente bajas, y por el lado de las cantidades, la acumulación de los desequilibrios globales que se han analizado en el apartado anterior. La ausencia de factores correctivos dentro del propio sistema financiero global —más bien los hubo acentuadores— tuvo como resultado el sobredimensionamiento de los balances de los bancos y las familias, alimentando la infravaloración de los riesgos y la sobrevaloración de los activos, especialmente en los mercados de vivienda en países sistémicamente críticos como EE UU. En la literatura se han identificado los factores macroeconómicos que llevaron a esta situación que analizaremos con cierto detalle en este apartado y que se pueden organizar en tres líneas de investigación: un exceso de ahorro global planeado sobre la inversión (*savings glut*), un exceso similar de liquidez (*liquidity glut)* y una fuerte demanda global y una insuficiente oferta de- activos financieros líquidos y seguros. Dentro de estas tres grandes líneas englobamos trabajos que desarrollan líneas diferenciadas y muy atractivas, como la macroeconomía de la escasez de activos de Caballero, o la escasa comprensión por parte de los diferentes esquemas de política monetaria de los flujos financieros internacionales brutos.

La hipótesis del Savings Glut

Desde el artículo seminal de Bernanke (2005), la idea central que hay bajo la hipótesis del *savings glut* es que, a escala global, los agentes planeaban ahorrar una cantidad que excedía la inversión planeada global. La frase que resumía este concepto es que había «demasiado capital a la caza de inversiones», lo cual explicaría los bajos tipos de interés reales que hubo en los años previos a la crisis. Los bajos rendimientos alimentaron, a su vez, una reducción en la percepción del riesgo de muchos activos, otro de los factores que alimentaron la crisis financiera. Este conjunto de factores es coherente con las nuevas pautas de financiación que se han mencionado previamente, y que reforzaría la idea de unos excesivamente bajos tipos de interés nominales en EE UU en los años previos a la crisis.

Dentro de esta corriente se señalan además una serie de factores de política económica que no ayudaron a corregir este problema, siendo el principal de ellos la acumulación de reservas exteriores por parte de países emergentes, especialmente China. Este aspecto, quizá uno de los elementos de mayor tensión en las relaciones entre EE UU y China, se debe a la decidida política cambiaria de las autoridades chinas para mantener el tipo de cambio del yuan infravalorado. Esta decisión, más allá de la mera acumulación de reservas exteriores, puede tener una explicación más profunda en la sostenibilidad del modelo de crecimiento chino, basado en las exportaciones. El espectacular período ininterrumpido de crecimiento de esta economía puede verse interrumpido si, como se pide desde diversos ámbitos, el Gobierno chino decidiera revalorizar el yuan. Las consecuencias de este ajuste podrían aumentar la inestabilidad social y política en un país donde cada punto de desempleo se estima que supone entre 6.000.000-7.000.000 de parados sin apenas protección social. También es cierto, que más allá de esta política, el escaso desarrollo institucional de los países emergentes (incluida China), provocó que la propensión a ahorrar fuese significativamente más elevada que en el resto del mundo.

Es notable que esta tesis sea mantenida mayoritariamente por responsables políticos norteamericanos que culpan básicamente a China de esta situación de exceso de ahorro[1] y de las insuficientes reformas estructu-

[1] Parecen no tener en cuenta que la acumulación de reservas exteriores por parte de la India sigue una pauta cuando menos similar.

rales para corregir desequilibrios externos e internos básicamente en China, pero también a Japón y a Alemania. Según esta literatura, en el caso de China, la elevada propensión a ahorrar estaría determinada por factores estructurales, tales como la acumulación de ahorros por motivo precaución ante la ausencia de sistemas de protección social, el envejecimiento de la población, que obliga a los adultos a prever una vejez sin ayuda de la red familiar y el subdesarrollo financiero y legal que no permite una adecuada apropiación de los beneficios financieros y empresariales. Sin embargo, la tesis no se mantiene para el resto de los países desarrollados con superávit y con uno de los principales acreedores de EE UU, los países del Golfo Pérsico.

La hipótesis del Liquidity Glut

Contra esta visión de que el entorno de bajos rendimientos y de infravaloración de los riesgos estuvo provocado por factores de mercado y de política económica generados básicamente en el Extremo Oriente, existe otra corriente de literatura que apunta a que este fenómeno no puede ser exclusivamente atribuible a un exceso de ahorro, y que las laxas condiciones monetarias creadas por los principales bancos centrales del mundo jugaron un papel importante.

El caso más relevante se ha construido contra la Reserva Federal, que durante los años previos a la crisis mantuvo los tipos muy por debajo de los niveles que se deberían haber fijado por alguna de las diferentes versiones de la regla de Taylor. En concreto, los tipos cayeron del 6,5 por 100 en enero de 2001 al 1 por 100 en junio de 2003, y no fueron seguidos por subidas igualmente agresivas a medida que la economía norteamericana fue acelerando su crecimiento. De forma explícita se señala que las causas de esta decisión están en una política de «negligencia benigna», en la medida en que las tasas de inflación se comportaron de acuerdo a los objetivos fijados, las autoridades monetarias no tuvieron incentivos para subir los tipos. Esto es cierto en tanto en cuanto se mantuvo la errónea expectativa de que el fuerte shock de productividad positivo que se inició en los los años noventa se mantuvo en el tiempo a lo largo de la década de los 2000 y que la «gran moderación» había conseguido anclar las expectativas de inflación en niveles acordes con los objetivos de los bancos centrales. Hasta cierto punto, no había ningún indicador que, de acuerdo a los esquemas generalmente aceptados de política monetaria, motivase un aumento de tipos.

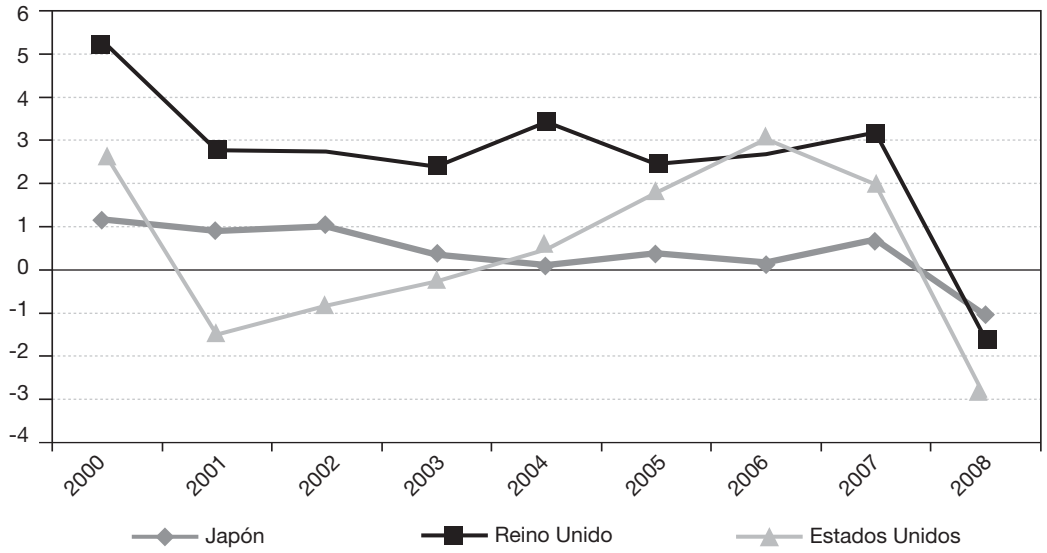
Los Gráficos 6 y 7 muestran la situación. En ambos aparecen los tipos de interés reales, medidos como la diferencia entre el tipo de interés de intervención a finales de año y la inflación anual. La muestra abarca desde el año 2000 hasta 2008 cuando los comienzos de la crisis ya se notan incluso en los tipos de interés de intervención. En el Gráfico 6 están los tipos de interés real para Japón, Reino Unido y Estados Unidos, mientras que el Gráfico 7 incluye cinco países de la eurozona: Alemania, Holanda, Italia, Portugal y España.

Como puede observarse en el Gráfico 6 los tipos de interés reales de Estados Unidos han estado, salvo un año, en niveles muy bajos, incluso negativos. Esa fue la respuesta de política monetaria de la Reserva Federal a la crisis de las empresas tecnológicas en los años 2000-2001 y los niveles han seguido siendo muy bajos dado que no se percibían riesgos de un repunte inflacionario en la economía. Estados Unidos ha sido uno de los actores claves en los desequilibrios globales que estamos analizando. Curiosamente, el comportamiento del Banco de Inglaterra ha sido mucho más precavido, manteniendo tasas de interés reales en un entorno del 3 por 100, pero el Reino Unido ha actuado más como plaza de transacciones financieras de gran calado que como un agente de los desequilibrios globales.

En el Gráfico 7 hay que tener en cuenta que el tipo de interés de referencia es el del Banco Central Europeo, común a todos. El BCE lo ha utilizado como un instrumento para mantener la inflación media ponderada de la zona euro en un entorno del 2 por 100, lo cual implica que los tipos de interés reales de cada país han dependido más de la inflación nacional que del BCE.

GRÁFICO 6

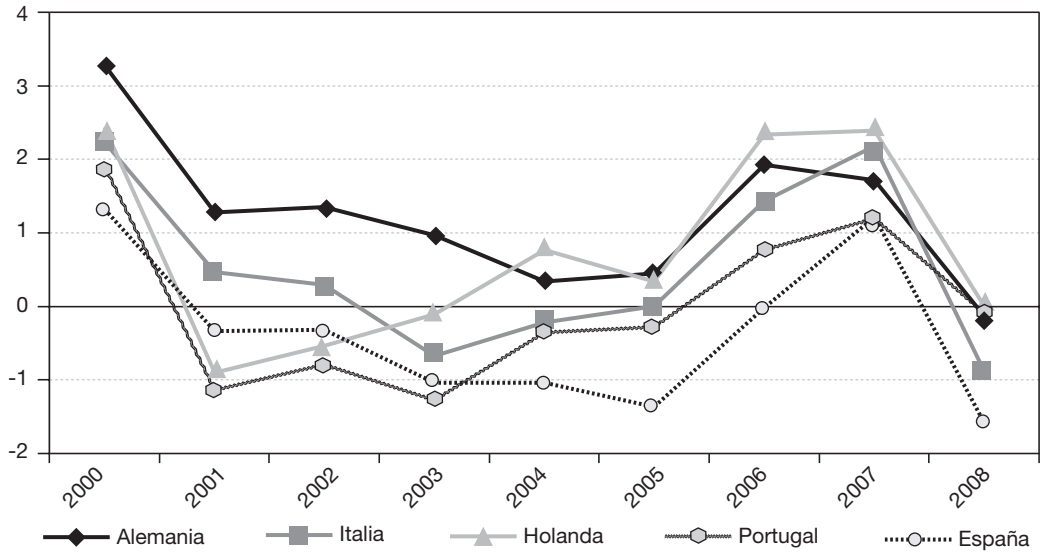
TIPOS DE INTERÉS REALES, 2000-2008. JAPÓN, REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS



FUENTE: FMI y elaboración propia.

GRÁFICO 7

TIPOS DE INTERÉS REALES, 2000-2008. ALEMANIA, ITALIA, HOLANDA, PORTUGAL Y ESPAÑA



FUENTE: FMI y elaboración propia.

En su momento ya se señaló que el tipo de interés del BCE era adecuado para países con inflación baja pero no para aquellos que tenían una inflación elevada. De todas maneras se observa que el tipo de interés real cae en todos los países, excepto en Holanda, desde el año 2000 a 2005. Durante esos años el BCE no observa riesgos inflacionarios y mantiene el tipo de interés en torno al 2 por 100. En 2006 lo incrementa de forma continua hasta alcanzar un 3,5 por 100 ante lo que se considera un repunte de la inflación. Parece deducirse, pues, que ni el BCE ni las autoridades monetarias de otros países han tenido en cuenta nada más que los riesgos inflacionarios para fijar sus tipos de interés de intervención. Este es el acercamiento que podríamos considerar «clásico» al problema. Pero no era el único, y por lo que se ha visto *a posteriori*, tampoco el mejor.

Las asimetrías de la globalización financiera

Ya se ha señalado que el subdesarrollo financiero de los mercados emergentes fue un factor estructural en el desarrollo de un exceso de ahorro con necesidad de ser invertido en el exterior, de acuerdo con la hipótesis del Savings Glut. Este subdesarrollo implica restricciones al crédito para sus consumidores y empresas, lo que impide una correcta traslación de consumo presente a consumo futuro, así como la financiación de inversiones rentables. Por ello, las economías emergentes de alto crecimiento y con sistemas financieros subdesarrollados, es de esperar que produzcan un exceso de ahorro que canalizarán al exterior.

La evolución de las principales economías asiáticas durante los años precedentes a la crisis de 2007 estuvo marcada por un importante cambio en el patrón de crecimiento. De alguna forma, el recuerdo de las dificultades pasadas después de la crisis de 1997 provocó que estos patrones se orientaran hacia la actividad exportadora, cambio alentado por la mejora de productividad de las TIC y la bajada de los precios de las materias primas a principios de siglo. Estos importantes cambios por el lado de la oferta no se vieron correspondidos por cambios similares en la demanda interna: precisamente el escaso desarrollo financiero de estas economías impidió que los excedentes generados por el crecimiento se utilizaran en proyectos de inversión en estas economías, que, por otro lado, siguen teniendo un alto potencial de crecimiento y de oportunidades de inversión. Importantes trabajos como el de Chin y Ito (2005-2008) y Dorrucci (2009) apuntan a que el subdesarrollo financiero está ligado a la acumulación de los grandes desequilibrios globales.

Pero quizá lo más significativo para la evolución futura de los desequilibrios globales y su financiación es que este subdesarrollo financiero puede desaparecer a medio plazo: algunos países están dando señales de que se está produciendo un cambio importante que terminará por alcanzar estándares similares a los sistemas financieros propios de países desarrollados. Si este es el caso, la conclusión más importante es que «*the ability of any financially development country to borrow extensively from the rest of the world, and thus accumulate massive levels of external debts ad infinitum, will likely reduced over time (as funding costs become punitive)… In a world characterized by a greater degree of financial symmetry, there would be far less likelihood of the accumulation of imbalances that occurred prior to the global financial crisis*», Dorrucci y Kay (2011). Aunque como veremos a continuación, la corrección de estos desequilibrios no se está produciendo por esta vía, no es menos cierto que la reducción de esta asimetría financiera probablemente impedirá, en buena medida, su reproducción en el futuro.

De manera conexa a esta corriente de literatura, Ricardo Caballero (2006) ha desarrollado una interesante hipótesis acerca de la creación de ese entorno de bajos rendimientos e infravaloración de los riesgos que se produjo en los años precedentes a las crisis. En una serie de artículos, Caballero ha defendido que durante la década precedente se produjo una «escasez de activos» seguros a nivel global, apuntando más que a un exceso de ahorro o de liquidez, a una escasez por el lado de la oferta. Según esta hipótesis, salvo en las zonas de in-

fluencia del dólar, euro y yen en el resto del mundo no hay una oferta apreciable de activos libres de riesgo, libres en el sentido de que los flujos de cartera estén protegidos por un marco legal e institucional que garantice su rápida repatriación. Este hecho explicaría, en parte, el fenómeno de la paradoja de Lucas y el hecho de que los flujos financieros vayan buscando activos emitidos por instituciones y agentes integrados en sistemas financieros desarrollados. Y sería compatible con que los países emergentes, aunque no cuenten con estos sistemas, si cuentan ya con un sistema lo suficientemente desarrollado de protección de los derechos de propiedad como para que los flujos de inversión extranjera directa se hayan dirigido hacia ellos. Esta escasez, argumenta Caballero, ha tenido un efecto explosivo en entornos descritos por las hipótesis del *savings* o *liquidity glut*. Wall Street, principal proveedor mundial de este tipo de activos, se ha visto presionado a satisfacer las necesidades de una demanda creciente de los mismos. Ante la incapacidad del mundo desarrollado de generar suficientes oportunidades de inversión que transformar en papel seguro, la innovación financiera desarrolló una serie de productos bien conocidos, que finalmente, a través del modelo de negocio basado en el «originar para distribuir», habrían provocado el colapso financiero de 2008. Precisamente, si la globalización financiera reduce las asimetrías entre los diferentes sistemas, aumentará la oferta de activos seguros por parte de centros financieros de otros lugares del mundo (Subacchi *et al.,* 2012), lo que reducirá, por un lado, la presión sobre los centros tradicionales aunque por otro no es descartable que pueda provocar la aparición de burbujas locales en los nuevos centros.

5. Evolución futura de los desequilibrios globales

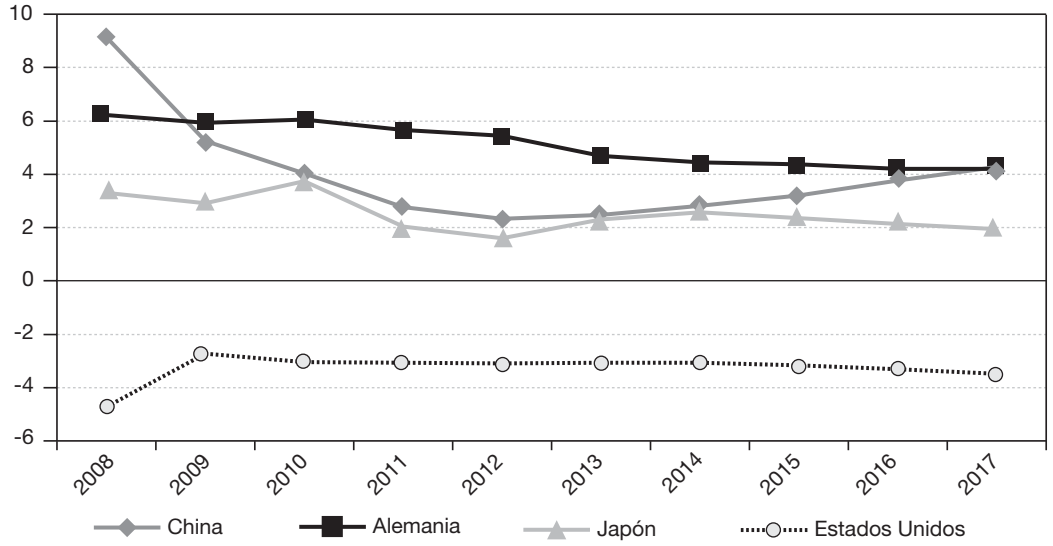
Pasamos ahora a analizar la evolución del déficit por cuenta corriente durante la crisis y las previsiones de futuro. Para eso presentamos dos gráficos. En el Gráfico 8 la evolución del déficit por cuenta corriente de Alemania, Japón, China y Estados Unidos desde 2008 hasta 2017. Por un lado tenemos los datos de 2008 a 2011 y por otro lado las previsiones que hace el Fondo Monetario Internacional para los años 2012 a 2017 inclusive. Hemos dejado de lado a los países productores de petróleo cuyos datos incluimos en el Gráfico 1, concretamente Rusia y Arabia Saudita y también el dato de Reino Unido. Es bastante más significativo ver la evolución de las economías no petroleras con superávit por cuenta corriente y Estados Unidos.

Durante la crisis y hasta el momento se observa que el déficit de Estados Unidos se ha reducido considerablemente con un pico en 2009 y un posterior crecimiento del mismo. La contraparte es la considerable reducción del superávit por cuenta corriente de China en los mismos años. El de Japón ha decrecido pero menos y el de Alemania ha variado poco. Eso puede deberse al efecto del impacto de la crisis sobre las importaciones de Estados Unidos que es a su vez el principal mercado de los productos chinos. El desequilibrio se reduce pero no se elimina. Puede decirse que los desequilibrios globales están en camino de reducirse si se toman los datos hasta 2011. Pero si atendemos a las predicciones del Fondo Monetario Internacional para los años 2012-2017 el desequilibrio no desaparece sino que incluso vuelve a crecer. Se espera que el déficit de Estados Unidos crezca de nuevo a la par que el superávit de China, mientras que el de Japón apenas cambia y el de Alemania decrece por razones que veremos después. Con estos datos lo que podemos decir es que los desequilibrios globales que como hemos analizado en la parte anterior explican en parte la crisis, no tienen visos de reducirse

La percepción del déficit de EE UU como un desequilibrio global que planteaba un importante desafío al sistema monetario internacional, se vio en cierta medida atenuado por la percepción de muchos analistas del papel que juega como «banquero del mundo». Recordemos que la diferencia entre la balanza comercial (exportaciones menos importaciones) y cuenta corriente es la balanza de rentas y transferencias. En términos com-

GRÁFICO 8

DÉFICIT O SUPERÁVIT POR CUENTA CORRIENTE SOBRE EL PIB. DATOS 2008-2011 Y PREVISIONES 2012-2017



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

parativos, el saldo de esta balanza suele ser pequeño comparado con la comercial y del mismo signo que el saldo comercial: países con déficit comercial tienden a acumular deuda exterior y pagar por ello intereses al resto del mundo. Sin embargo, durante estos años, la balanza de rentas de EE UU ha tenido superávit a pesar de que mantenía una posición neta deudora. Esto, lógicamente, solo puede deberse a que los intereses que paga EE UU por su deuda son inferiores a los que recibe por sus activos exteriores. Gourinchas y Rey (2007) señalan que EE UU disfruta de este «privilegio exorbitante» debido a que este país se endeuda a corto y presta a largo, beneficiándose así de un importante margen de intermediación, ampliado por las ventajas que disfruta en su posición de país emisor de la divisa de reserva internacional.

Si bien es cierto que muchos analistas esperaban que la evolución de la deuda exterior norteamericana no era sostenible y que necesariamente debía producirse una importante corrección del déficit y, por ende, del dólar, lo cierto es que la evolución de los acontecimientos fue ligeramente distinta de lo esperado. El colapso del sistema financiero de EE UU en otoño de 2008 fue considerado por muchos como el inicio de una fuerte corrección que podría llevarse por delante incluso al propio dólar. En esas fechas muchos esperaban (Samuelson, 2008) una gran depreciación del dólar debido a su insostenible posición por la enorme presión ejercida por la deuda exterior acumulada en los años previos. Sin embargo, en medio de la tormenta financiera se produjo paradójicamente una apreciación del dólar. En un primer momento se consideró que esto se debía fundamentalmente a su papel como divisa de reserva-refugio. Sin embargo, quizá sería más adecuado razonar en términos de que no había una alternativa financiera suficientemente creíble para canalizar los ahorros mundiales que un Wall Street respaldado por el Tesoro Norteamericano y la Reserva Federal. La corrección del déficit comercial se produjo más bien por la reducción de la demanda interna, toda vez que los posteriores aconteci-

mientos en la zona euro revalorizaron aún más el papel del dólar como refugio financiero, si bien no con la debida celeridad como para no seguir constituyendo un problema.

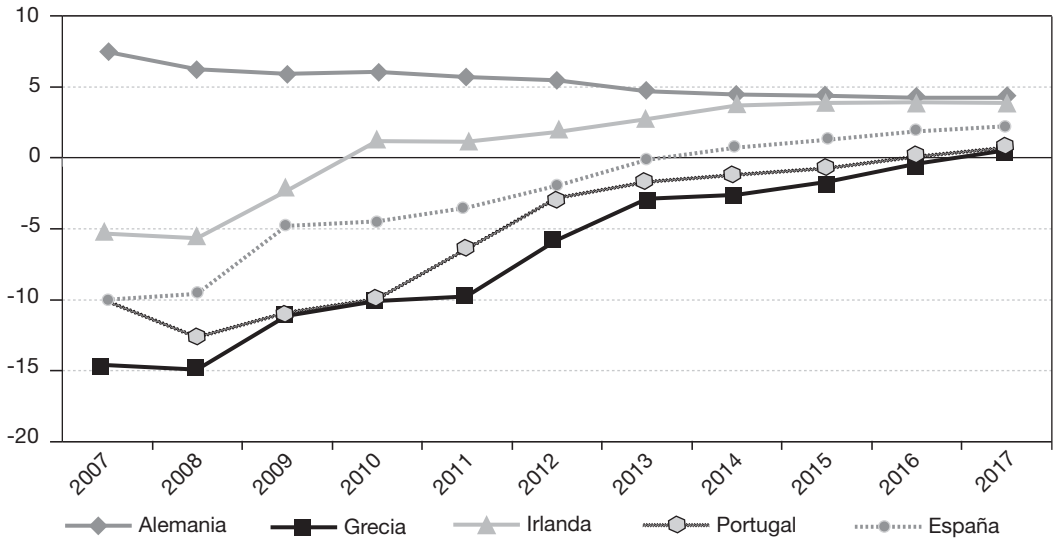
El mantenimiento de los desequilibrios globales en los próximos años nos vuelve a llevar a un problema que se ha tratado en el apartado 4, aunque de forma un tanto tangencial, que es la arquitectura del sistema monetario internacional (SMI). Dorrucci y Kay (2011) argumentan a lo largo de su trabajo y de forma bastante convincente que la acumulación de desequilibrios —y podríamos decir lo mismo de su persistencia— no se debe tanto a una provisión de liquidez demasiado laxa por parte del SMI en su conjunto, sino que este no proporciona suficientes incentivos políticos y/o de mercado para proveer la que según ellos es su segunda función principal, la provisión de estabilidad externa. El peligro que se ha señalado tradicionalmente dentro de la literatura es que en ausencia de estos incentivos, se pueda producir un ajuste abrupto y desordenado de los desequilibrios con el consiguiente coste en términos de caída de PIB y de depreciación de las divisas implicadas, en este caso especialmente el dólar. Sin embargo los sucesos del primer trimestre de 2009 parecen contradecir esta idea. Más bien sugieren que el papel de EE UU como principal proveedor de liquidez del SMI puede estar ayudando al mantenimiento de este *statu quo* más allá de lo previsto inicialmente.

En efecto, muchos autores sostienen (Doodley, Forkerts-Landau *et al.,* 2003) que el sistema actual, que denominan «nuevo Bretton Woods», es un sistema mixto que incluye regímenes fijos y flexibles y que cuya característica principal a diferencia del antiguo Bretton Woods es que no existen restricciones a la oferta de liquidez internacional. La existencia de grandes mercados financieros globales hace que la provisión de liquidez deje de depender del déficit exterior de EE UU y se convierta más en un proceso de transformación de vencimientos en los que los activos líquidos seguros se transforman en activos menos líquidos y a mayor plazo (la inversión extranjera directa entre ellos.) Sin embargo, un colapso como el de 2008 y el comportamiento del dólar en invierno de 2009 sugiere que el argumento del «privilegio exorbitante» de EE UU como emisor del dólares sigue en parte vigente al igual que el "dilema de Triffin." Es cierto que estas hipótesis funcionarían para los años previos a 2008 en los cuales se verificaría una nueva versión de Triffin, según la cual, el emisor de la divisa internacional solo puede satisfacer la demanda global de liquidez si sobre estimula su demanda doméstica. En última instancia esto le debería llevar a la acumulación de deuda, que por otro lado socavará la credibilidad de la divisa internacional y su estatus como moneda de reserva. Según esta teoría, 2009, como señalaba Samuelson, hubiera debido ser el momento de la crisis del dólar. El hecho de que se apreciara en esa fase nos lleva de nuevo a que el «nuevo Bretton Woods» no opera tanto a través de las posiciones reales sino a través de los flujos financieros brutos. De nuevo, como señalaba Caballero, al ser Wall Street el único centro a nivel mundial capaz de proveer una cantidad suficiente de activos seguros, EE UU sigue manteniendo una nueva versión también del «privilegio exorbitante» que explicaría, en parte, su capacidad para salvar una corrección severa del tipo de cambio del dólar y, por ende, de mantener su desequilibrio exterior. Otra cuestión distinta es durante cuánto tiempo será capaz de sostener esta posición y, por tanto, su capacidad para acumular desequilibrios. Recordemos que desde el G20, un creciente número de países, con China a la cabeza, comienzan a reclamar un sistema monetario internacional multipolar, en el que el dólar dejaría tener el cuasi-monopolio de provisión. Las propuestas que apoyan este sistema parecen reclamar que varios «centros» tengan capacidad para actuar como «suministradores» de liquidez. Lo que no está tan claro es que ese sistema sea capaz de proporcionar el segundo elemento clave del sistema, la estabilidad exterior y financiera. En este sentido, hay que mencionar que tanto el BCE como Alemania se muestran muy reacios a aceptar este papel para el euro.

Pasamos ahora a ver la evolución de los desequilibrios regionales durante la crisis (2008-2011) y las proyecciones del Fondo Monetario Internacional para los

GRÁFICO 9

DÉFICIT Y/O SUPERÁVIT SOBRE EL PIB. DATOS DE 2007 A 2011 Y PROYECCIONES DE 2012 A 2017



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

años 2012-2017. Para centrarnos en lo fundamental mostramos solo los datos de Alemania, España, Irlanda, Grecia y Portugal. Alemania es la economía mayor con superávit y los otros cuatro países los que han solicitado distintos tipos de rescate en la Unión Europea[2]. Sí podemos afirmar que los datos durante la crisis y las proyecciones son que Holanda tiene un superávit sobre el PIB muy elevado y los datos de Italia y Francia oscilan en magnitudes relativas no muy relevantes, aunque sí para la política económica de cada uno de esos países. La evolución la mostramos en el Gráfico 9.

Lo que los datos muestran es que entre 2007 y 2011 el superávit de Alemania se ha reducido, pero no mucho, mientras que el déficit de los otros cuatro países ha disminuido mucho, sobre todo por la intensa contracción de sus economías que hace imposible o innecesario comprar bienes y servicios en el exterior. Irlanda ha conseguido un superávit ya en 2011 y España se ha acercado al saldo cero en el mismo año. Pero lo más significativo son las proyecciones que hace el Fondo Monetario Internacional según las cuales todos los países alcanzarán el equilibrio de la balanza por cuenta corriente para 2016 o 2017. Al mismo tiempo, el superávit alemán se está reduciendo ya y quedará casi tres puntos por debajo del nivel previo a la crisis, tal y cómo aparecía también en el Gráfico 3.

Por tanto podemos decir que está en marcha un proceso rápido de reducción de los desequilibrios regionales, sobre todo por el lado de la desaparición de los déficits por cuenta corriente de los países más endeudados, Grecia, Irlanda, Portugal y España; mientras que la reducción del superávit de Alemania es claramente inferior y no apunta a su desaparición. Claramente esta situación es muy distinta de la que está operando a escala global: mientras que EE UU, ante un problema de sobreendeudamiento similar al de España o Grecia, no se

[2] No tenemos en cuenta ni a Chipre ni a Eslovenia por el tamaño de sus economías.

ve obligado a corregir su déficit exterior mediante una abrupta corrección vía demanda interna, los países más endeudados de Europa se ven obligados a afrontar la disyuntiva de aceptar un profundo ajuste o abandonar la zona euro, lo que, en cualquier caso, tendría efectos difíciles de cuantificar en términos del PIB, pero que en cualquier caso sería de una magnitud probablemente superior al ajuste que están realizando ahora.

A diferencia del sistema monetario internacional, parece que la zona euro sí dispone de mecanismos capaces de ajustar desequilibrios de riesgo sistémico para la supervivencia de la moneda única, por imperfectos que puedan parecer y pese a no ser una zona monetaria óptima. El hecho de que EE UU sea capaz de afrontar una situación parecida no es un ejemplo que pueda extrapolarse a estos países, y no tanto porque su moneda fluctúa libremente, sino porque disfruta de una posición privilegiada en el core del sistema financiero y monetario global. De acuerdo con las previsiones del FMI, las economías europeas serán capaces de corregir sus desequilibrios y dejarán de ser, a medio plazo, un problema para el conjunto de la moneda única. Obviamente lo que en estos momentos se discute y lo que reflejan las primas de riesgo es simplemente si estos países serán capaces de aguantar el coste social de estos ajustes.

6. Conclusiones

La evolución de los flujos financieros internacionales no nos permite afirmar, a fecha de hoy, si los grandes desequilibrios globales van a dejar de plantear riesgos sistémicos a la economía mundial. Los factores que se han enumerado a lo largo de este trabajo es que EE UU, en la medida en que mantenga su posición central dentro del sistema monetario internacional, tendrá capacidad para seguir manteniendo de forma continuada grandes desequilibrios exteriores sin que se produzca un ajuste violento o desordenado en términos de tipos de cambio a corto plazo. Por este motivo, cabe esperar que siga ejerciendo de intermediario financiero mundial en la transformación de plazos y riesgos, y que las pautas actuales de la inversión extranjera directa se mantengan en el sentido de ir desde los países con mayor renta per capita a los de menos. Sin embargo, la evidencia en el caso de los desequilibrios regionales dentro de la zona euro parece ir en sentido contrario y apunta a que los países deudores seguirán realizando un importante ajuste de sus desequilibrios exteriores en los próximos años, lo que sin duda reforzará la posición financiera exterior de la Unión Europea y el euro, aunque persista el riesgo evidente de desestabilización política y social de estos países.

Sin embargo, la globalización financiera y la reducción de su asimetría, especialmente por la mejora institucional de zonas críticas del sistema, especialmente la asiática, puede cercenar a medio y largo plazo la posibilidad de que EE UU y otros países desarrollados puedan seguir financiando esos grandes desequilibrios recurriendo al ahorro de las economías emergentes. Es de esperar que estos países sean capaces de crear sistemas financieros suficientemente desarrollados como para que realicen la transformación de plazos y riesgos que hace ahora mismo EE UU y otras economías desarrolladas por ellos.

En este contexto, y durante el período 1998-2011, la IDE se ha comportado de forma dispar, pero en general se puede apuntar a que, como es previsible de acuerdo a los modelos, ha aumentado el flujo de forma constante desde los países desarrollados a los emergentes. Esta tendencia tan clara no se observa para los flujos entre países desarrollados, que ha tenido un comportamiento claramente cíclico, de manera que en los años posteriores a la crisis la proporción de la primera respecto del total ha aumentado. Lo que sí podemos afirmar es que este esquema puede mantenerse a corto y medio plazo. Sin embargo, la IDE no puede ser ajena al proceso de globalización financiera y mejora institucional, de forma que si las economías emergentes son capaces de mejorar sus propias condiciones de financiación, es previsible que tienda a comportarse de forma cíclica por igual en ambos grupos de países.

Todos estos desarrollos dependen, en buena medida, del rumbo que tome el debate sobre la arquitectura del

sistema monetario internacional y, especialmente, del debate acerca de sus dos rasgos esenciales, la provisión de liquidez y la estabilidad financiera. Como hemos señalado, mientras que el sistema se ha mostrado demasiado elástico en la liquidez y es previsible que lo siga siendo, en el caso de la estabilidad financiera todavía no se ha encontrado una fórmula que garantice la corrección ordenada de desequilibrios externos. En este sentido, el experimento de la zona euro —con todos sus defectos— puede estar sentando las bases de un futuro sistema de prevención y resolución de este tipo de situaciones.

Referencias bibliográficas

[1] BLANCHARD, O. y GIAVAZZI, F. (2002): «Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka puzzle?» *Brooking Papers on Economic Activity,* nº 2, pp 147-209.

[2] BRACKE, T.; BUSSIÈRE, M.; FIDORA, M. y STRAUB, R. (2008): «A Framework for Assessing Global Imbalances» *Occasional Paper* Series nº 78, Junio. European Central Bank, Frankfurt.

[3] CABALLERO, R.J. (2006): «On the Macroeconomics of Asset Shortages» NBER *Working Paper* 2753,

[4] CHEN, R.; MILESI-FERRETTI, G. y TRESSEL, T. (2012): «External Imbalances in the Euro Area», IMF *Working Paper*, WP/12/236.

[5] CHINN, M.D. e ITO, H. (2005): «What Matters for Financial Development? Capital Controls,Institutions and Interactions», NBER *Working Paper,* nº 11370.

[6] CHINN, M.D. e ITO, H. (2008): «East Asia and Global Imbalances: Savings, Investment and Financial Development», paper prepared for the 18th Annual NBER-East Asian Seminar on Economics.

[7] DOOLEY, M.P.; FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBER, P. (2003): «An Essay on the Revived Bretton Woods System», NBER *Working Papers,* No 9971.

[8] DORRUCCI, E.; MEYER-CIRKEL, A. y SANTABÁRBARA, D. (2009): «Domestic Financial Development in Emerging Economies: Evidence and Implications», *Occasional Paper Series*, nº 102, abril. European Central Bank, Frankfurt.

[9] DORRUCCI, E. y KAY, J. (2011): «The International Monetary System after the Financial Crisis», *Occasional Paper Series,* nº 123, febrero, European Central Bank, Frankfurt.

[10] ECB Econometric Team (2012): «Competitiveness and External Imbalances within the Euro Area», *Occasional Paper Series*, Nº. 139/Diciembre 2012.

[11] FELDSTEIN, M., y HORIOKA, Ch. (1980): «Domestic Saving and International Capital Flows» *Economic Journal,* nº 90, junio, pp 314-329.

[12] GOURINCHAS P. y REY, H. (2007). «From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege», en G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, R. Clarida (ed.), University of Chicago Press, Chicago.

[13] JONES, M y OBSTFELD, M. (2001): «Saving, Investment and Gold: A Reassessment of Historical Current Account Data» incluido en CALVO, G., DORNBUSCH, R. y OBSTFELD, M (2001) Money, Capital Mobility and Trade: Essays in Honor of Richard Mundell. MIT Press, Cambridge, Mass.

[14] OBSTFELD, M. (1995): «International Capital Mobility in the 1990´s». En Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy, editado por Peter Kenen, Princeton University Press, Princeton (NJ)

[15] OBSTFELD, M y TAYLOR, A (2004): *Global Capital Markets. Integration, Crisis and Growth*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.

[16] SAMUELSON, P.A. (2008): «Adiós al capitalismo de Friedman y Hayek» *El País*, 26 de octubre de 2008.

[17] SUBACCHI, P.; HUANG, H.; MOLAJONI, A. y VARGHESE, R. (2012): Shifting Capital. *The Rise of Financial Centers in Greater China*, London: A Chatham House Report.

Emiliano González Mota*
José Manuel Marqués Sevillano*

TENDENCIAS INTERNACIONALES EN LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES BANCARIAS: MENOR RIESGO Y PRODUCTOS MENOS COMPLEJOS

*Este artículo ilustra y analiza los cambios recientes en los patrones de financiación de las entidades bancarias y discute los retos que surgen de estas tendencias. La crisis financiera internacional y posterior europea han supuesto la práctica desaparición de algunos mercados en los que las entidades financieras descansaban para financiar sus modelos de negocio. Así, se está configurando un escenario menos heterogéneo en el que se penalizan los instrumentos complejos y opacos y gana peso la financiación con garantía (desarrollo internacional de bonos garantizados, titulizaciones simples y repos) frente a productos estructurados o financiación sin garantías. Estas tendencias son consecuencia de la respuesta de inversores y reguladores a un riesgo de liquidez no suficientemente considerado anteriormente y contribuyen a establecer las bases de un modelo de financiación de las entidades más estable. Sin embargo, este patrón no está exento de retos, como el mayor grado de interconexión entre diversas partes del sector financiero, el desarrollo de actividad financiera por parte de entidades fuera del perímetro de regulación (*shadow banking*) o los ajustes en el tamaño y la composición del activo de los bancos.*

Palabras clave: *financiación bancaria, colateral, crisis financiera.*
Clasificación JEL*: G01, G15, G21.*

---

* Economistas del Banco de España.
Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España o del Eurosistema.

1. Introducción —a modo de exposición de motivos—

Los patrones de financiación de las entidades de crédito están registrando cambios significativos respecto al modelo vigente antes de la crisis financiera internacional (2007-2009). Estos cambios provienen tanto de factores comunes como idiosincrásicos (por área geográfica o por instrumento) y afectan al modelo de negocio de estas entidades y al funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. En consecuencia, esta transformación tiene importantes consecuencias tanto para la estabilidad y resistencia del sistema financiero como para la capacidad que tiene el sector bancario para intermediar el flujo de ahorro hacia la economía real.

Entre los factores que subyacen a estos cambios cabe destacar los siguientes:

— Persistencia de los fallos en los modelos de financiación que sentaron las bases de la crisis financiera[1]. De hecho, sigue sin existir confianza en aquellos mercados o instrumentos financieros con estructuras complejas y opacas de muy difícil valoración, entre estos los bonos de titulización hipotecaria (MBS, en su terminología anglosajona) y obligaciones garantizadas por deuda (CDO). En este contexto, las instituciones tienden a financiarse a través de productos más sencillos y/o con algún tipo de garantía (pública o privada).

— El deterioro en el contexto económico-financiero en el que se toman las decisiones por los inversores. Este empeoramiento ha causado un mayor apetito por productos de alta calificación crediticia y elevada liquidez. Adicionalmente, la mayor preocupación por el riesgo de crédito en la deuda pública ha puesto de manifiesto el vínculo que existe entre el riesgo soberano y el bancario y ha supuesto una dificultad añadida para obtener financiación por parte de las entidades de los países en dificultades.

— Algunos cambios regulatorios que se han desarrollado como respuesta a la crisis financiera y que afectan al sector bancario. Entre estos cabe destacar la nueva regulación de liquidez y de capital que, entre otros aspectos, favorece menores ofertas de capital híbrido, menor peso de la financiación sin garantías (*unsecured debt*, en su terminología anglosajona) y, en algunos casos, como en Reino Unido y Suiza, mayor protagonismo de deuda que puede asumir pérdidas en situaciones de estrés de las entidades (*bail-in debt*). Respecto a esta última, la demanda por activos que cumple estos requisitos (tipo *Contingent Convertible Bonds, CoCos*) resulta todavía incipiente ya que las emisiones son escasas, heterogéneas y existen dudas sobre su valoración.

— Otras regulaciones que afectan de modo indirecto a la demanda de títulos emitidos por las entidades bancarias. Este es el caso de Solvencia II o la obligatoriedad de negociar derivados en cámaras de compensación centralizadas ya que, en ambos casos, se favorece la tenencia de activos colateralizados que satisfagan los criterios de calidad crediticia establecidos en estas normativas.

— Consideraciones relativas a los costes y el marco de resolución de entidades. El cambio hacia un marco financiero en el que las entidades pueden ser liquidadas, hace que se preste más atención a elementos como la capacidad o la voluntad de los Gobiernos de apoyar a las instituciones o el nivel de activos comprometidos en sus balances (*encumbrance level*). También aquellas normas que afecten el orden de prelación en caso de resolución de una entidad, modifican positiva o negativamente el atractivo de determinados instrumentos frente a otros.

Aunque algunos de estos factores pueden tener una naturaleza cíclica, muchos de ellos suponen una transformación duradera y permanente en el negocio bancario. Aunque su impacto final resulta difícil de calibrar por el momento, sí se pueden identificar algunas de las características que configuran el nuevo entorno de financiación al que se deben enfrentar las entidades:

— Menor heterogeneidad en las fuentes de financiación y mayor competencia en algunos instrumentos (por

[1] Para una exposición detallada véase CRIADO y VAN RIXTEL (2008).

ejemplo, los co*vered bonds*). No obstante, esto no implica que estos últimos se estén negociando en mercados secundarios suficientemente líquidos.

— Incremento del riesgo en la financiación sin garantías (*unsecured*) que es fundamental para la financiación de cierto tipo de actividades, además de una mayor complejidad en su valoración al tener más presente la probabilidad de quiebra y la tasa de recuperación. Todo ello supone un encarecimiento relativo de este tipo de títulos.

— Dificultad de las entidades para desarrollar una estrategia a medio-largo plazo ante unos cambios de tanto calado, unido a las dudas que existen sobre la viabilidad a largo plazo de segmentos que siguen descansando en la garantía explícita del sector público, como es el caso de la financiación hipotecaria en Estados Unidos[2].

— Ajustes en el activo de las entidades que favorecen actividades cuya financiación puede ofrecerse como colateral (hipotecas o préstamos de consumo) en detrimento de otras que presentan mayores dificultades para financiarse a través de instrumentos con garantías (préstamos a pymes).

Además de la exposición de motivos incluida en esta introducción, el artículo presenta en el apartado siguiente una explicación más detallada de las fuentes de financiación tradicionales de la banca para posteriormente, en el apartado 3, analizar cómo han cambiado tras la crisis financiera. Los apartados 4 y 5 tratan sobre qué consecuencias se derivan de estos cambios y qué retos plantean.

2. Fuentes de financiación tradicionales de las entidades bancarias y situación anterior a la crisis financiera internacional

El pasivo de una entidad financiera se compone, además de las partidas relacionadas con los recursos propios, de distintos canales con los que financiar las actividades que se desarrollan. La preferencia por uno u otro tipo de instrumentos de financiación depende, entre otros factores, de la legislación de cada país, del tipo de actividad que se financie o de la existencia de mercados secundarios desarrollados que permitan valorar adecuadamente cada instrumento.

De modo simplificado podemos distinguir tres tipos de instrumentos entre los pasivos exigibles de las entidades financieras: los depósitos minoristas, la financiación mayorista a corto plazo y la financiación mayorista a largo plazo.

— *Depósitos minoristas:* se trata de los fondos depositados por el sector privado que pueden ser retirados de la entidad financiera en cualquier momento. Dado el público al que se dirigen y su disponibilidad se trata de una fuente de financiación estable y con una remuneración relativamente inferior a la de otros productos que no gozan de esta disponibilidad inmediata. Sin embargo, el público al que se dirigen estos instrumentos hace que dudas sobre la solvencia de la entidad puedan provocar un pánico por parte de los depositantes en lo que se conoce como episodios de pánico bancario. Por este motivo, en la mayoría de los países los depósitos están asegurados hasta una determinada cuantía por el Fondo de Garantía de Depósitos. Este tipo de garantía también explica que los depósitos tengan una remuneración inferior a la de otros pasivos bancarios.

— *Financiación mayorista a corto plazo:* se trata de la financiación a corto plazo que se prestan las entidades financieras entre sí o que reciben de otros inversores especializados. Estos préstamos suelen realizarse en mercados no organizados (OTC) en los que los precios se negocian con referencia a índices elaborados por la propia industria (como el Euribor o el Libor). Este tipo de operaciones puede llevarse a cabo con o sin la presencia de garantías.

— *Financiación mayorista a largo plazo:* representa un papel importante en los pasivos de las entidades, se trata de títulos de deuda emitidos por las entidades financieras en las que invierten inversores especializados. Al igual que en el caso del corto plazo existe deu-

[2] Un análisis detallado de la problemática del mercado hipotecario en Estados Unidos puede verse en GONZÁLEZ *et al.* (2012).

da emitida con y sin garantía. Adicionalmente, en el caso de la financiación con garantía existen distintos tipos de instrumentos dependiendo, por ejemplo, de la naturaleza del colateral o de si la entidad financiera respalda o no el posible impago de la deuda garantizada (en el supuesto de que la entidad financiera se desvincula totalmente de los títulos de deuda emitidos con un determinado colateral, esta financiación –junto con la garantía aportada– puede darse de baja en el balance de la entidad bancaria).

La estructura de financiación elegida por cada entidad guarda estrecha relación con el tipo de actividad que se trate de intermediar y de la naturaleza de los riesgos que genera; así por ejemplo:

La financiación de las hipotecas conlleva riesgos, como el del crédito, tipos de interés o amortización anticipada, que en el plazo de vencimiento de una hipoteca son difíciles de gestionar. Por ello, las entidades bancarias suelen recurrir a modelos de financiación en los que el inversor comparta parte de estos riesgos al tiempo que se le den suficientes garantías a este en un plazo tan dilatado.

Existen dos modelos empleados para obtener fondos para financiar las hipotecas: la titulización hipotecaria y los *covered bonds*. En el caso de la titulización hipotecaria (más conocida por sus siglas inglesas *MBS* o *Mortgage Back Securities*) los créditos hipotecarios se agrupan como respaldo de unos bonos que se ofrecen a los inversores; en este instrumento los inversores asumen la mayoría de los riesgos y las hipotecas se desvinculan de la responsabilidad y el balance de la entidad financiera[3]. Por su parte, en el caso de los *covered bonds* también se emiten unos bonos con garantía de unos activos hipotecarios pero con dos diferencias importantes: la entidad emisora de los títulos se hace responsable en última instancia del pago los mismos (los inversores cuentan con la garantía de las hipotecas y con la de la entidad) y en el caso en el que las hipotecas no satisfagan los estándares mínimos de calidad son reemplazadas por otras hipotecas del balance de los bancos.

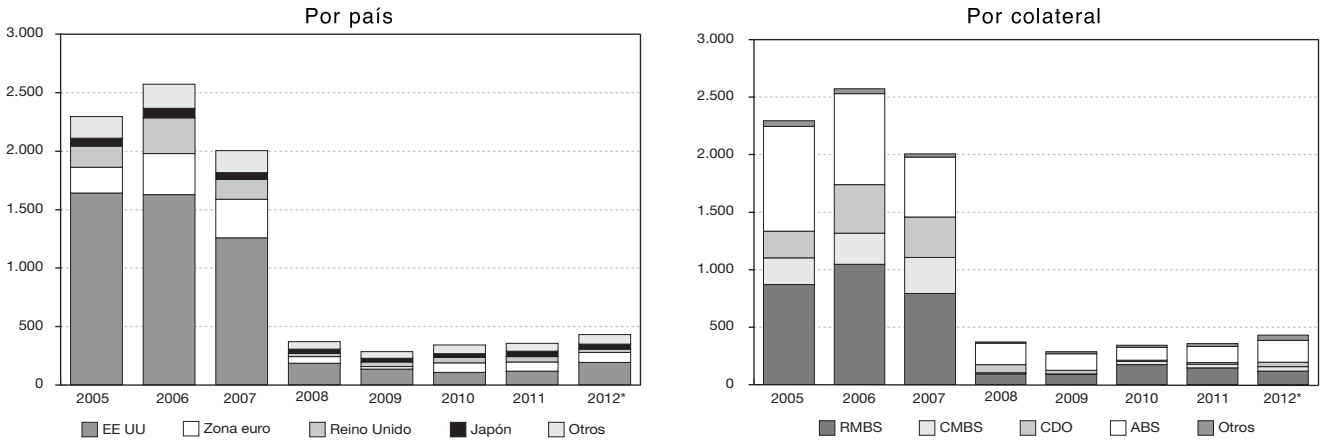
Ambos modelos presentan distintas ventajas e inconvenientes para los inversores y las entidades. En el caso de los MBS la valoración se desvincula totalmente de la situación de la entidad financiera convirtiéndose, por tanto, en un producto financiero supuestamente más fácil de negociar y valorar; sin embargo, esta desvinculación genera problemas de riesgo moral ya que la entidad pierde incentivos al ser suficientemente prudente en la concesión de hipotecas. Por su parte, en el caso del *covered bond* se reducen significativamente los problemas de riesgo moral, sin embargo, se generan externalidades para otros inversores en la entidad financiera (como los depositantes o los tenedores de deuda no garantizada) que ven como los mejores activos hipotecarios de la entidad son asignados y aislados para el inversor en *covered bond*.

En el caso de otros activos la problemática es distinta a la de la de los créditos hipotecarios. Así, en los créditos otorgados a grandes empresas las entidades afrontan dificultades debido a que la magnitud de estos préstamos supone una elevada concentración de riesgos en un solo acreditado; por ello este tipo de créditos suele realizarse mediante créditos sindicados que las entidades pueden financiar con distintas fuentes. En el caso de la financiación al sector privado no suele ser tran frecuente que las entidades bancarias recurran, como en el caso de las hipotecas, a inversores que compartan parte de los riesgos por varios motivos. Un primer motivo es el hecho de que el horizonte de los préstamos es más reducido que en los créditos hipotecarios y, por tanto, más fácil de gestionar dentro de la propia entidad, pero, en cualquier caso, la naturaleza de estos préstamos resulta mucho más heterogénea que la de las hipotecas y, por tanto, no es fácil agruparlos en emisiones de deuda que estén respaldadas por estos activos. Por todo ello, las entidades bancarias recurren en su mayor parte a los depósitos o a la deuda bancaria sin garantías para financiar este tipo de actividades.

[3] Existen matices en esta desvinculación, por ejemplo en Estados Unidos las entidades bancarias que originaban bonos de titulización debían asumir las pérdidas en el caso de impagos durante los primeros meses de concesión de las hipotecas.

GRÁFICO 1

TITULIZACIONES COLOCADAS EN MERCADO, POR PAÍS Y COLATERAL
(En mm de dólares)



NOTA: *Año 2012 anualizado.
FUENTE: Dealogic.

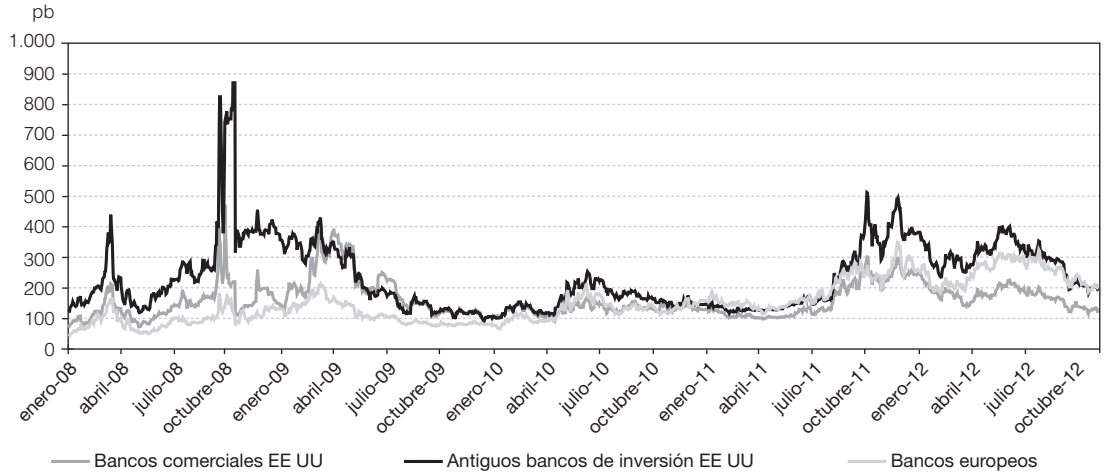
En el momento previo a la crisis financiera existía una notable heterogeneidad en los instrumentos de financiación que empleaban las entidades, si bien, una de las características más generalizadas fue el desarrollo de productos destinados al mercado mayorista y la consiguiente pérdida de peso de la financiación más tradicional basada en depósitos. Entre las primeras el segmento que mostró un mayor dinamismo fue el de la titulización fuera de balance, en especial en el caso de las entidades americanas (Gráfico 1). Este dinamismo tuvo un impulso inicial en los segmentos de titulización de hipotecas de alta calidad gracias, en parte, al apoyo público que ofrecían las Empresas de Titulización Hipotecaria denominadas *Government Sponsorised Entities*. Posteriormente, la búsqueda de títulos con mayores rentabilidades unido a un mayor grado de complejidad financiera, que permitían diseñar las titulizaciones con características adaptadas a la demanda de varios tipos de inversores, fomentaron el desarrollo de productos de titulización de hipotecas concedidas a hogares con mayor nivel de riesgo. Este tipo de sofisticación financiera se extendió, tal y como puede comprobarse en el panel derecho del Gráfico 1, más allá de los créditos hipotecarios residenciales incluyendo productos en los que lo que se transfería al inversor era el riesgo de impago de créditos empresariales (CDO's), las hipotecas comerciales (CMBS) o el de otros tipos de activos (ABS).

Las debilidades del modelo quedaron de manifiesto durante el año 2008 cuando empezó a incrementarse inesperadamente la morosidad en estas hipotecas y se pusieron en duda los procesos de valoración sobre los que se había sustentado la comercialización de las titulizaciones. Esta incertidumbre generó dudas no solo en el modelo de financiación de las entidades bancarias sino sobre la propia solvencia de las mismas, creándose problemas en mercados en los que nunca se había cuestionado la liquidez como el interbancario o las emisiones de deuda sin garantía. En el Gráfico 2 puede comprobarse el importante repunte que durante 2008 experimentaron las primas de riesgo de las entidades bancarias, aproximadas por los CDS.

La reacción inicial por parte de las autoridades fue multifacética. En el lado de la financiación de las entidades bancarias se centró en facilitar el suministro de li-

GRÁFICO 2

DIFERENCIALES DE CDS DE BANCOS, POR REGIÓN



FUENTE: Dealogic.

quidez por parte de los bancos centrales —lo cual motivó un aumento sin precedentes en el tamaño de sus balances y la sustitución en el pasivo de las entidades de gran parte de la financiación mayorista a corto plazo por la financiación de las autoridades monetarias— y en la provisión de garantías públicas en las emisiones de deuda bancaria. Así, en el Gráfico 3 puede comprobarse cómo el colapso en el mercado de las titulizaciones fue en parte compensado por la emisión de deuda de las entidades bancarias que contaba con la garantía del sector público.

3. Cambios en los patrones de financiación. De la financiación *unsecured* al mayor protagonismo de la financiación *secured* (corto y largo plazo)

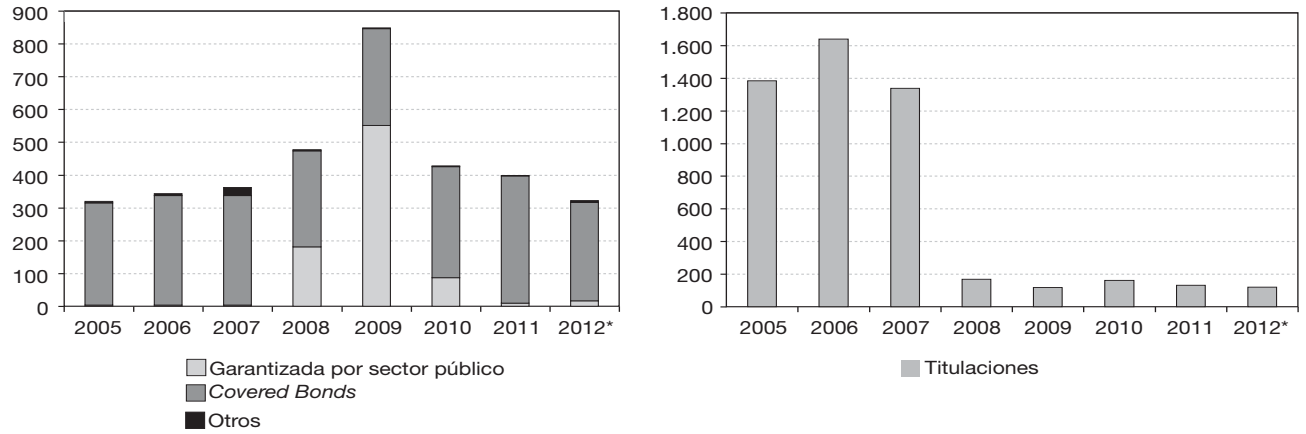
Una vez estabilizada la situación gracias a la reacción de las autoridades públicas que evitó la materialización de riesgos extremos se inició un progresivo proceso de reforma en la regulación financiera para fomentar que la financiación de las entidades fuese más estable y más adecuada a las necesidades de refinanciación provenientes del vencimiento de sus activos. Varios de estos cambios, como los coeficientes de liquidez y financiación, tratan directamente de modificar la gestión del pasivo de los bancos. Otras modificaciones, como los nuevos requisitos de capital de Basilea III o la regulación Solvencia II de las entidades aseguradoras, suponen un cambio en la demanda de activos financieros, lo cual acaba teniendo implicaciones en la demanda de los distintos tipos de deuda emitidos por las entidades bancarias.

Además, en algunos países se introducen iniciativas destinadas a reducir la posibilidad de que una entidad sea rescatada por los contribuyentes, como los nuevos regímenes de resolución, la obligatoriedad de realizar planes de contingencia o *living wills*[4] o requisitos de emisión de deuda a la que se le puede requerir la asunción de pérdidas (*bail in*). Estos cambios, suponen una modificación en la forma en la que los inversores perciben el riesgo de invertir en instrumentos como la deuda senior bancaria.

[4] Inicialmente en la documentación de origen norteamericano el término *living wills* se sustituía por el de *funeral plans.*

GRÁFICO 3

DEUDA CON GARANTÍAS PAÍSES AVANZADOS, POR INSTRUMENTOS
(En mm de dólares)



NOTA: *Año 2012 anualizado.
FUENTE: Dealogic.

Por último, también conviene destacar una serie de modificaciones que afectan directamente a mercados en los que se negocian los activos financieros –como la obligatoriedad de utilizar cámaras de compensación en el caso de ciertos derivados o los nuevos requisitos de transparencia en los mercados de titulización– que también acaban incidiendo en la demanda y oferta de los títulos emitidos por las entidades.

Todas estas transformaciones y la desconfianza que todavía existe en los inversores hacia determinados instrumentos como las titulizaciones complejas están teniendo profundas implicaciones en los modelos de financiación bancaria.

En este sentido cabría destacar los siguientes aspectos:

— Prevalece la financiación a través de instrumentos sencillos, donde la valoración resulte más sencilla y en los que exista transparencia para los inversores.

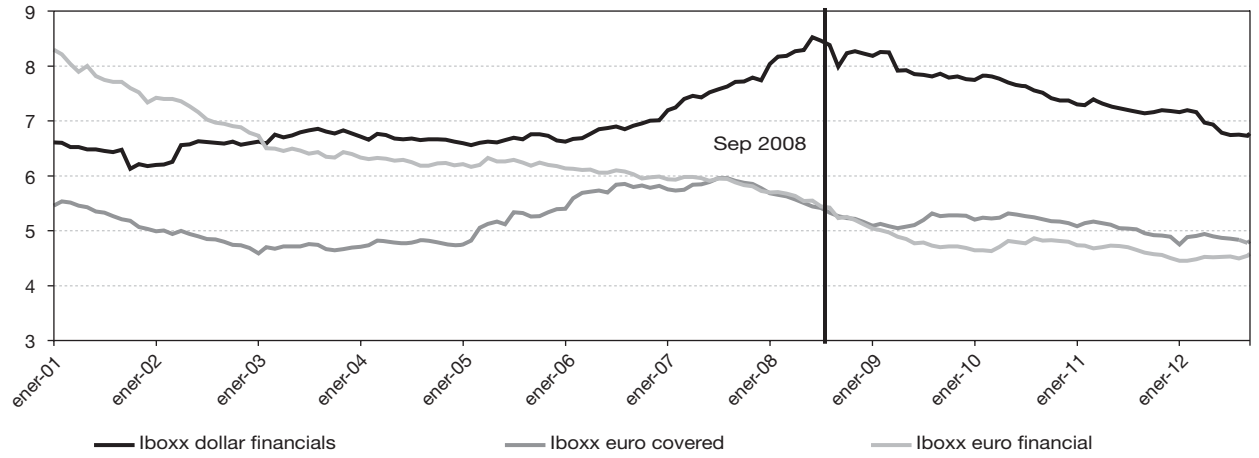
— El mayor nivel de incertidumbre que todavía existe unido a la disminución del apoyo público implícito con el que contaban determinados inversores explica que se reduzca el plazo de emisión tanto en el caso de la deuda garantizada como en la emitida sin colateral (Gráfico 4).

— En la financiación a largo plazo adquiere mayor dinamismo la financiación mayorista a través de *covered bonds* en detrimento de la titulización. Esta tendencia viene en parte motivada por ciertos cambios regulatorios y, principalmente, por el nivel de desconfianza que existe con respecto a la financiación estructurada y, en particular, hacia el mercado de titulizaciones fuera de balance. Se observa un mayor dinamismo en países en los que antes de la crisis no era habitual utilizar este tipo de financiación y que han desarrollado o están desarrollando legislaciones específicas para regular este producto (Gráfico 3 y Gráfico 5).

— Pierde presencia la financiación a largo plazo sin garantías debido a las dudas persistentes sobre la solvencia de las entidades, ya que las iniciativas regulatorias que se están discutiendo en algunas jurisdicciones (régimen de *bail in*, prelación de los depósitos, procedimientos de resolución) implican una mayor probabilidad de que estas asuman pérdidas y al hecho de que dado el mayor por-

GRÁFICO 4

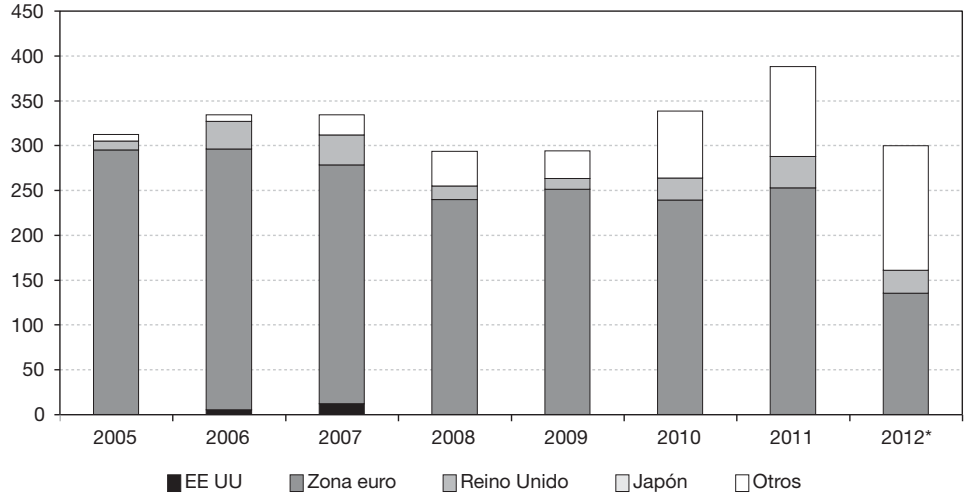
PLAZO MEDIO DE LOS ÍNDICES DE BONOS DE ENTIDADES FINANCIERAS



FUENTE: Iboxx Markit.

GRÁFICO 5

***COVERED BONDS* PAÍSES AVANZADOS, POR PAÍSES/ÁREAS[a]**
(En mm de dólares)



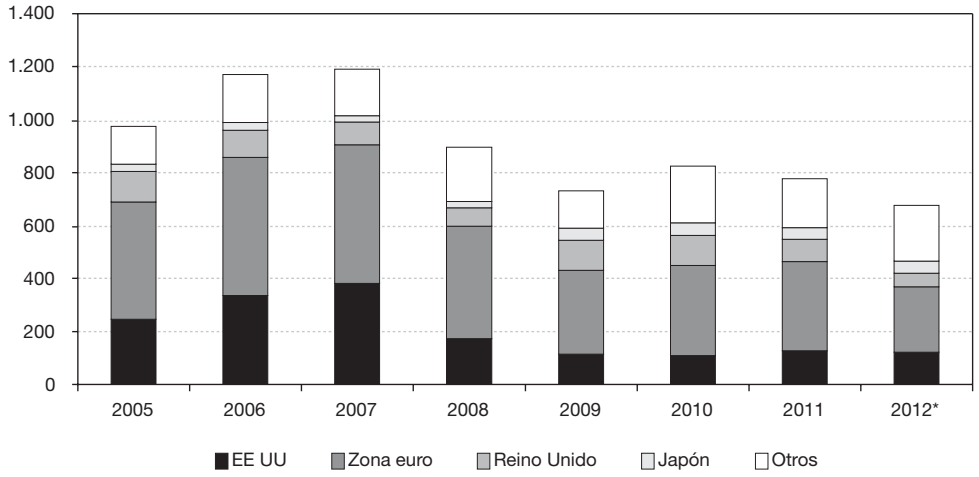
NOTAS: [a] *Covered bonds* sin garantía del sector público. * Año 2012 anualizado.
FUENTE: Dealogic.

centaje de deuda colateralizada en caso de resolución de la entidad los bonistas sin garantías cuentan con menos activos para recuperar sus inversiones. (Gráfico 6).

— En la financiación a corto plazo también gana protagonismo la deuda con garantías debido, además de a los motivos comentados en el párrafo anterior, al importante

GRÁFICO 6

DEUDA SIN GARANTÍAS PAÍSES AVANZADOS, POR PAÍSES/ÁREAS
(En mm de dólares)



NOTA: *Año 2012 anualizado.
FUENTE: Dealogic.

papel que sigue teniendo la financiación de los bancos centrales (que se presta aportando un colateral) y a la obligación de negociar determinadas operaciones de financiación a través de cámaras de compensación que suelen exigir el respaldo de un colateral. Además, las dudas sobre la validez de determinados índices de referencia como el LIBOR dificultan el que los mercados interbancarios vuelvan a tener el protagonismo que tenían antes de la crisis.

4. Implicaciones derivadas de los cambios en las tendencias de financiación

Los cambios citados anteriormente suponen una mayor competencia y búsqueda de pasivos estables de financiación emitidos por las entidades. Entre estos, los depósitos bancarios y los instrumentos financieros respaldados por garantías adquieren un mayor protagonismo. Por otro lado, se incrementa significativamente la demanda de activos de alta calidad debido al nivel de incertidumbre, los requisitos de las cámaras de compensación y los cambios regulatorios en varios sectores. En este contexto podrían crearse situaciones de escasez de este tipo de activos.

El grado de escasez de instrumentos en los que se basa la financiación bancaria depende en última instancia de la capacidad del sistema financiero de incrementar el colateral con el que generar activos de alta calidad crediticia; de la velocidad de circulación de estos —esta depende, entre otros aspectos, de las prácticas de distribución de colateral—; y de la capacidad de crear nuevos instrumentos financieros que amplíen las posibilidades de financiación. Así, es previsible que, en este nuevo entorno, se produzcan cambios en la gestión de colateral por los bancos que serán más acusados en aquellas áreas donde la escasez de este sea más elevada.

Esta escasez de colateral tiene consecuencias significativas sobre el funcionamiento del sistema financiero ya que afecta al coste relativo de diversas fuentes de financiación y acentúa la prociclicidad en la evolución del crédito. Nótese que la capacidad de financiación de las instituciones de crédito se hace más sensible a los cambios en la valoración del colateral, o en la calificación

crediticia del mismo. Así, a medida que la calidad y valoración de los activos que actúan como garantía disminuyen, se amplían los recortes (*hair-cuts* en terminología anglosajona) en su valoración a efectos de obtener financiación, lo que resulta en que en los momentos de estrés la capacidad de financiación se contrae y viceversa (aplicación directa de la teoría del acelerador financiero de Bernanke).

La respuesta de los bancos centrales en las principales áreas desarrolladas ha tenido un efecto balsámico al acomodar algunos de estos retos. La adopción de medidas no convencionales de suministro de liquidez y de apoyo al correcto funcionamiento de algunos segmentos de los mercados de financiación ha contribuido a aminorar algunas consecuencias indeseadas derivadas de la escasez de colateral y a restaurar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. La adaptación de las políticas de colateral al contexto financiero resultante de la crisis ha sido generalizada, tanto en países donde los requisitos de colateral elegible para las operaciones de política monetaria eran particularmente restrictivos, como en aquellos lugares donde la política de colateral ya partía de criterios relativamente amplios. En el caso del Eurosistema, la adaptación ha sido particularmente activa y está destinada a respaldar el uso de activos de alta calidad que no necesariamente tienen suficiente liquidez. Entre otras medidas, conviene destacar el establecimiento de programas de compras de *covered bonds*, la relajación de los requisitos para la emisión de titulizaciones, medidas orientadas a incrementar la transparencia y homogeneización de algunos instrumentos (ABS y *covered bonds*), facilidades para obtener financiación en divisas, etcétera.

En la medida en que los cambios en el patrón de financiación sean globales, aunque ciertamente tendrán una intensidad diferente por áreas, es previsible una convergencia de prácticas de financiación en torno a instrumentos de alta calificación crediticia y elevada liquidez. Si se tiene en cuenta el punto de partida, tendrá mayor incidencia en los países que ya descansaban en gran medida en estas fuentes de financiación. Por el contrario, en aquellas áreas en las que mantenga el acceso a la financiación sin garantías o se revitalicen las titulizaciones fuera de balance, el desarrollo de mercados garantizados supone una mayor diversificación de las fuentes de financiación.

Los cambios en los patrones de financiación descritos en el apartado anterior también implican un incremento del porcentaje de los activos comprometidos en los balances de las entidades (nivel de *encumbrance*). Ello implica que en caso de resolución de la entidad los tenedores de deuda no garantizada tienen menos activos disponibles que respondan a sus derechos, lo que dificulta la reactivación de la financiación sin garantías. Hay que destacar que originalmente el nivel de *encumbrance* es consecuencia del modelo de financiación de la entidad (sistemas financieros que descansan en titulización fuera de balance *versus* otros que usan *covered bonds*) y de las posibilidades de financiación (acceso a financiación sin garantías *versus* garantizada). Además, no es cierto que los sistemas financieros con niveles de *encumbrance* reducidos sean estructuralmente más estables y resistentes. En cualquier caso, el nivel de *en cumbrance ceteris paribus* encarece el coste de otras fuentes de financiación y, por tanto, tiene efectos sobre las condiciones de concesión de créditos a determinados sectores, como el crédito a las pymes. Por ello, adquiere una particular relevancia el desarrollo de fuentes alternativas de financiación para estos sectores como los mercados de capitales o la revitalización de ciertos tipos de titulizaciones.

5. Perspectivas y retos

A lo largo del artículo se han expuesto los principales cambios acontecidos recientemente en los patrones de financiación de la banca. Algunos de ellos tienen un carácter cíclico, como los cambios en el apetito por el riesgo, desaparición de algunos segmentos de financiación mayorista, deterioro del contexto económico-financiero o las medidas extraordinarias de suministro de liquidez de los bancos centrales; mientras que otros tienen un carácter

estructural, como la incorporación del riesgo de liquidez en la política de financiación de las entidades, la mayor importancia de la gestión del colateral, los cambios para cumplir con los nuevos requisitos regulatorios, etcétera. En este ámbito es importante vigilar además el riesgo de que algunos elementos cíclicos, en la medida en que perduren, se conviertan en estructurales.

Una financiación más basada en instrumentos con garantías hace que el sistema financiero sea más sensible a la posible escasez de estos, a la valoración de estas garantías y conlleva el riesgo de que sea más procíclico. Además afecta a los incentivos para financiar determinadas actividades (aquellas en las que no sea costoso generar colateral) en perjuicio de otras que por sus características tengan muchas dificultades para generar activos que actúen como garantías. Por ello, es importante que se restablezcan los mecanismos que permitan un nivel adecuado de financiación sin garantías, para lo que es clave restaurar la confianza en el sistema financiero, y que se favorezca el desarrollo y funcionamiento de los mercados de titulización, probablemente favoreciendo una mayor estandarización y simplicidad de los productos. Ello no equivale a decir que la valoración del riesgo de estos segmentos tenga que retornar a los niveles previos a la crisis. Es probable y en cierta medida deseable que este tipo de financiación se encarezca, reflejando una valoración que incorpora adecuadamente el riesgo de liquidez y de contrapartida. Para ello se requiere, entre otros aspectos, corregir fallos de mercado asociados a las dificultades en la valoración de balances, entre los que destaca la importancia de un adecuado nivel de transparencia.

Por último, hay que destacar que estas tendencias contribuyen a un sistema de financiación más robusto y simple, pero que a su vez está más interconectado, en parte por la mayor demanda de activos colateralizados y el previsible mayor uso de *swaps* de colateral o por la concentración de riesgos en las cámaras de compensación centralizadas. En este sentido, las autoridades deben prestar atención y recursos suficientes al seguimiento y análisis de los procesos de innovación financiera que les permita afrontar sus funciones en una realidad cambiante y no necesariamente menos compleja.

Referencias bibliográficas

[1] BERNANKE,B.; GERTLER, M. y GILCHRIST, S. (1998): «The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework» NBER *Working Paper,* No. 6455

[2] COURÉ, B. (2012): «*Collateral Scarcity- a Gone or a Going Concern?*» Discurso en el ECB-DNB Joint Central Bank seminar on collateral and liquidity.

[3] CRIADO, S. y VANRIXTEL, A. (2008): «*La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción General*»A Documentos Ocasionales 0808, Banco de España.

[4] GONZÁLEZ-MOTA E.; MARQUÉS, J.M. y ROMO, L. (2012): «Perspectivas de reforma de la financiación de la vivienda en EE UU tras la crisis financiera internacional: de las prescripciones del FMI a las iniciativas regulatorias», en «Garantías Reales en Escenarios de Crisis», Barcelona (en prensa).

Rajneesh Narula*
Karim Kirollos**

LAS EMPRESAS MULTINACIONALES DE LOS PAÍSES EMERGENTES EN LOS FLUJOS DE CAPITAL GLOBALES ¿PUEDEN INFLUIR EN EL DESARROLLO?

Un conjunto reducido de economías emergentes se han convertido en emisoras significativas de inversión directa exterior. Como consecuencia de ello ha resurgido el interés académico por este tipo de empresas multinacionales. En este artículo se analizan los cambios de patrón de estos flujos, el grado de integración de las economías emergentes y menos desarrolladas en la economía mundial, así como las características distintas de este tipo de multinacionales. Así los BRICs son los únicos países que realmente están generando este tipo de multinacionales. Este tipo de empresas podrán contribuir a reducir la brecha entre los países desarrollados y los menos desarrollados, si su objetivo es la búsqueda de mercado o la búsqueda de eficiencia.

Palabras clave: *salida de inversión directa exterior, ventajas de localización, economías emergentes, empresa multinacional.*
Clasificación JEL: *F21, F23*

1. Introducción

Los flujos de salida de inversión directa estranjera (IDE) originados por las empresas multinacionales de las economías emergentes (EMEs) han sido un tema de creciente interés en el seno de la literatura de negocios internacionales, debido al crecimiento actual y previsible aumento de los flujos de salida de IDE de un conjunto de mercados emergentes (Narula, 2010 y Kang y Jiang, 2010). Los flujos de salida de IDE de las economías emergentes fueron escasos durante la década de los años noventa, pero estos han aumentado a un ritmo excepcional superando, en 2010, los 570.000 millones de dólares (UNCTAD, 2011). Los países menos desarrollados así como los emergentes están cada vez más integra-

* Henley Business School at the University of Reading y John H. Dunning Centre of International Business.
** Henley Business School at the University of Reading.

dos en la economía mundial y representaron el 23,48 por 100 del total de las salidas de IDE en 2010 (UNCTAD, 2010). La mayoría de las salidas de IDE de estos países provienen de Asia y América Latina, un conjunto de países que representan un porcentaje significativo de la salida de IDE en determinadas regiones. Los BRICS juegan un papel importante dentro de sus regiones, China e India generan un gran porcentaje de la salida de IDE en Asia, mientras que Sudáfrica, Brasil y Rusia son la gran fuente de IDE en África, América Latina y en las economías en transición, respectivamente. Si bien los países emergentes más ricos y más grandes son el origen de la salida de IDE más importante de los mercados emergentes (Narula y Nguyen, 2011), existen más países en desarrollo y emergentes cada vez más involucrados en las salidas de IDE (Gammeltoft *et al.*, 2010).

Hemos asistido a un incremento significativo de la investigación que se realiza en la primera década del Siglo XXI sobre las EMEs, a pesar de ello, el fenómeno de las empresas procedentes de países en desarrollo que invierten en el extranjero no es algo nuevo, tenemos ejemplos como el de las empresas argentinas que se multinacionalizaron a finales del Siglo XIX (Lall, 1983). Además, disponemos de trabajos en el campo de las empresas multinacionales de los países en desarrollo, especialmente en Asia y América Latina, desde los años setenta hasta la década de los noventa (por ejemplo, Lecraw, 1977; Wells, 1983; Lall, 1983 y Tolentino, 1993). El resurgir del interés académico en este campo se ha debido a un hipotético cambio global en la riqueza, en el que los mercados emergentes se convierten en una fuente importante de los flujos mundiales de IDE. Durante los últimos 20 años los mercados emergentes han experimentado un desarrollo económico sustancial y han generado riqueza (OCDE, 2010).

En este artículo se observan los cambios de patrón de los flujos de IDE, con el objeto de examinar el mayor grado de integración de los países emergentes y en desarrollo en la economía mundial. En el apartado 2 se verá cómo las EMEs han evolucionado y en qué medida se diferencian de las multinacionales de los países desarrollados. En el apartado 3 se exponen los cambios de patrón de los flujos de IDE. En el apartado 4 se muestra cómo los países avanzan en la senda de desarrollo de la inversión directa extranjera. En el apartado 5 se analiza el papel de las ventajas de localización y, finalmente, en el 6 se proponen las conclusiones del trabajo.

2. La evolución de las empresas multinacionales de los países emergentes

La investigación sobre las EMEs se ha desarrollado en dos períodos y se ha centrado en dos olas de EMEs. En la primera ola generaron las primeras investigaciones realizadas a finales de la década de los años setenta y principios de los noventa, que han sido denominadas por Ramamurti (2008) como las empresas multinacionales infantiles. El trabajo de Lecraw (1977) marca la primera ola de la investigación mediante la introducción de un nuevo tipo de empresa multinacional, que difería de las empresas multinacionales tradicionales de los países desarrollados. En los estudios posteriores se comenzó a plantear cómo los países en desarrollo fueron capaces de generar salidas de IDE y qué implicaciones tenía para su desarrollo económico. La participación de los mercados emergentes en los flujos de salida IDE generó grandes expectativas, se esperaba que ello facilitaría un mayor nivel de cooperación entre los países emergentes, así como el incremento de la transferencia de capital y capacidades entre los mercados emergentes (ONU, 1993).

La primera ola de EMEs tiene patrones de comportamiento y características similares, tales como la selección de países vecinos y economías en desarrollo. La búsqueda de recursos y/o de mercados fue el objetivo estratégico principal de las decisiones de internacionalización. Los primeros estudios y libros editados (por ejemplo, Kumar y McLeod, 1981; Lall, 1983 y Wells, 1983) argumentaron que las principales diferencias entre las empresas multinacionales tradicionales y EMEs fueron que estas últimas tenían instituciones más débiles en su mercado de origen, la debilidad de sus ventajas competitivas y el estatus de recién llegadas.

Para participar en la actividad económica, la empresa debe poseer una ventaja competitiva. Diferenciamos dos tipos de ventajas competitivas las de activo y las transaccionales. La ventaja competitiva de activo (Oa) está basada en la propiedad activos específicos, incluyendo los activos intangibles, por ejemplo, los derechos de la tecnología, la innovación de productos, marcas y la reputación, la gestión de los conocimientos o la propiedad. La ventaja competitiva transaccional (Ot) es la capacidad de la empresa para beneficiarse del ahorro de costes de transacción en la producción internacional. De hecho, muchas de las EMEs de la primera ola poseían fundamentalmente ventajas de activos (Oa) y escasas ventajas transaccionales (Ot). Esto era muy diferente en las empresas multinacionales tradicionales de los países desarrollados que despliegan su estrategia de internacionalización en un mundo global, siendo su motivación principal la búsqueda de la eficiencia, basada en las ventajas competitivas intensivas en activos (Oa) y en ventajas transaccionales (Ot) (Dunning *et al.*, 1997; Gammeltoft, 2008; Guillén y García-Canal, 2009 y Narula y Nguyen, 2011). La internacionalización EMEs hacía los países vecinos y otros países menos desarrollados se debió a su falta de experiencia internacional y a la carencia de ventajas en propiedad que le permitiese expandirse hacia los países de mayor nivel de desarrollo económico (Narula y Nguyen, 2011). El Modelo de Uppsala, de hecho, argumenta que el proceso de internacionalización de las empresas se desarrolla en etapas incrementales; en primer lugar se opta por países que exhiben características similares y, posteriormente, la experiencia internacional permite competir en otros países (Johanson y Wiedersheim-Paul, 1975 y Johanson y Vahlne, 1977). La investigación puso de manifiesto que la primera ola de EMEs sostuvo su ventaja competitiva en la utilización de tecnologías maduras y que se internacionalizaron hacia países con niveles similares o inferiores de desarrollo industrial y económico. Esencialmente, la primera ola de EMEs tenía ventajas competitivas obsoletas y, por lo tanto, solo fueron capaces de generar rentas en los países que presentaban condiciones similares a las suyas (Narula y Nguyen, 2011).

Los investigadores comenzaron a identificar cambios en las características EMEs durante la década de los noventa. Esta segunda ola de EMEs es denominada por Ramamurti (2008) como las empresas multinacionales «adolescentes». Aún eran principalmente empresas multinacionales de ámbito regional pero empezaron a expandirse a un nivel más global, por otro lado, las ventajas de localización de los países de origen de las EMEs estaban mejorando. Por lo tanto, dado que las ventajas de propiedad dependen de las ventajas de localización estas también mejoraron, en particular las ventajas de activos Oa. Sin embargo, sus ventajas transaccionales Ot seguían siendo básicas en esta segunda ola de EME. Las ventajas de localización de su país de origen han mejorado debido a su mayor integración en la globalización y ello mejora el acceso a activos más específicos que refuerzan sus ventajas competitivas. Sin embargo, no en todos los países se ha producido el paso de empresas multinacionales de infantiles a adolescentes como en Colombia e India (Guillén y García-Canal, 2009 y Narula y Nguyen, 2011).

Gammeltoft (2008) y Andreff (2003) sostienen que existe una tercera oleada de IDE. Sin embargo, como han señalado Narula y Nguyen (2011) esto parece ser simplemente una extensión de la segunda ola de EMEs. Gammeltoft (2008) muestra que la motivación de la segunda ola incluye la búsqueda de activos y, por lo tanto, la EME entró en las regiones desarrolladas no solo para explotar sus activos existentes, sino también para la adquisición de activos distintivos. Sin embargo, es importante destacar que en la segunda ola de IDE las EMEs entran simultáneamente en los países desarrollados y en los menos desarrollados.

3. Multinacionales emergentes y su papel en la economía global

El fuerte crecimiento de la IDE mundial de los últimos 30 años se ha observado con gran interés. A principios de los ochenta, los flujos mundiales de salida de IDE eran aproximadamente de 50.000 millones de dólares al año, pero en 2007, los flujos mundiales de salida de IDE

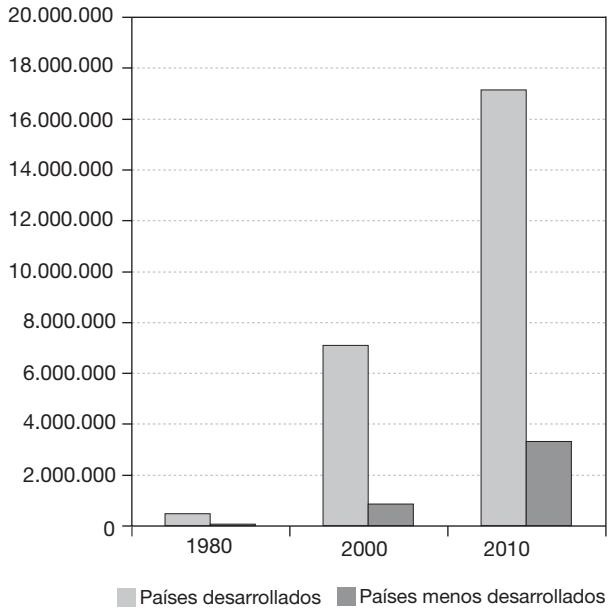
fueron superiores a los 2,1 billones de dólares. La crisis financiera mundial de 2008 redujo sensiblemente los flujos de salida de IDE a 1,1 billones en dólares en 2009, en 2011 fueron aproximadamente de 1,7 billones de dólares. Los flujos de IDE mundial han caído en casi un 23 por 100 entre 2007 y 2011, la salida de IDE de los países desarrollados se redujo en un 32 por 100. Sin embargo, los flujos de salida de IDE de los países en desarrollo aumentó un 24 por 100 durante este período. Los flujos mundiales de IDE han sido generados principalmente por las empresas multinacionales de los países desarrollados. Antes de la crisis financiera global de 2008, estas empresas presentaron altos rendimientos corporativos, y los países receptores de las EM demostraron un sólido desempeño económico, ello permitió un crecimiento medio de los flujos salida de IDE, entre 2003 y 2007, de aproximadamente el 40 por 100. Por el contrario, la crisis financiera global del 2008, significó una caída en el rendimiento corporativo de las EM, en particular por las empresas multinacionales originarias de países desarrollados. En comparación con el crecimiento medio del 40 por 100 de los flujos de salidas de IDE entre 2003 y 2007 demostrado por las EM de países desarrollados, los flujos de salidas de IDE de las EMEs crecieron en promedio un 82 por 100 durante el mismo período (World Investment Report, 2009).

A primera vista, parece lógico argumentar que los países en desarrollo están cada vez más integrados en la economía mundial. Sobre todo si se considera que en 1990, los países en desarrollo contribuyeron con menos del 7 por 100 de los flujos mundiales de salida de IDE, pero a finales de 2010 representaron el 17,7 por 100 del stock mundial de salida de IDE (Véase Gráfico 1).

Las economías en desarrollo, sin embargo, no son un grupo homogéneo. Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (BRICS) se encuentran en una etapa diferente a otros países en desarrollo, tales como, por ejemplo, Nigeria y Pakistán. Se podría argumentar que solo unos cuantos países están cada vez más integrados en la economía mundial y estos países están sesgando los resultados de otros países en desarrollo. Además, los NICs

GRÁFICO 1

DISTRIBUCIÓN DEL *STOCK* MUNDIAL DE SALIDA DE IDE (En millones de dólares)



FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

(Hong Kong, Singapur, Corea del Sur y Taiwán) también podrían inflar la supuesta integración de los países en desarrollo en la economía mundial. Estos países tienen características que nos permiten clasificarlos como países desarrollados (alta paridad del poder adquisitivo y poseen una dotación avanzada de infraestructuras), a estos países se les incluye a menudo como países emergentes.

Podemos ver en el Cuadro 1 que en 2010 los NICs y los BRICs representan, respectivamente, el 23,9 y 16,4 por 100 de los flujos de las salidas IDE de los países menos desarrollados. Los paraísos fiscales (por ejemplo, las Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas y Panamá) aportaron alrededor del 5,4 por 100. Otros países menos desarrollados generaron cerca del 54,4 por 100 de los flujos totales de salidas de IDE de los países menos desarrollados. Tal vez lo más interesante es que otros países menos desarrollados están perdiendo peso en los flujos de salida de

CUADRO 1

PARTICIPACIÓN EN LA SALIDA DE IDE DE LOS PAÍSES MENOS DESARROLLADOS
(En % sobre el total de IDE mundial)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
BRICS*	14,85	13,19	11,68	10,40	7,47	11,11	16,35
NIC**	4,73	4,59	10,09	19,41	29,75	24,79	23,93
Paraísos fiscales***	0,02	0,55	1,04	2,25	5,49	5,97	5,35
Otras economías menos desarrolladas	80,39	81,68	77,18	67,94	57,29	58,13	54,36

NOTAS: * BRICS se incluyen Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica. ** NIC se incluyen Singapur, Taiwán, Hong Kong y Corea del Sur. *** Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas y Panamá.
FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

CUADRO 2

EVOLUCIÓN DEL *STOCK* DE LA SALIDA DE IDE DE LOS BRIC, NIC Y PARAÍSOS FISCALES
(En millones de dólares)

Año	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
BRIC							
Stock de salida de IDE	44.164,2	49.321,5	60.627,6	89.370,4	133.914,2	330.590,9	1.085.736,8
Porcentaje sobre el stock global de salida de IDE	6,3	5,0	2,9	2,6	1,8	2,9	5,7
Porcentaje sobre el stock de salida de IDE de los países menos desarrollados	14,9	13,2	11,7	10,4	7,5	11,1	16,4
NIC							
Stock de salida de IDE	14.056,0	17.148,0	52.385,6	166.725,5	533.287,4	737.905,8	1.588.715,8
Porcentaje sobre el stock global de salida de IDE	2,0	1,7	2,5	4,9	7,2	6,4	8,3
Porcentaje sobre el stock de salida de IDE de lospaíses menos desarrollados	4,7	4,6	10,1	19,4	29,8	24,8	23,9
Porcentaje sobre el stock de salida de IDE de Asia	6,6	6,6	15,3	29,4	49,7	45,6	43,4
Paraísos fiscales							
Stock de salida de IDE	72,3	2.042,5	5.399,0	19.342,1	98.427,2	177.718,7	355.289,7
Porcentaje sobre el stock global de salida de IDE	0,0	0,2	0,3	0,6	1,3	1,5	1,9
Porcentaje sobre el stock de salida de IDE de los países menos desarrollados	0,0	0,5	1,0	2,3	5,7	6,6	6,0
Porcentaje sobre el stock de salida de IDE de América Latina	0,2	2,9	4,8	10,3	19,6	21,8	20,6

FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

IDE mundiales. Estos en 1990 representaban alrededor del 77 por 100 del total de IDE de los países menos desarrollados, en el año 2000 la cifra se redujo al 57 por 100 y en 2010 se redujo al 54,4 por 100.

Podemos ver en el Cuadro 2 que los NICs representan el 43,4 por 100 del stock de IDE emitida por Asia y el 8,3 por 100 del stock mundial, mientras que los BRICS aportan el 5,7 por 100 del stock mundial de salida de IDE.

CUADRO 3

SALIDA DE IDE DE LOS BRICS
(En millones de dólares)

BRIC	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
China	–	900,0	4.455,0	17.768,0	27.768,4	57.205,6	297.600,0
Federación Rusa	–	–	–	3.345,9	20.141,0	146.679,0	433.655,0
Brasil	38.544,7	39.439,0	41.044,1	44.473,7	51.946,2	79.259,0	180.948,6
India	78,1	93,1	124,1	495,2	1.733,5	9.741,3	92.406,5
Sudáfrica	5.541,4	8.889,5	15.004,4	23.287,5	32.325,2	37.705,9	81.126,7
Total	**44.164,2**	**49.321,5**	**60.627,6**	**89.370.4**	**133.914,2**	**330.590,9**	**1.085.736,8**

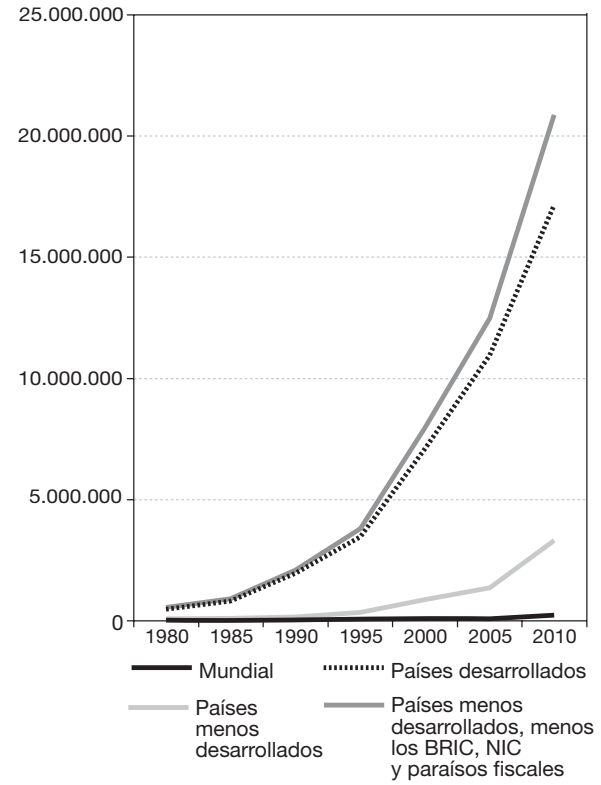
FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

Aunque el 5,7 por 100 del stock de salida de IDE mundial puede parecer una cantidad elevada para solo cinco países, también es importante destacar que el 42 por 100 de la población mundial vive en los países BRICS.

En los Cuadros 2 y 3 se muestra el desglose de los BRICS donde se puede apreciar la homogeneidad del grupo. El stock de salida de IDE de China alcanzó los 297.000 millones de dólares a finales de 2010, más de diez veces los 27.800 millones de dólares registrados en 2000 y muy por encima de los 4.500 millones de dólares de 1990. China se retrasó en la generación de flujos de salida de IDE, incluso entre los grandes mercados emergentes. Brasil alcanzó los 41.000 millones de dólares en 1990, muy por delante de China, pero en 2010 solo alcanzó los 181.000 millones de dólares. El stock de salida de IDE de Rusia creció más rápidamente que el de China, llegando a 434.000 millones dólares en 2010. China, Rusia y Brasil superaron a India y Sudáfrica, que en 2010 tenían, respectivamente, un stock de salida de IDE de 92.400 millones de dólares y 81.100 millones de dólares. La mayoría de la salida de IDE de China se dirige a Asia, alcanzando los 186.000 millones de dólares, lo que representó el 76 por 100 del volumen total de las salidas de IDE en 2009. Sin embargo, Hong Kong fue el principal receptor de estos flujos de inversión, representó el 89 por 100 de las salidas de IDE de

GRÁFICO 2

COMPARACIÓN DE LOS *STOCK* DE SALIDA IDE
(En millones de dólares)



FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

CUADRO 4

PORCENTAJE DEL STOCK DE SALIDA DE IDE: SELECCIÓN PAÍSES EN 2010
(En % sobre el stock mundial)

	Mundial	Países menos desarrollados	Región
			África
Sudáfrica	0,40	2,60	66,30
Egipto	0,03	0,20	4,50
Nigeria	0,02	0,20	4,10
Libia	0,06	0,40	10,80
Marruecos	0,01	0,10	2,20
Porcentaje sobre el total mundial	0,53	3,44	87,90
			América Latina
Brasil	0,89	5,78	24,70
Chile	0,24	1,59	6,80
Argentina	0,15	0,95	4,10
Colombia	0,11	0,73	3,10
Perú	0,02	0,11	0,50
Venezuela	0,10	0,64	2,70
México	0,32	2,11	9,00
Porcentaje sobre el total mundial	0,70	4,50	50,87
			Asia*
China	1,46	9,50	13,29
Corea del Sur	0,68	4,40	6,19
Taiwán	0,99	6,40	8,50
India	0,45	3,00	4,29
Tailandia	0,12	0,80	1,08
Porcentaje sobre el total mundial	3,70	24,10	33,34

NOTA: Se han excluido para Asia los datos de Hong Kong dado que la salida de IDE es excesiva.
FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

China en Asia. Esto puede ser problemático, dado que la mayoría de salida de IDE de China ha ido a Hong Kong y provoca un sesgo en la cantidad real de salida de IDE.

El Gráfico 2 pone en perspectiva el exceso de optimismo de la contribución de las economías emergentes en el desarrollo de la economía mundial. Si se elimina del stock de salida de IDE la contribución de los BRICS y los NICs, junto con los países que atraen la inversión directa extranjera por ser paraísos fiscales (por ejemplo, las Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas y Panamá), las economías en desarrollo únicamente han generado un modesto aumento de las salidas de IDE y su participación queda alrededor del 1,7 por 100 de la salida de IDE mundial en 2010. Además, esta cifra se ha estancado en los países en desarrollo (excluidos BRICS, NICs y los paraísos fiscales) que en 2000 aportaban solo el 1,8 por 100 del stock total de salida de IDE. Esto nos muestra que solo unos cuantos países entre los países en desarrollo están contribuyendo realmente a la generación de flujos de salida de IDE.

En el Cuadro 4 podemos apreciar que entre las economías menos desarrolladas solo unos pocos países aportan un gran porcentaje de la salida IDE. Por ejemplo, en 2010, Libia y Sudáfrica aportan el 77 por 100 de toda la salida de IDE de África, mientras que Brasil representa alrededor del 24,7 por 100 de toda la salida de IDE de

CUADRO 5

VARIACIÓN DEL STOCK DE IDE
(En %)

	1985	1990	1995	2000	2005	2010
Mundial	41,3	110,7	63,0	119,5	55,0	65,9
Economías desarrolladas	52,8	154,6	62,2	123,1	51,5	46,0
BRIC	11,7	22,9	47,4	49,8	146,9	228,4
NIC	22,0	205,5	218,3	219,9	38,4	115,3
Paraísos fiscales	2.723,9	164,3	258,3	408,9	80,6	99,9
Otras economías menos desarrolladas	27,8	31,2	45,7	75,9	68,5	108,6

FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

América Latina. En 2010, a pesar de la atención que ha suscitado India entre los académicos y responsables políticos, solo contribuyó con un 3 por 100 al total de salida de IDE de Asia, mientras que el 8,5 por 100 de salida de IDE de Asia procedía de Taiwán, que tiene un tamaño de población mucho más pequeña que India. De nuevo, esto nos muestra que, si bien algunas regiones pueden llegar a estar más integradas en la economía mundial, esta realidad solo puede atribuirse a unos pocos países.

En lel Cuadro 5 se puede observar que la salida de IDE ha aumentado a una velocidad sin precedentes desde la década de los años ochenta. Así el stock de salida de IDE mundial creció un 65,9 por 100 entre 2005 y 2010. Las salidas de IDE de los países desarrollados aumentaron en un 46 por 100 entre 2005 y 2010, a pesar de la crisis financiera mundial. El cuadro también muestra que los BRIC incrementaron la salida de IDE en un 228,4 por 100 entre 2005 y 2010 y el incremento de los NIC fue del 115,3 por 100 durante el mismo período. Ambos integrados bajo el epígrafe de mercados emergentes también demuestran un crecimiento espectacular del 108,6 por 100 durante el período 2005-2010. El Cuadro 5 proporciona información sobre los períodos de expansión, los BRIC muestran un importante crecimiento en la salida de IDE desde 2000 y los NIC han experimentado gran crecimiento en la última parte de la década de los ochenta y los noventa. El cuadro nos revela que otros países en desarrollo están empezando a emitir IDE, pero si tenemos en cuenta los cuadros anteriores no podemos afirmar que se hayan integrado plenamente en la economía global.

En el Cuadro 6 se compara la salida de IDE de cuatro grupos de países que se encuentran en diferentes niveles de desarrollo económico. En 1980 los NICs solo representaban el 0,5 por 100 de la salida de IDE media de los países desarrollados. En otras palabras, los países desarrollados tenían en promedio 200 veces más salida de IDE que los NICs. Sin embargo, en 2010 los NICs tenían alrededor de un 26,4 por 100 de las salidas de IDE de los países desarrollados, lo que constituye un crecimiento significativo. En consecuencia podemos afirmar que los NICs están cada vez más integrados en la economía global. Sin embargo, el grupo etiquetado como «mercados emergentes» se vio estancado con un 7,1 por 100 de las salidas de IDE de los países desarrollados. Mientras que los países en vías de desarrollo como Perú, Venezuela, Nigeria y Pakistán lograron un aumento muy reducido y en 2010 apenas representaron el 0,4 por 100 de las salidas de IDE de los países desarrollados. Esto pone de manifiesto la gran diferencia entre los mayores contribuyentes a salida de IDE de los países en desarrollo,

CUADRO 6

COMPARACIÓN DE LA SALIDA DE IDE ENTRE PAÍSES CON DIFERENTES NIVELES DE DESARROLLO ECONÓMICO (En millones de dólares)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
Países menos desarrollados							
EE UU.	215.375,0	386.352,0	731.762,0	1.363.792,0	2.694.014,0	3.637.996,0	4.843.325,0
Reino Unido	80.433,5	100.313,5	229.306,8	304.865,0	897.845,4	1.198.637,0	1.689.330,0
Francia	24.909,8	38.780,6	112.441,2	204.431,1	925.924,7	1.232.272,0	1.523.046,0
Holanda	41.866.9	47.813,0	106.899,5	172.673,2	305.461,1	643.913,4	890.221,8
Japón	19.612,0	43.974,0	201.441,0	238.452,0	278.442,1	386.581,3	831.074,3
Bélgica	6.036.9	9.551,2	40.635,8	80.690,0	179.773,0	478.170,2	736.724,5
Media	64.705,7	104.464,1	237.081,0	394.150,5	880.243,4	1.262.928,0	1.752.287,0
NIC							
China, Hong Kong	148,0	2.344,0	11.920,4	78.833,2	388.379,8	471.319,6	948.493,7
Corea del Sur	127,0	461,0	2.300,9	10.230,4	21.497,4	38.683,1	138,984,0
Singapur	772,0	1.072,0	7.808,4	35.049,7	56.755,2	121.392,1	300.010,1
Media	349,0	1.292,3	7.343,2	41.371,2	155.544,1	210.464,9	462.495,9
% Países menos desarrollados	0,5	1,2	3,1	10,5	17,7	16,7	26,4
Países emergentes							
China	–	900,0	4.455,0	17.768,0	27.768,4	57.205,6	297.600,0
India	78,1	93,1	124,1	495,3	1.733,5	9.741,3	92.406,5
Malasia	304,6	412,5	753,3	5.123,2	15.877,6	22.034,9	96.757,9
Brasil	38.544.7	39.439,0	41.044,1	44.473,7	51.946,2	79.259,0	180.948,6
Argentina	5.970,4	5.921,3	6.057,3	10.695,6	21.140,7	23.339,9	2.984,0
Chile	63,3	116,3	154,0	2.773,5	11.154,0	21.358,9	49.838,3
Media	7.493,5	7.813,7	8.764,6	13.554,9	21.603,4	35.489,9	124.565,4
% Países menos desarrollados	11,6	7,5	3,7	3,4	2,4	2,8	7,1
Países menos desarrollados							
Perú	2,6	37,7	121,6	567,3	505,0	1.047,0	3.318,8
Venezuela	23,0	165,0	1.221,0	3.427,0	7.676,0	9.429,0	19.889,0
Nigeria	9,5	–	1.218,8	2.943,1	4.143,9	302,0	5.041,2
Paquistán	40,2	126,6	245,0	266,2	488,7	870,0	1.727,0
Media	18,8	109,8	701,6	1.800,9	3.203,4	2.912,0	7494,0
% Países menos desarrollados	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,2	0,4

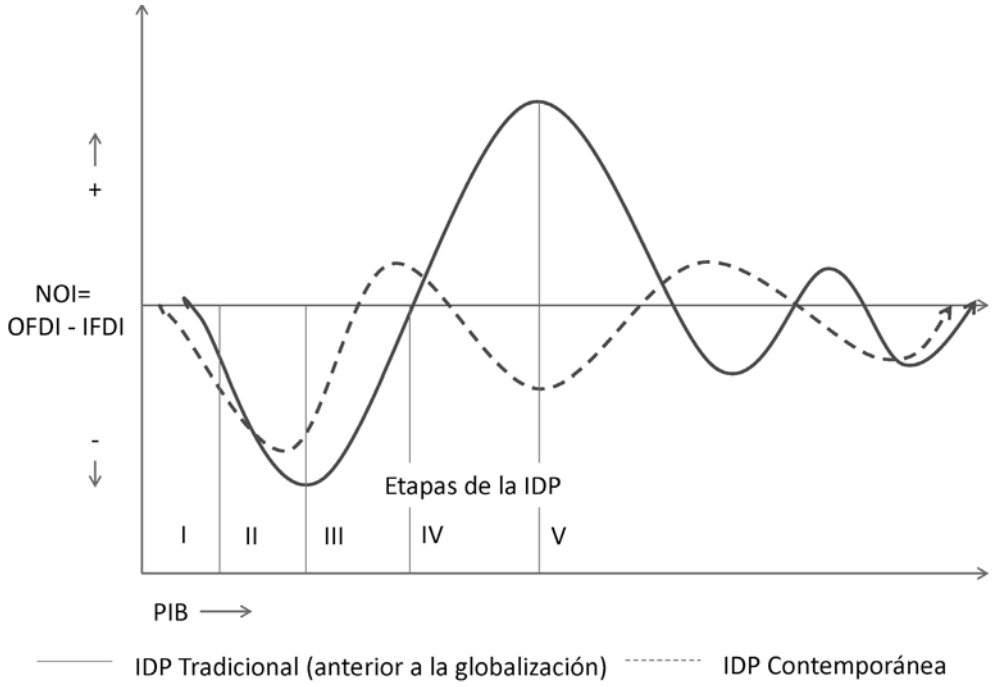
FUENTE: UNCTADSTAT (2012).

y hace que sea más difícil argumentar que los países menos desarrollados están cada vez más integrados en la economía mundial. En el Cuadro 6 se puede apreciar con perspectiva lo lejos que aún están los países emergentes y en desarrollo en comparación con los países desarrollados como Reino Unido y EE UU. También se revela hasta qué punto los NICs han alcanzado a los países desarrollados, especialmente desde 1995.

Si bien es justo argumentar que algunos países emergentes se han convertido en generadores relevantes de salida de IDE, esta realidad no puede hacerse extensible a todos los países menos desarrollados y emergentes. El aumento excepcional de la salida de IDE de un selecto y reducido grupo de países en desarrollo, ha dado lugar a una distorsión y un falso optimismo en todos los países menos desarrollados y emergentes. Es justo

GRÁFICO 3

MODELO DE LA IDP



NOTAS: NOI=stock de slida de IDE – stock de entrada de IDE; OFDI=stock de salida de IDE; IFDI=stock de entrada de IDE; PIB=producto interior bruto.
FUENTE: NARULA y DUNNING (2010).

afirmar que las naciones BRICS (con su gran población) y los NICs (que a todos los efectos no deben ser clasificados como países emergentes) son únicos y que sería difícil para otros países experimentar los mismos patrones de crecimiento en un futuro próximo.

4. La senda de desarrollo de la IDE y el papel de las multinacionales de los países emergentes

El modelo de la senda de desarrollo de la IDE (IDP – Investment Development Path) propone que la posición neta de IDE (NOI, stock de entrada de IDE menos stock de salida de IDE) está sistemáticamente relacionada con el nivel de desarrollo económico del país. Dunning (1981) midió el desarrollo económico de un país a través del PIB per cápita. La IDP sostiene que existe una relación sistemática y una interacción entre el desarrollo económico de un país y su nivel de inversión extranjera directa emitida y recibida. Cuando un país mejora su nivel de desarrollo este atrae más inversión, como consecuencia del fortalecimiento de las ventajas de localización, lo que a su vez provocará una mejora de las ventajas competitivas de las empresas domésticas (Narula y Dunning, 2010). La mejora de la ventaja competitiva de las empresas domésticas se debe al aprendizaje derivado de la interacción con las empresas multinacionales extranjeras. En las últimas etapas de desarrollo, habrá más empresas que posean fuertes ventajas competitivas y su explotación genera salida de IDE. La teoría IDP propone cinco etapas de desarrollo (Véase Gráfico 3).

La primera etapa de la IDP representa la situación de los países menos desarrollados, los cuales presentan un déficit negativo en su NOI. Esto significa que son recep-

tores netos de IDE. La mayoría de la IDE que atraen los países en la primera etapa busca sus recursos naturales. Sin embargo, su participación en los flujos de salida de IDE es prácticamente nula. Los países en la primera fase, por lo general, muestran una fuerte debilidad en sus ventajas de localización debido al escaso nivel de infraestructura, el bajo nivel de educación, la pobreza de su fuerza de trabajo, los bajos ingresos per cápita y, a veces, la inestabilidad económica y política. Esta debilidad en las ventajas de localización explica que la entrada de IDE sea muy limitada. Las empresas multinacionales extranjeras descartan estos países en sus estrategias de inversión y optan por formas de entradas que minimicen el compromiso de recursos y el riesgo, como pueden ser los acuerdos sin inversión con empresas locales o la exportación. En esta etapa de preindustrialización el país prácticamente carece de activos creados. Por tanto, solo aquellos países que poseen recursos naturales que pueden ser explotados por las empresas extranjeras son capaces de atraer flujos de entrada de IDE. En esta etapa, la prioridad del Gobierno es mejorar las ventajas de localización del país mediante la mejora de la infraestructura básica y el capital humano a través de la educación y programas de capacitación. Muchos Gobiernos de la primera fase de la IDP articulan políticas de sustitución de importaciones, antes de que fueran prohibidas por la Organización Mundial de la Salud (OMC), y políticas de promoción de las exportaciones, con el fin de tratar de mejorar la estructura de los mercados e industrias locales.

La segunda etapa de la IDP se construye a partir del desarrollo de la etapa uno. Aquí la NOI disminuye debido a un incremento de la entrada de flujos de IDE a un ritmo más rápido que el crecimiento del PIB. Sin embargo, los flujos de salidas de IDE se mantienen en el mismo nivel que en la etapa uno, es decir a nivel muy bajo. En la etapa dos, como consecuencia del desarrollo económico, el país ha creado mejores ventajas de localización, lo que genera un alto crecimiento de la entrada de flujos de IDE. Los países de la etapa dos atraen IDE que buscan recursos naturales y en las industrias intensivas en capital trabajo de escasa cualificación. La apertura de la economía a la IDE implica la entrada de recursos financieros que deberían mejorar sus ventajas de localización. Muchos de los países en la etapa dos comienzan a modernizar su infraestructura básica, que a su vez tiene un efecto positivo en la educación y en la formación de los trabajadores locales. También dará lugar a una mejora de las industrias donde actúan las empresas extrajeras, lo que podría provocar la generación de una industria nacional que ha mejorado sus recursos y que compite a nivel doméstico. También se crean oportunidades para las empresas locales para participar en las cadenas de producción de las empresas multinacionales y otras oportunidades de colaboración entre empresas domésticas y multinacionales, que facilitan el aprendizaje mediante *learning-by-doing*. Como resultado de la participación de las empresas multinacionales, las empresas locales verán sus ventajas competitivas actualizadas y, por tanto, mejorarán su competitividad. Esta mejora de la ventaja competitiva podría permitir su internacionalización y ser el inicio de la aparición de las salidas de flujos IDE, destinados predominantemente a países de niveles de desarrollo económico similar o menor, con el fin de encontrar nuevos mercados en los que podría competir con éxito. Las políticas del Gobierno, a través de incentivos, pueden aumentar el nivel de las entradas de IDE y las inversiones en infraestructura fortalecerán sus ventajas de localización y facilitarán las ganancias de competitividad de las empresas locales.

Los «países emergentes» estarían situados en la tercera etapa de la IDP. Su NOI va en aumento, debido a los mayores niveles de flujos de salida de IDE y a una disminución constante de los flujos de entrada de IDE. En esta etapa las ventajas de localización han experimentado una mejora sustancial con respecto a las de los países de las etapas uno y dos. Las etapas de mayor desarrollo económico tienen un mayor ingreso per cápita, una economía más industrializada y la economía comienza a tener una mayor demanda de productos más especializados y de superior calidad. Las ventajas competitivas mejoran y dado que las empresas multinacionales

están integradas en el mercado interno, la competencia se intensifica. Como consecuencia de ello las empresas domésticas desarrollan y mejoran sus ventajas competitivas con el fin de mantener su competitividad. Los mercados emergentes de la IDP empiezan a ver la erosión de su ventaja comparativa en el coste de la mano de obra. Como resultado de un fortalecimiento de la capacidad de innovación local y un mercado interno más grande, se posibilita la generación de economías de escala, lo que lleva a un cambio en los objetivos de la flujos de entradas de IDE hacia la IDE horizontal basada en la búsqueda de mercado y de eficiencia. En la fase tres los países invierten más en programas de educación y formación y, debido a un tejido empresarial cada vez más competitivo, se invierte más en investigación y desarrollo (I+D), lo que lleva a la generación de activos creados como base de la ventaja competitiva. Las empresas locales fortalecen su ventaja de propiedad, en particular en su dotación de activos intangibles, y reducen su dependencia de las políticas gubernamentales. A pesar de ello, el Gobierno todavía tiene un papel esencial en la reducción de los fallos del mercado y en facilitar que las industrias ineficientes mejoren su competitividad. Los Gobiernos de los mercados emergentes también mantienen sus esfuerzos en la atracción de IDE y la promoción de la integración entre las empresas multinacionales y las empresas locales, que reduzcan al mínimo los riesgos de deslocalización. Se utilizan políticas en forma de incentivos, como los incentivos fiscales (por ejemplo, desgravaciones fiscales), para atraer la IDE en áreas donde las empresas locales no son competitivas. Esta IDE también ayudará a las empresas domésticas a utilizar sus ventajas de propiedad en otros mercados. Los países de la tercera fase aún son receptores netos de IDE, sin embargo, los niveles de entrada y salida de IDE son mucho mayores que los alcanzados por los países de las etapas uno y dos. Los flujos de salida IDE tienden a localizarse en países que se encuentran en las etapas inferiores o que presentan un nivel de desarrollo económico similar, ya que las empresas poseen una ventaja competitiva suficiente para poder competir con éxito en estos países. Sin embargo, no se limitan a invertir exclusivamente en los países en vías de desarrollo, sino que también invierten en los países desarrollados, donde la motivación principal es la creación de su ventaja competitiva y la adquisición de activos.

Los países de la etapa cuatro de la IDP se diferencian de las etapas inferiores ya que tienen una NOI positiva, es decir, el stock de salida de IDE es superior al de entrada. La principal causa de esta situación es el desarrollo de una ventaja competitiva entre las empresas domésticas que no solo les permite competir a nivel local, sino que también les habilita para competir y expandir sus operaciones en el extranjero. El stock de salida de IDE obedece en parte a la búsqueda de eficiencia en los países que se encuentran en las etapas más bajas (por ejemplo, mano de obra barata). También la salida de IDE obedece a una búsqueda activa de nuevos mercados (IDE orientada al mercado). Al igual que en la tercera fase, también encontraremos empresas multinacionales que buscan activos estratégicos en los países que están en un nivel económico superior. En la cuarta etapa, las ventajas de localización han realizado la transición de una economía que dependía de los recursos naturales y la mano de obra barata, a una economía que tiene sus propios activos creados. Se dispone de una mano de obra cualificada, los mercados más sofisticados y una fuerte capacidad tecnológica sobre las que las empresas locales pueden desarrollar sus ventajas competitivas. La mayoría de los flujos de entrada de IDE en esta etapa proceden de países que están en un nivel de desarrollo similar, la motivación principal es la búsqueda de mercado y, en menor medida, la búsqueda de activos estratégicos. El papel del Gobierno en esta etapa consiste en asegurar la competencia en los mercados en los que interactúan las empresas extranjeras y domésticas y eliminar los fallos de mercado existentes. También se empiezan a ver algunas de las políticas proteccionistas para ayudar al desarrollo de las industrias nacientes.

Por último, la quinta etapa de la IDP es donde están los países más avanzados o los países que están en la frontera del conocimiento como Alemania, Reino Unido,

Japón y EE UU, y vemos que la NOI fluctúa en torno a cero. Estos países son receptores de altos niveles de entrada y salida de IDE. Una gran parte de la IDE se destina a países con un nivel de desarrollo económico similar, debido a que las estructuras económicas de los países desarrollados son cada vez más similares y poseen sofisticadas ventajas de localización. También invierten en las etapas inferiores en búsqueda de eficiencia y para explotar sus ventajas competitivas en nuevos mercados. La NOI de los países de la quinta etapa fluctúa entre una posición positiva y negativa debido a los ciclos económicos, los tipos de cambio y las estrategias de las empresas.

La NOI da una perspectiva de la evolución del desarrollo de la posición de inversión de un país. En la evolución a través de las etapas, las ventajas de localización que incluyen la infraestructura básica y las políticas gubernamentales adecuadas son muy importantes en las tres primeras etapas del IDP. Un marco institucional sólido ayuda a desarrollar las ventajas de propiedad de las empresas domésticas, facilita la acumulación de conocimientos y de bienes intensivos en tecnología, que son determinantes en la aceleración del proceso de multinacionalización de las empresas locales y en última instancia, para avanzar hacia las etapas cuarta y quinta de la IDP.

5. La importancia de la ventaja de localización en la actividad de la empresa multinacional

El consenso general es que las ventajas de localización del país de origen juegan un papel importante en la determinación de las ventajas competitivas y el éxito en la habilidad de las empresas domésticas para aprovechar los flujos de entrada de IDE. Esto es evidente cuando se comparan países en diferentes etapas de la IDP. Por ejemplo, en las fases uno y dos los países por lo general tienen un escaso desarrollo de las infraestructuras, un bajo nivel de educación, una fuerza de trabajo de mala calidad, bajos ingresos per cápita y, a veces, inestabilidad económica y política. Aquellos países que logran saltar a una etapa superior, mejoran sus ventajas de localización .

El Cuadro 7 presenta a países que se encuentran en diferentes niveles de desarrollo económicos y los agrupa en función de su PIB per cápita. Clasificamos los países que se superponen con las etapas de la IDP: países en desarrollo (etapas una y dos), países emergentes (etapas dos y tres), NICs (etapas tres y cuatro) y países desarrollados (etapa cinco). En el Cuadro 7 se presentan los indicadores de desarrollo de infraestructuras y la información sobre la salida de IDE. Utilizamos como *proxy* la media del grupo para poder comparar los países con diferentes niveles de desarrollo económicos y tener una idea de las diferencias entre los países desarrollados (o economías de frontera) y otros países menos desarrollados (NICs, mercados emergentes y países en desarrollo).

La entrada de IDE en los países menos desarrollados es algo menor que siete veces la salida de IDE de estos países. Así, para el caso de Pakistán la entrada de IDE es mayor de 15 veces la salida, lo que genera un déficit en la NOI, tal y como se espera en los países que se encuentran en las etapas uno y dos de la IDP. También podemos apreciar en el Cuadro 7 que los países desarrollados tienen por término medio 200 veces más salida de IDE que los países menos desarrollados. Los países emergentes, por otro lado, tienen aproximadamente siete veces más salida de IDE que los países menos desarrollados. Esperamos una gran diferencia en la entrada de IDE, tal y como propone la IDP, las etapas superiores atraerán más IDE, debido a sus mejores ventajas de localización. También apreciamos que los países emergentes tienen una NOI menor que los países menos desarrollados, en los emergentes la entrada de IDE es más de dos veces y media la salida de IDE, lo que presenta una ratio mayor que la de los países menos desarrollados. También podemos observar que la salida de IDE de los países emergentes es solo el 8 por 100 de la emitida por los países desarrollados, mientras que los NICs alcanzan el 18 por 100. La NOI de los NICs es ligeramente inferior a la de los países emergentes, la entrada de IDE es algo más de dos veces la salida de IDE. También apreciamos que, en promedio, la salida de IDE de los NICs es dos veces superior al promedio

CUADRO 7

VENTAJAS DE LOCALIZACIÓN: INFRAESTRUCTURAS BÁSICAS

	Stock de entrada de IDE 2010 (millones US$)	Stock de salida de FDI 2010 (millones US$)	Consumo de electricidad (Kwh per cápita)	Conexiones fijas de Internet con banda ancha (por 100 personas)	Suscripción de teléfonos móviles (por 100 personas)
Países menos desarrollados					
Perú	42.976,00	3.319,00	961,00	2,52	73,00
Venezuela	40.389,00	17.317,00	3,00	4,76	97,00
Nigeria	60.327,00	5.041,00	137,00	0,04	42,00
Pakistán	19.828,00	1.362,00	474,00	0,10	53,00
Vietnam	65.348,00	–	728,00	2,38	81,00
Media	45,77	6,76	1,08	1,96	69,20
% Países menos desarrollados	5,44	0,50	10,00	6,00	61,00
Países emergentes					
China	587.817,00	298.411,00	2,33	6,29	48,00
India	204.692,00	96.421,00	542,00	0,46	30,00
Malasia	101.510,00	96.896,00	3,67	4,93	103,00
Brasil	674.764,00	188.637,00	2,17	5,26	78,00
Argentina	87.459,00	29.841,00	2,66	7,99	117,00
Chile	154.638,00	60.147,00	3,32	8,49	88,00
Media	01,81	110,05	2,45	5,57	77,33
% Países menos desarrollados	35,88	8,00	22,00	18,00	68,00
NIC					
República de Corea	127.047,00	138.984,00	8.502,00	31,84	94,00
Singapur	461.417,00	317.927,00	8.513,70	20,73	132,00
Hong Kong	1.089.869,00	936.026,00	5.899,20	28,13	166,00
Media	559.444,00	227.568,00	7.638,30	26,90	113,00
% países menos desarrollados	66,50	18,00	68,00	86,00	100,00
Países desarollados					
EE UU	3.397.411	4.766.730	13,64	24,02	89
Japón	214.880	831.076	8,47	23,58	86
Dinamarca	142.323	214.384	6,67	36,88	125
Alemania	698.203	1.436.480	7,18	27,52	129
Holanda	593.109	961.537	7,10	35.31	125
Noruega	171.916	192.944	24,98	33,26	110
Suecia	349.777	368.785	15,24	41.12	118
Reino Unido	1.162.696	1.626.885	6,12	28,13	126
Media	841	1.299.853	11,18	31,23	114

FUENTE: UNCTADSTAT (2012), WDI (2007).

de los países emergentes. Los países desarrollados tienen una NOI positiva ya que se espera que las empresas domésticas sean competitivas a nivel mundial.

Dado que las ventajas de localización inciden en el nivel de IDE, en el Cuadro 7 se muestra el nivel de infraestructura básica de los países seleccionados. La energía eléctrica per cápita mide la infraestructura de energía y se utiliza para dar una indicación de por qué algunos países han logrado industrializarse mientras que otros han tenido menos éxito. La infraestructura energética también explica por qué en algunos países las tasas de crecimiento industrial son diferentes. Los países menos desarrollados producen el equivalente al 10 por 100 de la energía eléctrica por habitante de los países desarrollados, mientras

que los países emergentes y los NIC representan, respectivamente, el 22 y el 68 por 100 del uso por parte de los países desarrollados. Sorprendentemente, India produce menos energía eléctrica que Venezuela, Perú y Vietnam, a pesar de ser un país económicamente más desarrollado. Los NIC producen tres veces más energía eléctrica que los mercados emergentes, lo que muestra una diferencia importante entre los dos grupos de países.

Si bien se podría argumentar que el acceso a Internet de banda ancha es un indicador del nivel de infraestructura avanzada, en este artículo se utiliza como *proxy* para medir la infraestructura básica. La razón es que Internet se ha convertido en un elemento esencial en la educación y en los negocios, y la ausencia de esta infraestructura genera una gran desventaja en el país. También utilizamos la suscripción móvil como indicación de la infraestructura básica de comunicación. Los usuarios de banda ancha de Internet de los países menos desarrollados representan tan sólo el 6 por 100 de usuarios de los países desarrollados, la ratio para los mercados emergentes está en un 18 por 100. Cuando nos fijamos en los distintos países, Pakistán tiene solo 0,1 de cada 100 personas que tienen una conexión a Internet de banda ancha, mientras que en la India es de 5 de cada 100 personas que es mucho más bajo que el presentado por otros «mercados emergentes» como Malasia que tiene 11 veces más usuarios, alcanzado la ratio de 55 de cada 100 personas con conexión a Internet de banda ancha. En el Cuadro 7 se puede ver que hay también una gran diferencia entre los mercados emergentes y los NIC, éstos tienen más del doble de usuarios de Internet. Sin embargo, nos encontramos que la brecha se reduce significativamente en la suscripción móvil, los países menos desarrollados se encuentran en un 61 por 100 de las suscripciones móviles de los países desarrollados, y los NICs tienen un número similar de suscriptores móviles por cada 100 personas a los países desarrollados.

En el Cuadro 8 se muestran los datos sobre la infraestructura para la generación de conocimiento de un conjunto de países. Podemos apreciar que las exportaciones e importaciones de bienes asociados a las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) son más altas en los mercados emergentes y los NICs en comparación con los países desarrollados. Los datos nos proporcionan una idea de la estructura de la economía de la mayoría de los países emergentes, se utiliza el sector de las TIC como una vía de aprendizaje que les permita dar el salto a la industria de alta tecnología. Los datos sobre las ventajas comparativas en las TIC nos proporcionan una idea de la competitividad de las empresas domésticas en esta industria y el nivel de su ventaja competitiva (Oa); así China y Malasia muestran su fortaleza en el sector de las TIC, junto con los NICs, mientras que Brasil, India y Chile se están quedando rezagados.

Hay un grupo más amplio de doctores en ciencia e ingeniería en los mercados emergentes que en los NICs, aunque aún existe un retraso con respecto a las economías que están en la frontera del conocimiento. Los NICs tienen unas nueve veces más investigadores en proyectos de I+D que los mercados emergentes. Sin embargo, en los países emergentes hay una cierta disparidad con China que tiene diez veces más investigadores en proyectos de I+D por millón que India, aunque China tiene cuatro veces menos que Corea. Los artículos publicados en revistas científicas y tecnológicas dan una buena indicación de la producción académica y puede utilizarse como un *proxy* para una economía del conocimiento. Podemos apreciar que los países menos desarrollados tienen solo el 2 por 100 de la producción de los países desarrollados. Curiosamente, los mercados emergentes generaron una producción académica superior a los NIC a pesar de quedarse atrás en otros indicadores. Estos indicadores son importantes, ya que mayores niveles de inversión en I+D darán lugar a mayores niveles de innovación y, posteriormente, mayores ventajas competitivas para las empresas. Los científicos e ingenieros crean innovación tangible, y facilitan la generación de externalidades (*spillover*) provenientes de la innovación extranjera en favor de las empresas domésticas.

En el Cuadro 9 podemos apreciar que las patentes estadounidenses concedidas a las empresas indias y chinas

CUADRO 8

INFRAESTRUCTURA PARA LA GENERACIÓN DE CONOCIMIENTO

	Investigadores en proyectos I+D (por millón de persona)	Artículos publicados en revistas científicas y tecnológicas	Importación de bienes TIC (millones de US$)	Exportación de bienes TIC (millones de US$)	Ventaja comparativa en las TIC Exportaciones/ importaciones
Países menos desarrollados					
Perú	–	153	–	22	
Venezuela	–	497	5.231	40	0,01
Nigeria	–	427	2.872	2	0,00
Pakistán	–	741	2.476	95	0,04
Vietnam	–	283	5.751	3.439	0,60
Media	–	420	4.114	1.767	0,43
% Países desarrollados	–	2	8	3	
Países emergentes					
China	1.071	56.806	306.156	430.728	1,41
India	137	18.194	15.901	2.375	0,15
Malasia	–	808	39.479	52.060	1,32
Brasil	–	11.885	20.525	3.601	0,18
Argentina	980	3.362	5.586	335	0,06
Chile		1.740	3.842	111	0,03
Media	547	15.466	65.248	81.535	1,25
% Países desarrollados	13	61	122	156	
NIC					
República de Corea	4.627	18.467	58.614	115.625	1,97
Singapur	6.087	3.792	90.279	122.991	1,36
Hong Kong			164.686	158.672	0,96
Media	5.357	11.130	104.526	132.429	1,27
% Países desarrollados	123	44	196	253	
Países desarrollados					
EE UU		209.695	287.469	174.865	0,61
Japón	5.573	52.896	84.206	115.239	1,37
Dinamarca	5.431	5.236	9.631	6.067	0,63
Alemania	3.453	44.408	113.190	111.704	0,99
Holanda	2.680	14.210	70.996	73.858	1,04
Noruega	5.247	4.079	8.047	3.341	0,42
Suecia	5.215	9.914	18.377	18.630	1,01
Reino Unido	2.881	47.121	69.457	37.806	0,54
Media	4.354	25.409	53.415	52.378	0,98

FUENTE: World Development Indicators (2007).

han aumentado a un ritmo acelerado, India poseía en 2002 diez veces más patentes que las concedidas en 1990, mientras que China las incrementó en cinco veces durante ese mismo período. Sin embargo, India tenía la mitad del nivel de patentes de China y estaba por detrás de los NIC, con 15 veces menos patentes que Corea y 20 veces menos que Taiwán. El valor añadido en sectores de alta tecnología muestra que la India queda retrasada con respecto a países del mismo nivel económico, con la mitad de actividad que Malasia. China registró un incremento de nueve veces el valor añadido de la industria de alta tecnología entre 1990 y 2002, y en 2002 fue mayor que los NIC, duplicando a Corea y multiplicando por cuatro a Singapur y a Taiwán.

CUADRO 9

INFRAESTRUCTURA PARA LA GENERACIÓN DE CONOCIMIENTO PARTE 2

	Patentes estadounidenses concedidas*			Valor añadido de la industria de alta tecnología**			Doctores en ciencias y en ingeniería***	
	1990	2002	% Variación	1990	2002	% Variación	Todos	Ingeniería
Economías emergentes								
China	99,00	522,00	36	9.224,00	86.770,00	70	12.238,00	7,00
India	23,00	249,00	82	1.401,00	4.076,00	16	6.318,00	779,00
Malasia	3,00	55,00	144	2.025,00	10.795,00	36	–	–
Media	42,00	275,00		4.217,00	33.880,00		9.278,00	3.676,00
% países desarrollados	0,10	0,36		2,85	10,97		36,43	53,93
NICs								
Corea, República de	225,00	3.786,00	132	10.959,00	41.652,00	23	3.192,00	1.868,00
Singapur	12,00	410,00	276	8.150,00	19.524,00	12	–	–
Taiwán	732,00	5.431,00	53	9.418,00	24.524,00	13	1.167,00	656,00
Media	323,00	3.209,00		9.509,00	28.567,00		2.180,00	1.262,00
% países desarrollados	0,76	4,20		6,44	9,25		8,56	18,51
Países desarrollados								
EE UU	90.365	167.334	7	147.061	482.836	19	26.891	5.265
Japón	19.525	34.859	7	14.835	13.461	-1	7.581	3.921
Europa	1.764	2.696	4	–	–		41.939	11.263
Media	4.251	76.384		147.706	308.723		25.470	6.816
% países desarrollados	100	100		100	100		100	100

NOTAS: *Patentes estadounidenses concedidas: US, PTO, Office of Electronic Information Products, Patent Technology Monitoring Division.
* Valor añadido de la industria de alta tecnología: Global Insight, Inc., World Industry Service Database (2005). Historical data from United Nations (UN) Industrial Development Organization; UN Statistics Division, System of National Accounts; OECD.
*** Doctores en ciencias y en ingeniería: ard, Science and Engineering Indicators 2006, Volume 2, NSB 06-01A (2006), appendix tables 2-42 and 2-43; OECD Education database.
FUENTE: Elaboración propia.

El nivel de las ventajas de localización es en efecto el impulso que facilita la evolución de la economía por las distintas etapas de la IDP. Aunque a partir de los cuadros anteriores no podemos identificar qué nivel de ventaja de localización se necesita para pasar a la siguiente etapa en IDP, se observa una relación entre los países con ventajas de localización más fuertes y su mayor capacidad para atraer y emitir IDE. Los países confían en que la entrada de las empresas multinacionales facilite el acceso a las empresas locales a las últimas tecnologías, y proporcione recursos financieros para el desarrollo de una infraestructura adecuada. El éxito de las empresas domésticas para sacar provecho de la entrada de IDE depende en gran medida de las ventajas de localización. La falta de modernización de la infraestructura, la educación, el mercado laboral y la estabilidad política y económica significará que las empresas nacionales carezcan de los niveles básicos para aprovechar nuevas oportunidades y podría llevar a un desplazamiento de las empresas domésticas. Sin embargo, si el país es capaz de actualizar sus ventajas de localización proporcionará la base fundamental para que las empresas puedan aprovechar las oportunidades que ofrece la entrada de IDE para el desarrollo de su ventaja competitiva. La mejora de la ventaja competitiva de la empresa doméstica lleva implícita una mejora de las ventajas de localización en su país de origen, lo que implicará mayores niveles de entrada de IDE. Por tanto, las empre-

sas aprovecharán el conocimiento implícito en los nuevos flujos de entrada de IDE, lo que contribuirá a que el país evolucione hacia la siguiente fase de la IDP, llevando eventualmente a las empresas domésticas, que poseen una ventaja competitiva suficientemente diferenciadora, a internacionalizarse a través de la IDE, lo que puede generar una mayor integración del país en la economía mundial.

6. Conclusiones

En este artículo se ha argumentado que si bien es cierto que algunos países emergentes se han convertido en una fuente de salida de IDE, no podemos atribuir dicho fenómeno a todos los países menos desarrollados y a todos los emergentes. El aumento excepcional de salida de IDE de un selecto grupo de países menos desarrollados ha dado lugar a una distorsión de los valores típicos y se ha provocado una generalización inadecuada. Creemos que los BRICS y los NICs (que no deberían ser clasificados como países emergentes) son los únicos que han protagonizado este fenómeno y sería difícil que otros países experimentaran los mismos patrones de crecimiento. Analizamos como las ventajas de localización del país de origen de la IDE juegan un papel importante para la integración de algunos países emergentes en la economía global. Sin embargo, también hemos demostrado que muchos países no cuentan con suficientes ventajas de localización para proporcionar el entorno que permita que las empresas domésticas puedan competir a nivel mundial. Muchos países menos desarrollados y emergentes aún presentan una brecha significativa con respecto a los países desarrollados en su dotación de infraestructura básica y de generación de conocimiento.

Países que en las etapas iniciales tienen que proporcionar el nivel básico de infraestructura y ejecutar políticas favorables a la inversión para atraer IDE. El Gobierno de estos países tiene que implementar políticas para reducir las imperfecciones del mercado en sus países y proporcionar un incentivo para que las empresas extranjeras inviertan en el país. Asimismo, debe dotar del nivel de infraestructura mínimo para que las empresas domésticas puedan beneficiarse de la entrada de empresas extranjeras. Para evolucionar por las etapas de la IDP, las políticas gubernamentales en las primeras etapas son esenciales para sentar las bases para que las empresas domésticas mejoren su competitividad. Si las empresas domésticas mejoran su competitividad, estas facilitarán la mejora de las infraestructuras de su país de origen a través de transmisión de conocimientos del mercado laboral, el desarrollo del conocimiento a través de proyectos de I+D, y a través de los impuestos que deberán utilizarse para mejorar las ventajas de localización del país de origen. En las últimas etapas de la IDP, las empresas domésticas juegan un papel más importante que el Gobierno en la economía del país.

Sin embargo, como hemos demostrado en la última parte de este artículo, solo unos pocos países tienen el nivel necesario de ventajas de localización para evolucionar a través de las etapas de la IDP. La diferencia existente entre las ventajas de localización de los países desarrollados y los menos desarrollados es enorme, y hasta que esta brecha no se cierre, es poco probable que veamos muchos países menos desarrollados y emergentes cada vez más integrados en la economía mundial. Por otra parte, si los países no proporcionan el nivel básico de infraestructura y de mejora de las ventajas de localización, la entrada de IDE no será beneficiosa para el desarrollo de las empresas domésticas y será inadecuado para capitalizar las oportunidades que ofrecen las empresas extranjeras.

Mientras los BRICS, los NICs y otros mercados emergentes están generando salida de IDE hacia los países en desarrollo, la medida en que estos flujos de capital pueden influir en el desarrollo depende del tipo de IDE. Por un lado, si la motivación de la salida de IDE de las EMEs es la búsqueda de mercado, podría haber oportunidades para las empresas locales de los países menos desarrollados para beneficiarse de las externalidades y mejorar su ventaja competitiva. Por otra parte, si la motivación es la búsqueda de eficiencia, podrían existir

oportunidades para las empresas domésticas de formar parte de las redes de producción de las EMEs. Por otro lado, si la motivación es la búsqueda de recursos, puede haber pocas oportunidades para las empresas domésticas de mejorar sus ventajas competitivas debido a las limitadas oportunidades.

Referencias bibliográficas

[1] ANDREFF, W. (2003): The Newly Emerging TNCs from Economies in Transition: a Comparison with Third World Outward FDI, Transnational Corporations, 12 (2), 73-118.

[2] DUNNING, J. H. (1981): «Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic or Developmental Approach», *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 117, nº1, pp. 30-64.

[3] GAMMELTOFT, P.; BARNARD, H. y MADHOK, A. (2010): Emerging Multinationals, Emerging Theory: Macro- and Micro-level Perspectives, *Journal of International Management*, vol. 16, nº 2., pp. 95-101.

[4] GUILLEN, M.F. y GARCÍA-CANAL, E. (2009): The American Model of the Multinational Firm and the «New» Multinationals from Emerging Economies. *Academy of Management Perspectives*, vol. 23, nº2, pp. 23-35.

[5] JOHANSON, J. y WIEDERSHEIM-PAUL, F. (1975): The Internationalization of the Firm: Four Swedish Cases. *Journal of Management Studies,* vol. 1, nº 3, pp. 305-322.

[6] JOHANSON, J. y VAHLNE, J. (1977): The Internationalization Process of the Firm-A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments, *Journal of International Business Studies*, vol. 8, nº 1, pp. 23-32.

[7] KANG, Y. y JIANG, F. (2010): FDI Location Choice of Chinese Multinationals in East and Southeast Asia: Traditional Economic Factors and Institutional Perspective, *Journal of World Business*, doi:10.1016/j.jwb.2010.10.019.

[8] KUMAR, K. y McLEOD, M. (1981): Multinationals from Developing Countries. Lexington, MA: D. C. Heath.

[9] LALL, S. (1983): The New Multinationals: The Spread of Third World Enterprises, Wiley: Chichester.

[10] LECRAW, D. (1977). Direct Investment by Firms from Less Developed Countries. Oxford Economic Papers: pp. 442-457.

[11] NARULA, R. (2010): Much Ado About Nothing, or Sirens of a Brave New World? MNE Activity From Developing Countries And Its Significance For Development, OECD Development Centre.

[12] NARULA, R. y DUNNING, J.H. (2010): Multinational Enterprises, Development and Globalization: Some Clarifications and a Research Agenda. *Oxford Development Studies,* vol. 38, nº 3, pp. 263-287.

[13] NARULA, R. y NGUYEN, Q. (2011): Emerging Country MNEs and the Role of Home Countries: Separating Fact From Irrational Expectations. University of Reading Discussion Paper Series.

[14] OECD, (2010): Perspectives on Global Development 2010: Shifting Wealth

[15] RAMAMURTI, R. (2008): What Have We Learned About Emerging-Market MNEs? Insights from a Multi-Country Research Project, prepared for the Conference «Emerging Multinationals: Outward FDI from Emerging and Developing Economies», Copenhagen Business School, Copenhagen: October.

[16] TOLENTINO, P. (1993): Technological Accumulation and Third World Multinationals. London, UK: Routledge

[17] UN (1993): Transnational Corporations from Developing Countries: Impact on Their Home Countries, United Nations, New York

[18] UNCTAD (2010): World Investment Report, 2010. Geneva: United Nations.

[19] WELLS, L.T. (1983): Third World Multinationals: The Rise of Foreign Investment from Developing Countries. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

Adrián Blanco Estévez*
Javier Capapé Aguilar**

LOS GRANDES INVERSORES PÚBLICOS EMERGENTES: SOEs Y SWFs. OPERACIONES EN ESPAÑA

La convergencia de distintos factores, entre los que destacan el boom *en el precio de las materias primas y el compromiso con la estabilidad fiscal, han derivado en un incremento de la capacidad inversora de los Gobiernos de países emergentes. Además, la necesidad ineludible de evitar la creación de «cuellos de botella» en su desarrollo económico ha acelerado la inversión de dichos Gobiernos en el exterior. Esta inversión se ha materializado a través de State Owned Entreprises (SOEs) y Fondos Soberanos (SWFs), inversores institucionales que han cobrado una gran relevancia en los últimos años debido a su enorme capacidad inversora.*

Palabras clave: *inversión extranjera en España, inversiones Sur–Sur, State Owned Entreprises, fondos soberanos, mercados emergentes*.
Clasificación JEL: *F6, F21, F52, H00, P4.*

1. Los inversores públicos

La caída del Muro de Berlín en 1989 y el colapso y desmembramiento de la URSS en 1991 condujo a que los países de la órbita soviética comenzasen a adoptar políticas más favorecedoras del mercado y de naturaleza más liberal. La discusión parecía zanjada: la economía planificada y dirigida por el Estado había sido una equivocación y resultaba apremiante que los países que no lo habían hecho hasta entonces se sumasen al carro del libre mercado si querían alcanzar cotas razonables de desarrollo económico.

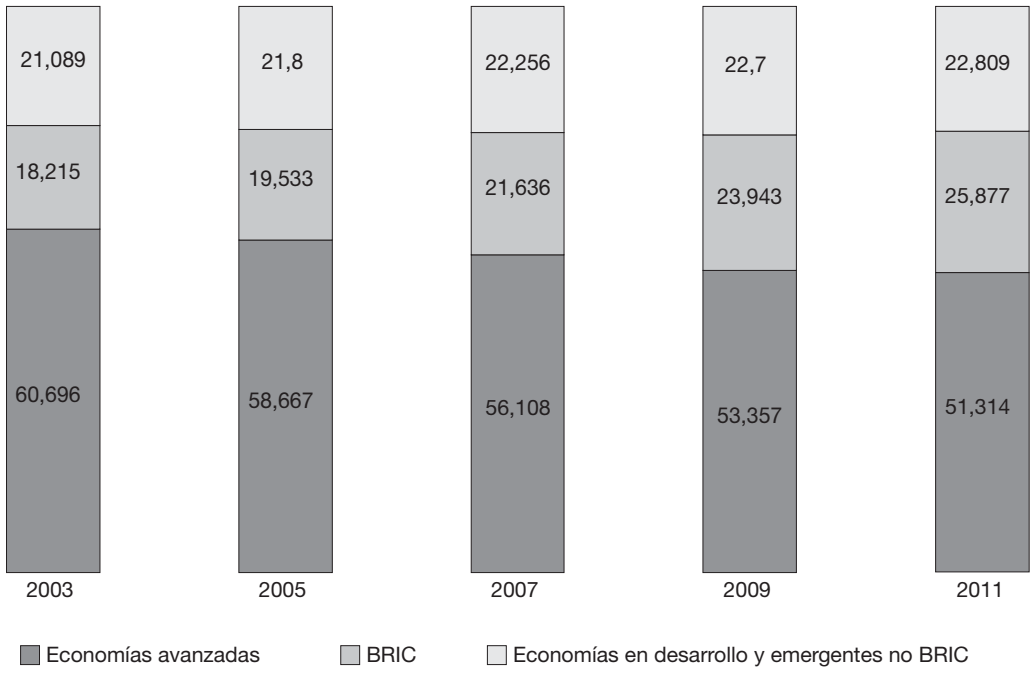
Paralelamente, a partir de la década de los años noventa, un numeroso grupo de países, excedentarios en materias primas y en reservas de divisas, comenzaron a ganar mayor peso económico en el mundo, y el poder económico comenzó a gravitar desde los países OCDE hacia estas economías en un proceso que se aceleraría hacia finales de la década (Gráfico 1).

Muchos de estos países, como China, Rusia, Brasil o los países del Golfo Pérsico, mantuvieron o bien un férreo control del sistema económico desde el Estado o bien un modelo híbrido en el que potenciaron grandes

* Jefe de Departamento de Proyectos e Inversores Institucionales *Invest in Spain*.
** ESADEgeo – Center for Global Economy and Geopolitics, ESADE Business School.

GRÁFICO 1

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL EN EL PIB MUNDIAL (Medido en PPA)



FUENTE: FMI (2012).

corporaciones de carácter público en el contexto de una economía de mercado. El desplazamiento de la actividad comercial, inversora o financiera hacia estos países que vivimos en nuestros días refleja en parte el éxito de un modelo económico en el cual persiste un elevado nivel de intervencionismo estatal, modelo que se ha llegado a llamar «capitalismo de Estado».

Quizá resulte excesivamente aventurado hablar de un modelo económico de «capitalismo de Estado», habida cuenta del enorme grado de heterogeneidad y de intensidad en la aplicación de políticas gubernamentales para controlar la economía que llevan a cabo estos países. En un extremo podría situarse la planificación mediante planes quinquenales del Gobierno chino sobre la totalidad de su actividad económica. En el otro, podríamos situar el control de las cuentas públicas y de la designación de altos cargos por el Congreso de las grandes empresas públicas brasileñas, que operan en mercados liberalizados.

Las políticas a través de las cuales se materializa la intervención estatal adoptan formas muy diversas, como el establecimiento de controles de capitales, las elevadas subvenciones a sectores estratégicos o financiación pública a la exportación de ciertos productos o la protección de ciertos sectores económicos de la inversión exterior. En este sentido, estudios recientes de la OCDE señalan que China es el país más cerrado a la inversión extranjera entre un grupo de 48 economías (OCDE, 2010). Una de las manifestaciones más evidentes de la extensión de los brazos del Estado en la economía es la creación de grandes compañías estatales, que operan en régimen

de monopolio en sectores totalmente regulados, que se apoyan en un régimen jurídico hecho a medida y que disponen de grandes líneas de crédito público en condiciones altamente favorables, entre otras ventajas. Este fenómeno, que ha cobrado una gran importancia durante los últimos años debido a los cuantiosos ingresos fiscales derivados de las materias primas, ha dado lugar a la expansión y desarrollo de las State Owned Entreprises (SOEs) y de los Fondos Soberanos (SWF, por sus siglas en inglés).

En el primer caso los Gobiernos realizan a través de estas SOEs operaciones de compra o participación en grupos empresariales extranjeros ampliamente consolidados o llevan a cabo operaciones *greenfield*. Los motivos detrás de estas operaciones son facilitar el acceso a nuevas bolsas de clientes, adquirir *know-how*, tecnología y capacitaciones profesionales, y sobre todo llevar a cabo la extracción de minerales para acceder a materias primas de todo tipo. En el segundo caso, los Gobiernos, a través la inversión en SWFs, persiguen principalmente la diversificación de los recursos públicos para asegurar los ingresos fiscales a medio y largo plazo, realizando operaciones en *equity* de empresas extranjeras hasta alianzas industriales estratégicas o compras de deuda pública. Las SOEs y los fondos soberanos se han convertido en el brazo inversor en el exterior de los Gobiernos que operan con un régimen de «capitalismo de Estado», y su relevancia como inversores en el mundo se ha incrementado exponencialmente en los últimos años.

State Owned Enterprises (SOE)

La creación y el impulso de grandes grupos públicos empresariales por parte del sector público ha sido una práctica común a lo largo de la historia. Un destacado ejemplo es India Railways (con 1.400.000 empleados) que ha sido un actor fundamental en la vida política y económica de India, y sin el cual resulta complicado comprender el desarrollo económico de India desde el Siglo XIX. Por aquel entonces el ámbito de las SOEs se circunscribía a las fronteras nacionales, y estas empresas apenas representaban un pequeño porcentaje de las inversiones mundiales.

Sin embargo, es en los últimos años —especialmente a partir de la *Go Global Strategy* implementada por China a partir de 1999— cuando estas grandes empresas públicas han comenzado a invertir en el exterior de manera masiva, provocando una multiplicación de las operaciones en las principales regiones mundiales. El despegue de las SOEs se produce fundamentalmente por tres motivos. En primer lugar destaca el fuerte incremento de los ingresos fiscales de los Estados ricos en materias primas, consecuencia directa de la evolución en el precio de las mismas, que inundan las arcas públicas de «liquidez ociosa» (Gráfico 2).

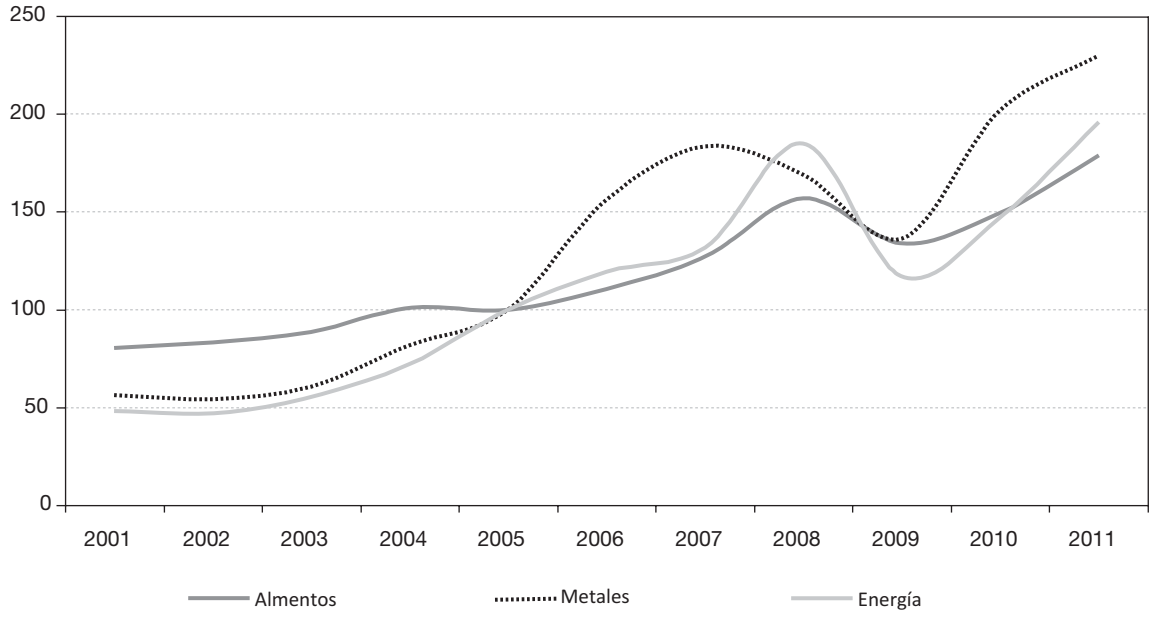
En segundo lugar la mayor necesidad de materias primas que exige el desarrollo de las clases medias y de una industria pujante. La satisfacción de la demanda de *commodities* resulta absolutamente crítica para evitar posibles «cuellos de botella» que podrían frenar el desarrollo económico de muchos países emergentes. Y en tercer lugar la concienciación por parte de los responsables de la política económica de estos países de los beneficios inherentes a unas cuentas públicas saneadas.

De acuerdo con el criterio de la UNCTAD[1], una SOE puede considerarse como tal cuando el Gobierno del país en el que reside controla un 10 por 100 de su capital. Sin embargo la delimitación del término resulta complicada, debido a que no existe un único tipo de SOE y su funcionamiento y operativa depende de cada caso particular. Por ejemplo, Lenovo, el gran fabricante chino de ordenadores propietario del negocio de portátiles de IBM, opera de manera independiente y toma sus decisiones con criterios de mercado, y sin embargo el Gobierno chino controla el 27 por 100 de su capital. Por su parte el gigante minero brasileño VALE fue privatizado en 1997, pero el Gobierno brasileño desempeña un papel relevante en su expansión exterior, como en las largas negociaciones y reuniones ministeriales y diplo-

[1] United Nations Conference for Trade and Development.

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS, 2001-2011



NOTA; Alimentos: cereales, vegetales, carnes, pescados, frutas y azúcares. Metales: cobre, aluminio, hierro y otros. Energía: petróleo y gas.
FUENTE: FMI (2012).

máticas previas a la adquisición de INCO. En otros casos la identificación de SOE resulta más evidente, como en el caso de los grandes bancos públicos comerciales chinos (The Big Four): el Agricultural Bank of China, el Bank of China, el China Construction Bank y el Industrial and Commercial Bank of China.

La expansión internacional de las SOEs, al contrario que las empresas privadas, no descansa sobre productos o servicios altamente competitivos y con una imagen de marca consolidada, ni en técnicas de gestión innovadoras, ni en contar con los mejores recursos humanos. Más bien, la expansión internacional de estas empresas, depositarias del orgullo nacional, viene explicada por el apoyo del poder político interno por muy diferentes vías, algunas de las cuales ya han sido mencionadas. Entre estas ventajas son particularmente llamativas las grandes líneas de financiación blanda concedidas por bancos a su vez estatales, el acceso a materias primas a precios reducidos, marcos regulatorios especiales, concesión de proyectos públicos «a dedo», el operar en régimen de monopolio o el poder operar durante muchos años con pérdidas a través de capitalizaciones del Gobierno, sin tener que declararse en quiebra o concurso (Szamosszegi, A. y Kyle, C., 2011). Por poner un ejemplo de estas ventajas, valga significar que en el año 2009 los intereses sobre préstamos pagados por SOEs en China fueron de un 1,7 por 100, frente al 4,7 por 100 de las empresas privadas y que los cuatro grandes bancos públicos chinos controlaban a mediados de la década pasada el 75 por 100 de los préstamos comerciales en el país (Mork, Yeung y Zhao, 2007).

La política de concesión de préstamos lleva por lo tanto a las entidades financieras locales en manos de los

Gobiernos a priorizar el crédito a las SOEs frente a los proyectos de capital privado, siendo estas últimas las que tienden a ser más competitivas, provocando graves distorsiones en la eficiencia del crecimiento económico. La competitividad real de las SOEs se encuentra significativamente por debajo de otras grandes empresas que han logrado internacionalizarse sin apenas privilegios. Consciente de este problema, algunos Gobiernos han intentado elevar la eficiencia de las SOEs a través de la salida a bolsa, y hoy día el 90 por 100 del valor de la bolsa china o el 62 por 100 de la rusa está conformado por SOE.

Estas grandes empresas públicas se encuentran presentes en una gran cantidad de sectores, pero resultan particularmente relevantes, por su tamaño y capacidad inversora, las que operan en el sector petroquímico, llamadas National and Oil Companies (NOCs). Las SOEs tienden a crecer y desarrollarse en países en los que abundan los recursos naturales, y precisamente las empresas públicas creadas para la explotación de dichos recursos son las que alcanzan un mayor tamaño empresarial y tienen capacidad para invertir en el exterior. Recientemente la incorporación a las clases medias de grandes bolsas de población, el urbanismo acelerado resultado de la emigración desde el mundo rural o el rápido desarrollo empresarial, presentan necesidades energéticas y de materias primas hasta ahora desconocidas en muchos países. Para dar respuesta a tales demandas diversos Gobiernos han impulsado la expansión de las NOCs mediante acuerdos estratégicos con otros países. Las NOCs dominan la industria energética a nivel mundial, y 14 de las mayores NOCs del sector energético controlan 20 veces más petróleo y gas que las ocho mayores multinacionales. La mayor de estas últimas, Exxon Mobile, es solo la 15ª empresa energética por volumen de producción. Las NOCs más importantes del mundo por volumen, y las que presentan una mayor capacidad inversora son Saudi Aramco (Arabia Saudí), Gazprom (Rusia), China National Petroleum Company (China), National Iranian Oil Company (Irán), Petróleos de Venezuela S.A. (Venezuela), Petrobras (Brasil), Abu Dhabi National Oil Company (EAU), Petronas (Malasya) y Kuwait Corporation (Kuwait).

Si bien la mayoría de las SOEs operan en el sector energético y de extracción de materias primas, existen numerosos casos en los cuales estas grandes empresas públicas ocupan una posición destacada en otros sectores. Estos son los casos de la china State Grid (sector eléctrico); el China Development Bank, el Agricultural Bank of China o el ruso Sberbank (sector bancario); el China Faw Group Corporation (automoción); la china COSCO y la emiratí Dubai Ports (sector logístico); Saudi Basic Industries (sector químico); Emirates (sector aeronáutico) o Indian Railways (sector infraestructuras y transportes).

La irrupción de las SOEs en la economía mundial implica numerosas ventajas y desventajas de gran relevancia para conocer la nueva configuración de las inversiones mundiales. Entre los aspectos positivos, cabe destacar las oportunidades empresariales generadas entre grandes empresas públicas excedentarias en liquidez pero con un menor grado de *know-how,* y multinacionales con un elevado *expertise* pero menor capacidad financiera. Es el caso del acuerdo Repsol-Sinopec para la exploración petrolífera en la costa brasileña, que otorga el acceso a la empresa china a innovadoras técnicas de explotación y *know-how*, y que permite a la española obtener la financiación necesaria para abordar nuevos proyectos de envergadura. En segundo lugar, las operaciones de las SOEs han alimentado el proceso de integración económica Sur–Sur (tanto en inversiones como en relaciones comerciales), de notables efectos positivos, especialmente en una coyuntura determinada por la desaceleración económica en el entorno OCDE. Ejemplos de este proceso son: la multiplicación de operaciones de ADIA[2] en la bolsa de Sao Paulo, la compra de la filial argentina del banco sudafricano Standard Bank por el chino ICBC o que China se haya convertido en el primer socio comercial de Brasil. En tercer lugar, cabe destacar que la expansión y el crecimiento de las SOEs han propiciado, debido a su carácter público y generador de ingresos fiscales, el desarrollo de las clases medias en numerosos países emergentes. En cuarto lugar, la mayor capacidad de los Estados de generar ingresos fiscales a

[2] The Abu Dhabi Investment Authority.

través de las inversiones exteriores de las SOEs, ha permitido financiar los estándares de vida en numerosos países avanzados vía compras masivas y recurrentes de deuda pública.

Los aspectos negativos, por su parte, también son destacados. Las SOEs generan graves distorsiones en el mercado interno, al verse favorecidas desde la administración de muy diversas formas, por lo que acaban dificultando el desarrollo del sector privado (efecto *crowding-out*). En segundo lugar, las SOEs han resultado un modelo exitoso en los sectores extractivo y de infraestructuras, pero su capacidad para desarrollarse en los sectores industrial y, sobre todo, en servicios de valor añadido parece mucho más dudoso. En tercer lugar, los Estados alteran las «reglas de juego empresarial» a nivel internacional al propiciar situaciones ventajistas para sus SOEs, como las subvenciones o el *dumping* empresarial. Por último, resulta relevante la cooperación intergubernamental, vehiculizada a través de las SOEs, entre algunos Estados y Gobiernos no democráticos, como muestran las operaciones de SOEs chinas en Birmania o Sudán. Por ejemplo, en este último país una gran constructora pública china realizó un oleoducto de 1.600 kilómetros para llevar petróleo desde el Sudoeste hasta el Mar Rojo y realizó obras para el acondicionamiento del aeropuerto de Jartúm.

Fondos soberanos

El término fondo soberano (*Sovereign Wealth Fund*, en inglés) fue acuñado por Andrew Rozanov en 2005. Sin embargo, los SWF han existido desde mucho antes, apareciendo a principios del Siglo XIX[3], según Hildebrand (2007). Hasta la mitad de la década pasada el interés por parte de académicos, políticos, financieros y medios de comunicación por los fondos soberanos había sido anecdótico (en España esta «anécdota» se puede identificar con las polémicas operaciones que realizó KIO en España en los años noventa). Los motivos que han llevado a los fondos soberanos a convertirse en piezas imprescindibles del tablero económico mundial son las mismas que hemos visto para las SOEs: incremento en el precio de las materias primas, mejora de la posición fiscal en países en desarrollo, necesidad interna de evitar cuellos de botella en el desarrollo y diversificación de activos.

Al igual que con las SOEs, la clasificación de los SWFs no es una tarea fácil y en el ámbito académico no hay unanimidad en torno a esta cuestión. Siguiendo la definición de Capapé, Aguilera y Santiso (2012), entendemos por SWF aquel fondo propiedad de un Gobierno que invierte en activos con riesgo, realiza sus inversiones —al menos una parte— fuera de sus fronteras, carece de un pasivo periódico determinado por las pensiones y sigue una estrategia de inversión a largo plazo.

El volumen que gestionan actualmente los fondos soberanos se acerca a los 5 billones de dólares (Cuadro 1). Existen otras estimaciones con números muy dispares. Por ejemplo, uno de los equipos de referencia en el estudio de los fondos soberanos estima el total de activos en manos de estos fondos en 2.900.000 millones (Sovereign Investment Lab, 2012). Las diferencias se explican por la ausencia de un criterio común para delimitar el concepto de fondo soberano principalmente, aunque el uso de diversas fuentes de información o métodos de estimación amplifica dichas divergencias. En concreto, Sovereign Investment Lab (2012) omite de su *ranking* fondos como el saudí SAMA Foreign Holdings (578.000 millones de dólares) o el Investment Portfolio de Hong Kong Monetary Agency (498.000 millones de dólares) por motivos de definición, ya que ambas instituciones son consideradas bancos centrales[4]. Otras diferencias se deben a la rapidez con la que crece su capacidad inversora y que provoca que los datos se queden continuamente desfasados. Por ejemplo, los datos de finales de 2011 ya no son representativos: el

[3] Hildebrand habla del *Caisse des Dépots et Consignations* francés (fundado en 1816), muy distinto, como veremos, a lo que hoy en día se entiende por fondo soberano.

[4] Sovereign Investment Lab «exige» en su definición que los SWFs sean gestionados de manera independiente a las reservas de los bancos centrales; sin embargo, en estos dos casos existe una porción importante de las reservas que se gestiona de manera muy distinta a la estrategia conservadora típica de un banco central.

CUADRO 1

FONDOS SOBERANOS
(Miles de millones de dólares bajo gestión)

Fondo	País	2012	Estimación	Origen
Government Pension Fund Global	Noruega	654,00	1990	Commodity
SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudí	577,70	1952	Commodity
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	China – Hong Kong	497,60	1993	Non-Commodity
China Investment Corporation	China	482,00	2007	Non-Commodity
Abu Dhabi Investment Authority	EAU	450,00	1976	Commodity
SAFE Investment Company	China	324,00	1997	Non-Commodity
Kuwait Investment Authority	Kuwait	290,00	1953	Commodity
Government of Singapore Investment Corporation	Singapur	220,00	1981	Non-Commodity
Temasek Holdings	Singapur	158,70	1974	Non-Commodity
National Social Security Fund	China	136,00	2000	Non-Commodity
Qatar Investment Authority	Catar	135,00	2005	Commodity
Total (57 SWF)		**4.757,01**		

FUENTE: ESADEgeo (2012), con datos de las *websites* de los fondos y en informes disponibles

noruego Government Pension Fund – Global gestiona ahora 654.000 millones de dólares (60.000 millones más que hace diez meses) o el China Investment Corporation ya supera los 480.000 millones de dólares (106.000 millones más que a finales de 2011), por citar dos ejemplos altamente representativos.

La industria de los SWFs ya no puede pasar desapercibida. Además de su volumen gestionado (que dobla el total gestionado por los *hedge funds* y quintuplica el total de la industria global del *private equity*), estos fondos son importantes por la elevada concentración de poder que ostentan. De acuerdo con Hedge Fund Review (2012) existen más de 10.000 *hedge funds,* gestionando en la actualidad un total de 2,13 billones de dólares; es decir, el *hedge fund* medio gestiona aproximadamente 213.000 dólares. Sin embargo, el SWF medio gestiona 83.460.000 de dólares: casi 400 veces más grande que su hermano pequeño en la industria de los *hedge funds*.

Esta situación de concentración de poder en manos de muy pocos gestores responde a la idea de «multipolaridad» enunciada por el Banco Mundial (2011) y eleva la tensión ante el llamado «capitalismo de Estado», ya mencionado. La idea de un mundo determinado por un centro (EE UU y Europa) y una periferia (los mercados emergentes) carece de sentido y ya no se encuentra avalado por las estadísticas. Los SWFs son una manifestación principal de esta gran tectónica que estamos viviendo: el reequilibrio del mundo hacia los mercados emergentes (Capapé y Santiso, 2011).

2. Actualidad y tendencias de los SWFs

La mayoría de los fondos obtienen el capital a partir de los ingresos[5] que generan los recursos naturales comercializados como *commodities* (principalmente petróleo y gas; además de diamantes, cobre e incluso fosfatos; en el futuro muy probablemente las «tierras raras» ocuparán un

[5] Directamente a través de los ingresos obtenidos por las NOCs y de modo indirecto a través de los impuestos a las empresas extractoras o exportadoras.

GRÁFICO 3

DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN ECONOMÍAS ASIÁTICAS (En % PIB)

FUENTE: World Development Indicators (2012).

lugar preeminente). Otros fondos aumentan su capital con transferencias directas de las reservas de divisas (el chino CIC). La tenencia de volúmenes importantes de reservas de divisas recibió un apoyo muy importante de la academia tras la crisis asiática de 1997 (Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998). Analizando cinco economías que sufrieron con fuerza el impacto de la crisis, podemos observar esta ruptura: desde 1998, la balanza por cuenta corriente ha sido superavitaria en Malasia, Tailandia, Filipinas, Corea del Sur o Indonesia, hecho que ha generado el crecimiento de las reservas de divisas (Gráfico 3).

El reparto geográfico no es homogéneo: podemos identificar cuatro grandes polos en función del volumen gestionado. El primer polo se sitúa en Noruega. El fondo soberano *Government Pension Fund – Global*[6] (GPFG) gestiona más de 650.000 millones de dólares (un 14 por 100 de la industria). Se trata del fondo con más activos bajo gestión del mundo: su cartera en acciones representa el 1 por 100 del total cotizado en el planeta. El noruego GPFG representa un caso atípico

[6] El fondo se llamaba Petroleum Fund hasta 2006, que cambió su nombre por el actual. El cambio refleja el deseo del Gobierno de ahorrar ingresos públicos para hacer frente a los costes de las futuras pensiones. Sin embargo, no hay ninguna decisión política acerca del momento en que se hará uso del fondo para cubrir dichos gastos. El fondo se financia exclusivamente a través de los ingresos que genera el petróleo. Así, es incorrecta la confusión habitual que sitúa a este SWF como fondo de pensiones.

en la industria. Es el único fondo en el Top 10 (por activos bajo gestión) que ha sido establecido en un país OCDE. Además, sus criterios de inversión y gobernanza suponen un ejemplo imprescindible para muchos de los fondos creados en los últimos años.

El segundo polo está en Oriente Medio: con 16 fondos gestionados y más de 1,6 billones de dólares gestionados (35 por 100 de la industria), su enorme influencia en los mercados es paralela a la opacidad de sus fondos. Aquí encontramos a Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) con estimaciones sobre sus activos que comienzan en los 300.000 millones de dólares (Fitch Ratings, 2012), pasan por los 450.000 millones de dólares (Sovereign Investment Lab, 2012) hasta los 627.000 millones (Sovereign Wealth Fund Institute, 2012). Los países con fondos en la región (Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Omán, Catar, Kuwait y Bahréin) se califican todos como «regímenes autoritarios» de acuerdo con el Democracy Index de The Economist (2012). De hecho, sobre dos fondos de Omán no existe siquiera una estimación razonable acerca de los activos gestionados. Otros, sin embargo, como Qatar Investment Authority (QIA) tienen una presencia muy relevante en Europa con inversiones en Volkswagen-Porsche, Xstrata, Lagardere, Barclays, Santander Brasil, Harrods e incluso el líder francés de la industria del lujo LVMH (propietario entre otras de marcas como Dior, Louis Vuitton o Moët&Chandon).

El tercer polo se sitúa en el Sudeste asiático: Brunei, Corea del Sur, Malasia, Singapur, Timor Este y Vietnam gestionan en total ocho fondos soberanos con un volumen cercano a los 500.000 millones de dólares (más del 10 por 100 de la industria). Entre ellos, algunos de los fondos veteranos más importantes y dos de los fondos estratégicos más interesantes de la industria (Khazanah en Malasia y Temasek en Singapur). Ambos fondos han servido como catalizadores en el desarrollo del tejido empresarial de sus países. Propietarios de las acciones de los futuros «campeones nacionales/regionales» han dedicado los recursos procedentes de los superávits por cuenta corriente a financiar estos gigantes (Singapore Airlines, SingTel o DBS Group en Singapur; CIMB Group o Tenaga Nasional en Malasia).

Por último, China, puede considerarse un polo en sí mismo. Gestiona cinco fondos (incluyendo el de Hong Kong) por un valor de 1,4 billones de dólares (30 por 100 del total). El fondo con mayor proyección de la industria (con permiso de GPFG) es China Investment Corporation (CIC). Con 482.000 millones de dólares gestionados en tan solo cinco años de vida, se trata del único fondo joven incluido en el Top 5 de SWF. China, con más de 3 billones de dólares en sus reservas de divisas cuenta con el potencial para albergar el SWF más importante del mundo. En 2008, el fondo recién creado invertía casi 7.000 millones de dólares en Morgan Stanley, desconocedor del fatal desenlace posterior. Esto puso en el punto de mira a los gestores de CIC y favoreció la lucha por la mejor gestión que se desarrolla entre SAFE y CIC.

3. Tendencias y nuevos proyectos Sur–Sur

La industria de los SWFs no ha parado de crecer en los últimos años (por volumen gestionado y sobre todo por el número de fondos). Un total de 35 se han creado después de 1999[7]. Las previsiones apuntan a que a corto plazo seguirán esta tendencia: de acuerdo con ESADEgeo (2012), en la actualidad hay, al menos, 21 países que debaten la posibilidad de establecer un fondo soberano[8]. La naturaleza de estos nuevos fondos es muy heterogénea e incluye un país cuyas reservas de divisas superan el billón de dólares (Japón), países que han descubierto recientemente recursos minerales en sus territorios, especialmente en África (Namibia, Mozambique, Uganda o Tanzania), hasta países cuyo establecimiento acarrea importantes debates parlamentarios (India y Sudáfrica).

De acuerdo con Barbary (2012), en los últimos años las operaciones de inversión directa se han multiplicado casi

[7] Sin embargo, el volumen que gestionan todavía no alcanza el 40 por 100 de lo gestionado por los 22 fondos veteranos (establecidos antes del año 2000) de nuestro listado.

[8] Son Angola, Bolivia, Eslovenia, Guatemala, India, Israel, Japón, Kenia, Líbano, Liberia, Mozambique, Namibia, Papúa Nueva Guinea, Perú, Ruanda, Sudáfrica, Tanzania, Túnez, Uganda, Zambia y Zimbabue.

por diez (en 2000 se identificaron 24, mientras que 2011 cerró con 232 operaciones). Sin embargo, junto a esa inversión directa hay muchas operaciones realizadas a través de mandatos de inversión y la realizada en fondos de fondos. Las estrategias de inversión de los SWFs han llevado a apostar por activos europeos seguros (servicios públicos y *real estate* en Reino Unido). Ejecutivos de KIC y CIC han manifestado su interés por activos infravalorados en Europa, apoyados en la consistencia de los pilares de la economía europea (Barbary, 2012).

4. Inversiones Sur–Sur

Más allá de Europa se dan múltiples opciones de inversión[9]. En 2011 hubo, al menos, cinco operaciones por encima de los 1.000 millones de dólares Sur–Sur. Destacan las operaciones de Temasek (Singapur) por su estrategia de inversión centrada en Asia: China Construction Bank se llevó casi 5.000 millones de dólares. También IPIC (Emiratos Árabes Unidos) invirtió en el RHB Capital Bhd malasio casi 2.000 millones de dólares. Además, Qatar Holding creó un fondo exclusivamente dedicado a la inversión en Indonesia por 1.000 millones de dólares con el foco puesto en *commodities* y recursos naturales.

Los ejemplos anteriores no son casos aislados. Los SWFs están generando instrumentos de inversión en múltiples localizaciones y no exclusivamente centrados en los recursos naturales. Por ejemplo, Wessal Capital, un fondo dedicado a la promoción del turismo y la construcción de *resorts* en Marruecos nació en noviembre de 2011 con el apoyo de fondos de Oriente Medio. Sus cuatro accionistas se reparten el capital (2.500 millones de dólares) a partes iguales: el Gobierno marroquí y los tres fondos, Kuwait Investment Authority, el emiratí Aabar Investments y Qatar Holding.

[9] La atracción de los emergentes llegó incluso al gigante noruego GPFG: se plantea recortar su exposición europea de *equity* del 51 al 41 por 100 mientras incrementa hasta el 10 por 100 sus posiciones en mercados emergentes.

En el ámbito de la cooperación al desarrollo se están dando pasos de gran relevancia al margen de los bancos de desarrollo y organismos internacionales. Además de las operaciones desplegadas por China en África —no exentas de polémica y con un final todavía incierto— algunos bancos de desarrollo están aprovechando el brazo financiero de los SWFs y las SOEs para establecer nuevos vehículos de inversión. Así, en marzo de 2011 se creó el South-South Cooperation Trust Fund (SSCTF) entre el African Development Bank y el Gobierno brasileño. El objetivo del SSCTF es claro: aprovechar las soluciones de desarrollo que se han dado y se están dando, así como el *expertise* técnico, entre los países del Sur. Además, el fondo promoverá la difusión de *know-how* entre países de renta media y los menos desarrollados de África. En el foco del SSCTF están: agricultura y *agri-business*, promoción del sector privado, energías limpias, gobernanza, sanidad y el desarrollo social.

Además del SSCTF, el International Finance Corporation (perteneciente al Banco Mundial y encargado de promover la financiación privada en países en desarrollo) anunció en abril de 2012 la creación de un fondo de 800.000.000 de dólares para invertir en compañías africanas. Entre los inversores: SOFAZ (de Azerbayán y, a veces, asimilado a un SWF), un inversor no identificado de Arabia Saudí, un fondo de pensiones holandés (PGGM) y el fondo soberano de Corea del Sur: Korea Investment Corporation.

También en 2011, Qatar Investment Authority, lanzó PME Infrastructure, un fondo dedicado a la inversión en infraestructuras en África Subsahariana, donde se estima un *gap* de infraestructuras superior a los 90.000 millones de dólares (BIRD y Banco Mundial, 2010). Este enorme gap supone una oportunidad de inversión muy adecuada a los fondos soberanos, con estilos de inversión anclados en el largo plazo.

5. Naturaleza de los fondos soberanos y proteccionismo

De acuerdo con Dyck y Morse (2011) podemos distinguir dos tipos de fondos soberanos. En primer lugar,

encontramos los fondos financieros. Se trata de fondos cuyas carteras se constituyen siguiendo criterios de rentabilidad financiera (en Noruega, Nueva Zelanda, Australia o Canadá) o aquellos fondos que nacen con un propósito de estabilización (el FEES chileno o el Pula Fund de Botswana). En segundo lugar, existen fondos que nacen con una vocación estratégica: su creación se realiza con el objetivo de transformar las economías de los países o, al menos, para potenciar determinados sectores. Ejemplos de esto encontramos en Mubadala (Emiratos Árabes Unidos) o en el chino CIC. Mubadala invierte con preferencia en el sector aeronáutico y de nuevas energías y está posicionando su país como un *hub* de innovación en ambos terrenos. Su «método» pasa por el establecimiento de alianzas industriales que permitan transferencia de conocimiento en esos dos sectores claves y aislar la economía de la dependencia de sus recursos naturales. CIC, sin embargo, sigue una política distinta, pero también estratégica: sus inversiones en sectores de materias primas se realizan con la intención de «asegurar» el abastecimiento que demanda su pujante economía. Además, otro perfil del inversor estratégico son los llamados conglomerados estatales. Khazanah en Malasia o Temasek en Singapur son los ejemplos más destacados. Se trata de fondos soberanos que participan en el capital de empresas nacionales con la intención de convertir —al menos una parte— de estas empresas en campeones nacionales y regionales. Se trataría, al final, de SWFs compuestos por varias SOEs. En estos dos ejemplos la naturaleza estratégica, por tanto, se refiere a la selección de empresas y al impulso que reciben con la financiación y acompañamiento internacional del fondo soberano.

Los fondos soberanos, principalmente aquellos que hemos definido como estratégicos, han suscitado y siguen suscitando recelo en las economías receptoras de inversión. La operación de la china CNOOC por hacerse con Unocal en 2005 (por más de 18.000 millones de dólares) llegó hasta el president Bush, quien adujo motivos de «seguridad nacional» para impedir la operación. Un año más tarde, otra SOE de Emiratos (Dubai Ports World) se hizo con los servicios de una compañía británica que gestionaba cerca de 20 puertos en EE UU. En esta ocasión la operación sí se llevó a cabo, a pesar de la polémica sobre «seguridad nacional» que se produjo en muchos de los Estados. Ambas operaciones suscitaron el recelo en países OCDE: Francia, Alemania e Italia realizaron declaraciones al respecto y el ambiguo concepto de las «industrias de seguridad nacional» fue establecido como barrera efectiva para estas inversiones. Todo esto cambiaría poco después, con la llegada de la crisis financiera y la llegada de los «bárbaros» (como fue explicado por Mussacchio y Staykov, 2011).

Recientemente, las posiciones en Xstrata de Qatar Holding (filial de Qatar Investment Authority) y del noruego GPGF han bloqueado la fusión de Xstrata con Glencore. Ambos fondos soberanos exigen un intercambio de acciones más beneficioso (Financial Times, 2012).

6. Inversión en España y en el Sur de Europa

La crisis soberana de la deuda que viene afectando a los países del Sur de Europa desde el año 2009 ha generado un especial interés de los inversores públicos de países emergentes por los activos devaluados de la periferia europea. Ejemplos destacados de este mayor interés son la operación de COSCO por inversión de 700.000.000 de dólares en el Puerto del Pireo (Grecia) o Three Georges en Eletrica de Portugal (EDP) por 2.700 millones de dólares, la mayor operación realizada por una empresa china en la Eurozona hasta la fecha. Además, el 40 por 100 de Redes Electricas Nacionais fue comprada por la china State Grid y Oman Oil en una operación de 600.000.000 de dólares. No obstante, es significativo que el patrón inversor chino en Europa resulta diferente a la tradicional búsqueda de extracción y comercialización de recursos naturales y grandes proyectos de infraestructuras que las SOEs han llevado a cabo en América Latina y África. Muestra de ello es el mayor interés por realizar operaciones y expandirse en el viejo continente de grandes empresas privadas con mayor contenido tecnológico como Huawei (telecomunicaciones), Lenovo (*hardware*), Geely (automoción) o *Sany* (maquinaria).

España, por su parte, cuenta con un número elevado de SOEs que han realizado inversiones en nuestro país por muy distintas vías, destacando principalmente la actividad de las empresas públicas chinas. COSCO, principal naviera china, está presente en España desde 1999 a través de su filial COSCO Iberia, y se encarga de gran parte del transporte de mercancías entre España y China. De igual modo China Shipping Group realiza actividades logísticas desde diversos puertos españoles. La distribuidora de product*os* químicos Sinochem cuenta con una oficina comercial en Barcelona desde 2002. La SOE especializada en producir y comercializar metales y minerales, China Minmetals Corporation opera en España a través de la filial comercial Minmetals España SL, Shanghai Baosteel Corporation, el principal productor de acero chino cuenta con una filial en España encargada de la comercialización que es a su vez filial europea con sede en Luxemburgo. La empresa de telefonía ZTE fabrica desde 2005 dispositivos móviles en España y el conglomerado industrial CITIC compró en 2011 la calderera gallega Gándara Censa con la intención de convertirla en una de las mayores empresas europeas en su sector. En el sector financiero, resulta destacable la apertura de ICBC con una oficina de atención al público en Madrid y el reciente anuncio de una segunda oficina en Barcelona, mientras que el Bank of China podría establecerse en España en los próximos meses. Además, parece que se ha abierto un período propicio para las alianzas empresariales, participaciones cruzadas en el capital y proyectos de inversión conjuntos, siendo ejemplos destacados la alianza Repsol-Sinopec, la de China Unicom-Telefónica o el BBVA-China Development Bank.

Al margen de las SOEs chinas, que por su elevado número son las que más operaciones han realizado en España, existe un destacado número de grandes empresas públicas procedentes de otros países con larga tradición de inversión en nuestro país. La cementera mexicana Cemex lleva presente en España desde 1992, cuando adquirió las que en su día eran las dos grandes cementeras españolas, Valenciana de Cementos y Auxiliar de la Construcción. A raíz de esta operación de compra (M&A[10]) CEMEX se hizo con el control de los activos de ambas cementeras, y abrió su sede corporativa europea en Madrid. La petrolera PEMEX, por su parte, constituyó Pemex Internacional España, desde la cual dan asesoramiento empresarial al Grupo PMI, grupo empresarial dedicado a dar soporte internacional a la petrolera. PEMEX ha estado de actualidad en España por su encargo para realizar dos buques hotel a dos astilleros gallegos. Por su parte el gigante petrolero brasileño Petrobras cuenta con un *holding* en España (ETVE[11]). Lukoil, primer productor ruso de petróleo, después de varios años intentando entrar en el mercado español, abrió una filial en Madrid y construyó una nueva terminal petrolífera en el Puerto de Barcelona en una alianza con la compañía catalán Meroil. La gasística argelina Sonatrach, tras meses de varios laudos con Gas Natural, firmó recientemente las bases para una colaboración futura con la firma española, así como la compra de un paquete accionarial por el 3,8 por 100 del capital de Gas Natural.

Los SWFs, por su parte, han irrumpido en España recientemente, si bien la primera operación se produjo a principios de los años ochenta por parte de KIA[12], es en los últimos años cuando hemos comenzado a asistir a un mayor interés de los SWFs por invertir en España. La gran operación que se ha producido hasta la fecha fue la compra del 100 por 100 de la petrolera CEPSA por parte de IPIC (Emiratos Árabes Unidos) en el año 2011 por 3.600 millones de dólares. Qatar Holding —que ya había realizado una inversión en la filial brasileña del Banco Santander— realizó en ese mismo año una inversión de 2.000 millones de dólares en Iberdrola, alrededor del 6 por 100 de la multinacional energética. En ambos casos, la fuerte presencia en América Latina se encuentra detrás del interés de ambos fondos soberanos por las empresas españolas, que se sirven de la amplia experiencia y el posicionamiento consolidado de las empresas

[10] Merger and adquisitions
[11] Entidad de Tenencia de Valores Extranjeros.
[12] *K*uwait Investment Authority.

españolas para acceder a una de las regiones mundiales con mayor potencial de crecimiento para los próximos años. Resulta además destacable que el gigante soberano noruego (GPFG) ha adquirido participaciones minoritarias en diversas empresas del IBEX durante los últimos años. Al cierre de 2011, Telefónica y Santander tenían inversiones del GPFG en acciones por un valor superior a los 1.000 millones de dólares, a pesar de que ambas compañías sufrieron desinversiones del 10 por 100 con respecto al cierre del año anterior. Al contrario, GPFG aumentó su exposición en BBVA (25 por 100), Repsol (53 por 100) y de manera especial en Inditex (78 por 100).

Al margen de diversas operaciones en *equity*, recientemente se han producido diversas alianzas con fines industriales. Mubadala, de Abu Dhabi, firmó sendos acuerdos de cooperación industrial con diversas finalidades tanto con Indra, como con Abengoa Solar y con la ingeniería Sener, estos dos últimos a través de su filial Masdar. Mubadala estuvo, asimismo, muy cerca de hacerse con la principal empresa española del sector de la aeronáutica, AERnnova, si bien finalmente la operación no llegó a concretarse. Otros fondos soberanos, especialmente asiáticos, han venido interesándose tanto por participar en operaciones en *equity* en empresas españolas como por posibles procesos de privatización que podrían producirse en España, pero de momento no se han concretado nuevas operaciones.

7. Conclusión

Las SOEs y los SWFs se han convertido en actores de primer orden en la economía mundial debido a su enorme capacidad inversora. Las operaciones de ambos inversores institucionales están generando transformaciones sustanciales en distintas regiones del mundo. En Estados Unidos y Europa la compra de deuda pública a través de los fondos soberanos chinos resulta fundamental para mantener el poder adquisitivo de los países avanzados. En África y América Latina las SOEs están realizando gigantescos proyectos de energía e infraestructuras que incrementarán la capacidad de crecimiento potencial de ambas regiones. En los próximos años, la capacidad inversora de las SOEs y SWFs seguirá creciendo de manera gradual, acompañando el irreversible movimiento tectónico de desplazamiento de poder económico hacia los países emergentes.

España no puede permitirse no «subirse al tren de los inversores institucionales» especialmente en una coyuntura económica como la actual caracterizada por la dificultad de acceso a la financiación. En los últimos años tanto la Administración española como las grandes empresas han avanzado enormemente en el conocimiento de estos inversores públicos, y estos inversores también han profundizado en el conocimiento de las oportunidades de inversión que España puede ofrecerles. La conjunción de ambos factores ha propiciado la materialización de diferentes inversiones en España, bien sea a través de operaciones de M&A, de compra de deuda pública o de colaboraciones industriales. En los próximos años es de esperar que el conocimiento mutuo entre el sector público y privado español y estos inversores públicos siga consolidándose y fortaleciéndose, creando de este modo el caldo de cultivo necesario para que se produzcan nuevas e importantes operaciones.

Referencias bibliográficas

[1] BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUCCIÓN Y DESARROLLO (BIRD) y BANCO MUNDIAL (2010): *Africa's Infrastructure: A time for transformation*. Washington.

[2] BARBARY, V. (2012): Comportamiento de los fondos soberanos, en *Informe Fondos Soberanos 2012 (Javier Santiso, ed.)* ICEX: Madrid.

[3] BREMMER, I. (2010): *The End of the Free Market. Penguin Group.*

[4] CAPAPÉ, J. y SANTISO, J. (2011): Los fondos soberanos catalizan el re-equilibrio de la economía mundial. ESADEgeo Position Paper 18.

[5] CORSETTI, G.; PESENTI, P. y ROUBINI, N. (1998): *Paper tigers? A model of the Asian crisis. NBER Working Paper* 6783.

[6] ESADEgeo – CENTER FOR GLOBAL ECONOMY AND GEOPOLITICS (2012): *Sovereign Wealth Funds 2012. Forthcoming.* ESADE Business School, Madrid.

[7] FINANCIAL TIMES (2012): Time for SWF to Show Greater Transparency. September 2, 2012.

[8] HEDGE FUND REVIEW (2012): http://www.hedgefundreview.com. Accessed 30 September 2012.

[9] HILDEBRAND, P. (2007): *The Challenge of Sovereign Wealth Funds*. http://www.bis.org. Accessed 9 August 2012.

[10] MORCK, R.; YEUNG, B. y ZHAO, M. (2007): *Three Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment*.

[11] OCDE (2010): *FDI Restrictiveness Index*.

[12] THE ECONOMIST (2012): *The Rise of State Capitalism*. January 21st 2012.

[13] SZAMOSSZEGI, A. y KYLE, C. (2011): *An analysis of State-Owned Entreprise and State Capitalism in China. US-China Economic and Security Review Commission*.

Diego Quer Ramón*
Enrique Claver Cortés*
Laura Rienda García*

LA ELECCIÓN ENTRE FILIAL PROPIA Y *JOINT VENTURE*: EL CASO DE LAS MULTINACIONALES CHINAS

Hasta hace poco, China era fundamentalmente conocida como país receptor de inversiones directas en el exterior (IDEs). Sin embargo, una nueva generación de multinacionales chinas se está convirtiendo en protagonista principal de los flujos emisores de IDE a nivel mundial. Por ello, conocer el comportamiento internacional de estas empresas está suscitando cada vez un mayor interés. A partir de una muestra de 189 IDEs efectuada por empresas chinas entre 2002 y 2010, este artículo pretende contribuir al conocimiento de estas nuevas multinacionales mediante el análisis de los determinantes de su elección entre filiales propias y joint ventures.

Palabras clave: *IDE china, filial propia,* joint venture*, factores determinantes.*
Clasificación JEL: *F21, F23.*

1. Introducción

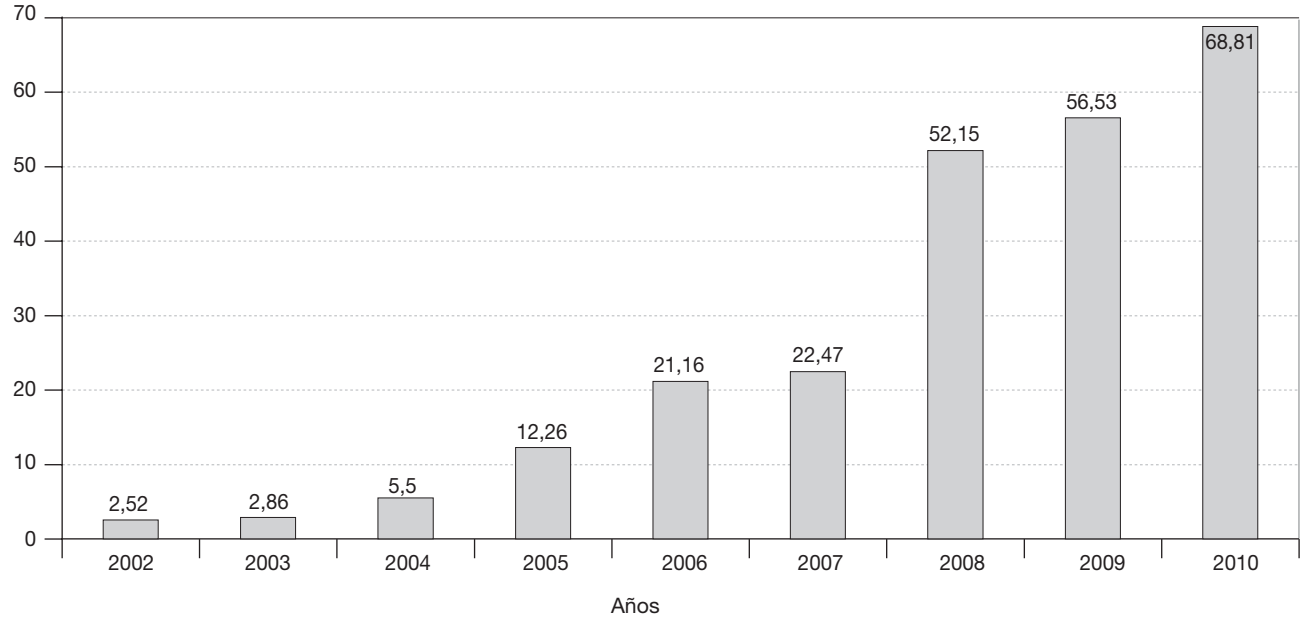
Tradicionalmente la internacionalización ha estado asociada a multinacionales procedentes de países desarrollados. No obstante, en los últimos años estamos asistiendo a un rápido proceso de expansión de empresas procedentes de economías emergentes. Hasta hace poco, China ha sido considerada esencialmente como país receptor de IDEs. Sin embargo, desde 2002, la IDE emitida por China ha crecido de manera exponencial, habiéndose multiplicado por cinco entre 2005 y 2010. Como resultado, China ya se ha convertido en el quinto inversor mundial (UNCTAD, 2011). Además, se estima que a finales de 2010 había alrededor de 16.000 empresas de capital chino en 178 países (MOFCOM, 2011). El Gráfico 1 muestra la evolución de los flujos de IDE emitidos por China entre 2002 y 2010.

Por consiguiente, una de las tendencias recientes de la globalización es el papel activo que están desempeñando las empresas chinas que buscan oportunidades de

* Departamento de Organización de Empresas. Universidad de Alicante.

GRÁFICO 1

FLUJOS DE IDE EMITIDOS POR CHINA (2002-2010)
(Miles de millones de dólares)



FUENTE: UNCTAD, FDI Statistics (http://www.unctad.org) y MOFCOM (2011).

expansión alrededor del mundo (Deng, 2012). Buena parte de las principales operaciones internacionales efectuadas por empresas chinas han sido protagonizadas por aquellas incluidas en el *ranking Fortune Global* 500, que engloba a las 500 mayores empresas del mundo por volumen de facturación. La compra de la compañía suizo-canadiense Addax Petroleum y las adquisiciones parciales de Repsol YPF Brasil y de Syncrude Canada por parte de Sinopec, la adquisición de un 20 por 100 del capital del Standard Bank en Sudáfrica por parte de Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) o la compra de Petrokazakhstan por China National Petroleum Corporation (CNPC) son los ejemplos más significativos. El Cuadro 1 recoge las mayores operaciones internacionales efectuadas por las empresas chinas incluidas en *Fortune Global 500*, ordenadas por volumen de inversión.

Con la expansión internacional de las empresas chinas, se está suscitando un creciente interés por conocer el comportamiento de estas grandes corporaciones, que constituyen un componente esencial del nuevo estatus de China como líder económico global (Alon, Child, Li y McIntyre, 2011). La búsqueda de recursos (especialmente recursos naturales), de mercados (en muchos casos, tratando de evitar restricciones a la exportación) o de activos estratégicos (en particular, tecnología, *know how* directivo o marcas reconocidas a nivel internacional) son las razones principales que están detrás de este espectacular crecimiento de la IDE china (Quer, Claver y Rienda, 2007). Todo ello facilitado por las enormes reservas de divisas acumuladas gracias a las exportaciones, por el conocimiento adquirido cooperando con empresas extranjeras en China y, por supuesto, por

CUADRO 1

LAS DIEZ PRINCIPALES OPERACIONES INTERNACIONALES DE LAS EMPRESAS CHINAS DE *FORTUNE GLOBAL 500* (2002-2010)

Puesto	Año	Empresa adquirente	Empresa objetivo	Sector	País de destino	Capital adquirido (%)	Valor (miles de millones de $)
1	2009	Sinopec	Addax Petroleum	Petróleo y gas	Canadá (empresa con sede en Suiza)	100	7,5
2	2010	Sinopec	Repsol YPF Brasil	Petróleo	Brasil	40	7,1
3	2007	ICBC	Standard Bank	Banca	Sudáfrica	20	5,5
4	2010	Sinopec	Syncrude Canada	Petróleo	Canadá	9	4,7
5	2005	CNPC	Petrokazakhstan	Petróleo	Kazajstán (empresa con sede en Canadá)	67	4,2
6	2006	Sinopec	OAO Udmurtneft	Petróleo y gas	Rusia	97	3,5
7	2010	CNOOC	Bridas	Petróleo	Argentina	50	3,1
8	2010	CNPC	Arrow Energy	Petróleo y gas	Australia	100*	3,1
9	2008	CNOOC	AWO	Petróleo y gas	Noruega	100	2,5
10	2006	CNOOC	NNPC-OML 130	Petróleo y gas	Nigeria	45	2,3

NOTA: * Inversión compartida con Royal Dutch Shell.
FUENTE: Elaboración propia a partir de Davies (2010) y de noticias publicadas en China Daily.

el Gobierno chino, que considera la expansión internacional de las empresas chinas como uno de los ejes fundamentales para el desarrollo económico del país (Child y Rodrigues, 2005 y Hong y Sun, 2006).

La investigación sobre negocios internacionales no ha sido ajena a este fenómeno y en los últimos años están apareciendo cada vez más estudios centrados en la expansión global de las empresas chinas (Wei, 2010). Desde los comienzos, donde proliferaban trabajos eminentemente descriptivos, las investigaciones recientes están explorando tópicos específicos como los determinantes de la IDE china (Buckley *et al.*, 2007; Kolstad y Wiig, 2012; Lu, Liu y Wang, 2011 y Quer, Claver y Rienda, 2012), o la aplicabilidad de los marcos teóricos tradicionales (Mathews, 2006 y Zhang, Zhou y Ebbers, 2011).

Sin embargo, se necesita profundizar en el conocimiento de otros aspectos relacionados con las multinacionales chinas. Por ejemplo, todavía conocemos poco acerca de los factores que afectan a algunas decisiones clave de su proceso de internacionalización, como la elección del modo de entrada. Hasta el momento, solo unos pocos trabajos han abordado este tópico (Cui y Jiang, 2009a, 2009b, 2010, 2012; Cui, Jiang y Stening, 2011; Liu y Scott-Kennel, 2011; Xie, 2010 y Xu, Hu y Fan, 2009, 2011). En consecuencia, nuestro objetivo es contribuir a cubrir este *gap*, analizando la influencia que diversos factores institucionales, de transacción y empresariales tienen sobre el tipo de propiedad de la IDE china: plena propiedad (filial propia) o propiedad compartida (*joint venture*).

2. Marco teórico e hipótesis

Existen diversos marcos conceptuales que tratan de explicar la decisión sobre el modo de entrada. De todos ellos, nos centramos en los tres que han recibido una mayor atención en la literatura: la teoría institucional, la teoría de la internalización y la visión de la empresa basada en los recursos (Brouthers y Hennart, 2007).

Teoría institucional

Según el enfoque institucional, las empresas adoptan sus decisiones estratégicas buscando obtener una legitimidad institucional en términos de las reglas y regulaciones del país de destino (Cui y Jiang, 2010). Los factores institucionales afectan al coste de hacer negocios entre países, lo cual a su vez influye sobre cada aspecto del comportamiento de la multinacional (Henisz y Swaminathan, 2008). Desde la perspectiva institucional, la elección del modo de entrada es el resultado de la respuesta de la organización a las presiones que surgen tanto del entorno como de las rutinas y prácticas organizativas internas (Ge y Ding, 2009).

El riesgo político es uno de los factores institucionales más estudiados en la literatura sobre modos de entrada. El riesgo político puede ser considerado como una influencia externa que afecta a las operaciones de la empresa, suponiendo la posibilidad de expropiación u otras acciones gubernamentales o cambios en la situación política y social que pueden tener un impacto negativo sobre la actividad económica (Simon, 1984).

La visión convencional sugiere que un mayor riesgo político estará asociado negativamente con los modos de entrada de plena propiedad, siendo ésta la relación que ha recibido tradicionalmente un mayor respaldo empírico (Gatignon y Anderson, 1988; Kim y Hwang, 1992 y Pak y Park, 2004). Enfrentadas a condiciones de inestabilidad política e incertidumbre, las empresas extranjeras serán reacias a comprometer muchos recursos en sus IDEs. Además, cuando el riesgo político es elevado, la empresa debe buscar una posición flexible que le permita modificar sus decisiones si cambian las condiciones del entorno, incluso abandonando el país sin incurrir en pérdidas excesivas. Finalmente, para entrar con éxito en un país de elevado riesgo, la empresa puede necesitar la ayuda de un socio local que le proporcione acceso a conocimientos sobre el país y le permita compartir riesgos. Estos argumentos nos conducen a proponer la primera hipótesis de nuestro trabajo:

Hipótesis 1: El riesgo político del país de destino disminuye la probabilidad de que las empresas chinas opten por la filial de plena propiedad.

La distancia cultural es otro factor tradicional en la literatura sobre modos de entrada. La cultura puede considerarse parte de las instituciones informales del entorno, que apuntalan las instituciones formales (Peng, Wang y Jiang, 2008). Algunos argumentos apoyan la visión de que la mayor distancia cultural estará asociada con la adopción de modos de entrada que impliquen un bajo compromiso de recursos. La distancia cultural puede generar costes adicionales de recogida de información y perturbar los procesos de comunicación (Pak y Park, 2004). En consecuencia, la menor familiaridad con el país de destino hace la integración más difícil y aumenta los costes de internalización, por lo que la empresa preferirá un menor compromiso de recursos (Randoy y Dibrell, 2002). Por otro lado, como también hemos mencionado en el caso del riesgo político, los modos de entrada de baja propiedad pueden mejorar la flexibilidad de la empresa para salir de un país donde no consiga aclimatarse a las diferencias culturales (Kim y Hwang, 1992).

Adicionalmente, la mayor distancia cultural puede forzar a la empresa a buscar apoyo local para facilitar la adaptación del producto, compartir riesgos o evitar errores (Chen y Hu, 2002), y también para acceder a capacidades locales e incluso para delegar tareas sensibles culturalmente (Contractor y Kundu, 1998 y Pak y Park, 2004). Finalmente, a la hora de explotar una ventaja competitiva, la empresa debe tener en cuenta el conocimiento específico de contexto, es decir, el modo peculiar de hacer negocios en cada país. En definitiva, la distancia cultural dificulta aplicar las rutinas propias de la empresa, por lo que ésta puede preferir modos de entrada basados en la cooperación con agentes locales (Madhok, 1997).

Todo lo anterior nos llevaría a esperar una relación inversa entre distancia cultural y filial de plena propiedad. Sin embargo, también existen argumentos que cuestionan dicha hipótesis. La distancia cultural puede dificultar no solo el encontrar un socio local apropiado, sino tam-

bién generar costes a la hora de transferir *know-how* a dicho socio. Por ello, la empresa puede que prefiera filiales propias (Contractor y Kundu, 1998). Además, la poca familiaridad con la cultura local puede proporcionar incentivos para optar por la filial propia, ya que así se puede facilitar el control (Chen y Hu, 2002). En definitiva, también cabría esperar una relación positiva entre distancia cultural y plena propiedad.

Como resultado, el efecto a priori de la distancia cultural sobre el modo de entrada resulta ambiguo (Morschett, Schramm-Klein y Swoboda, 2010). De hecho, Tihanyi, Griffith y Russell (2005), tras un metaanálisis de 66 muestras independientes, no encontraron evidencia estadística para la existencia de relaciones significativas entre distancia cultural y modo de entrada. Por consiguiente, proponemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: La distancia cultural no está relacionada con la probabilidad de que las empresas chinas opten por la filial de plena propiedad.

Teoría de la internalización

Esta teoría, basada en la economía de los costes de transacción, sugiere que la plena propiedad es más probable cuando la transacción engloba productos o procesos con alto contenido patentado o exclusivo, que podría ser aprovechado de forma ventajosa por terceros. Las transacciones que implican *know-how* tecnológico suponen costes (especificar las condiciones del acuerdo, posibilidad de revelar conocimiento clave, dificultad para codificarlo, etcétera), lo cual puede constituir un incentivo para internalizar mercados a través de la IDE (Buckley y Casson, 1998 y Teece, 1986). Dicho modo de entrada resulta más eficiente a la hora de transferir conocimiento tácito o no codificable que disfruta de una menor protección legal (Hennart, 1989). Además, para proteger los activos específicos de un potencial oportunismo, las empresas pueden usar estructuras de gobierno de elevado control, como las filiales de plena propiedad (Tahir y Larimo, 2004).

Kumar (1984) argumenta que las empresas que operan en sectores de alta intensidad tecnológica tienden a utilizar modos de entrada que les permitan un control más eficiente de todas las tareas a realizar en el país de destino. De modo similar, Chen y Hu (2002) observaron que las filiales propias eran más probables que las *joint ventures* cuando la empresa extranjera pertenecía a un sector de alta intensidad tecnológica. En consecuencia, proponemos lo siguiente:

Hipótesis 3: La intensidad tecnológica del sector aumenta la probabilidad de que las empresas chinas opten por la filial de plena propiedad.

Visión de la empresa basada en los recursos

Esta teoría sugiere que las empresas desarrollan recursos únicos que pueden explotar en mercados emergentes o consideran los mercados extranjeros como fuente para adquirir o desarrollar nuevos recursos (Brouthers y Hennart, 2007). Este planteamiento es compatible con uno de los marcos conceptuales tradicionales de la empresa multinacional: el paradigma ecléctico. De hecho, las ventajas en propiedad de la empresa se relacionan con su habilidad para competir en los mercados exteriores y dichas ventajas se derivan de variables vinculadas al país, al sector o a la empresa (Dunning, 1988). Por tanto, las ventajas en propiedad son similares a los recursos específicos de la empresa, en la medida en que son factores internos únicos que generan ventajas competitivas (Fladmoe-Lindquist y Tallman, 1994).

Una de las ventajas en propiedad más influyentes es el tamaño de la empresa. Las empresas más grandes pueden estar en mejor posición para competir de manera exitosa con las empresas del país de destino y absorber los elevados costes y riesgos de las operaciones internacionales (Pangarkar y Yuan, 2009). Además, un mayor tamaño implica una mayor disponibilidad de recursos financieros y directivos, lo cual facilita el establecimiento de filiales propias (Tallman y Fladmoe-Lindquist, 2002). En esta línea, la evidencia empírica sostiene que el tamaño

de la empresa está relacionado positivamente con los modos de entrada de elevado compromiso de recursos (Brouthers, Brouthers y Werner, 2003 y Trevino y Grosse, 2002). Por tanto, proponemos lo siguiente:

Hipótesis 4: El tamaño de las empresas chinas aumenta la probabilidad de que opten por la filial de plena propiedad.

Otra ventaja en propiedad influyente es la experiencia internacional. El conocimiento basado en la experiencia juega un papel relevante en el proceso de internacionalización. De hecho, éste es uno de los principios clave del Modelo de Uppsala, el cual enfatiza que, conforme las empresas acumulan experiencia, tienden a utilizar estrategias más comprometidas (Johanson y Vahlne, 1977 y 2009). Si la empresa ya ha estado involucrada en la realización de IDEs en varios países, habrá acumulado un *know how* sobre dicho modo de entrada que podrá aprovechar en otros destinos e incluso permitirle saltar etapas intermedias (Welch y Luostarinen, 1988). Varios estudios empíricos han identificado una relación positiva entre el número de IDEs que tiene la empresa en distintos países y la utilización de modos de entrada de elevado compromiso (Contractor y Kundu, 1998 y Randoy y Dibrell, 2002). Como consecuencia de estos argumentos, proponemos nuestra última hipótesis:

Hipótesis 5: La experiencia internacional de las empresas chinas aumenta la probabilidad de que opten por la filial de plena propiedad.

3. Metodología

Muestra y datos

La muestra de este estudio está configurada por todas las IDEs efectuadas entre 2002 y 2010 por las empresas de China continental listadas en *Fortune Global 500*. Hemos considerado como punto de partida el año 2002 porque es a partir de entonces cuando las empresas chinas comenzaron a efectuar importantes operaciones internacionales. En 2002, un año después de la adhesión de China a la Organización Mundial de Comercio, el Gobierno chino anunció su política oficial de «ir al exterior», que pretendía fomentar la competitividad internacional de las empresas chinas reduciendo obstáculos para que efectuaran IDEs. Desde entonces, el Gobierno chino ha seguido estimulando dicho proceso, al considerar que la formación de grandes multinacionales chinas contribuye a fortalecer el papel de China en la economía global. De hecho, conseguir que cada vez más empresas chinas entren en *Fortune Global 500* se ha convertido en un objetivo en sí mismo (Hong y Sun, 2006).

Los datos sobre cada IDE han sido obtenidos a partir de la página *web* de China Daily (www.chinadaily.com.cn), el mayor periódico en lengua inglesa de China. Identificamos 35 empresas de China continental que habían efectuado alguna IDE entre enero de 2002 y diciembre de 2010. Concretamente, nuestra muestra está constituida por 189 IDEs chinas en 63 países.

Análisis descriptivo

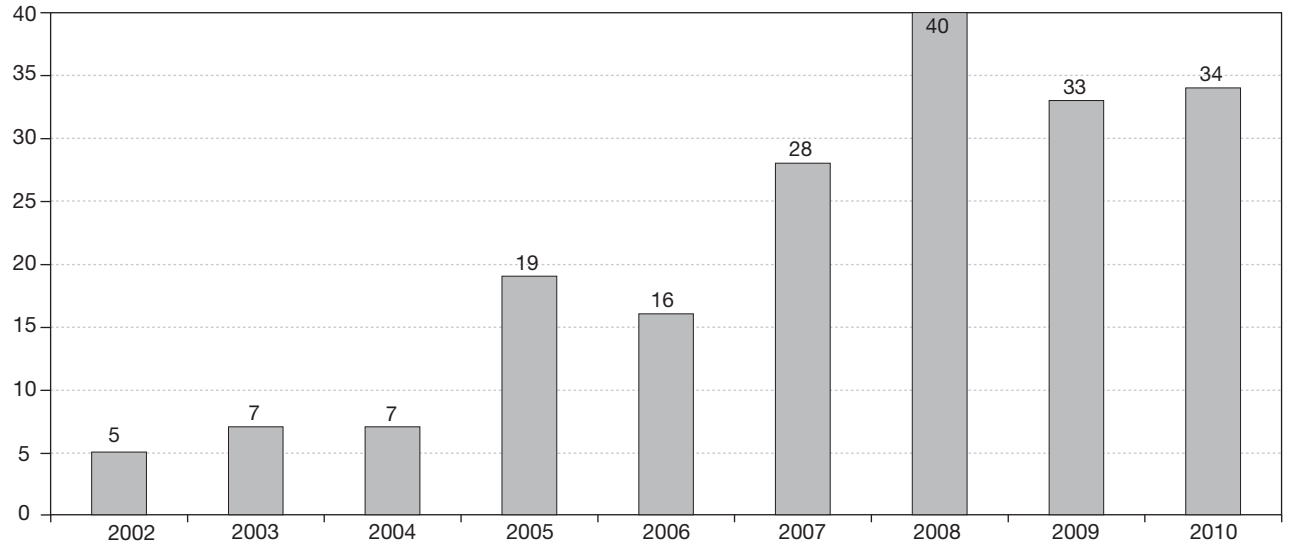
Como puede observarse en el Gráfico 2, el número de IDEs chinas ha crecido sustancialmente desde 2004, concentrando en los tres últimos años 107 de las 189 IDEs de nuestra muestra (es decir, un 56,6 por 100 del total): 2008 (40 IDEs), 2009 (33) y 2010 (34).

Como recoge el Gráfico 3, Australia lidera el *ranking* de los principales destinos de las IDEs de nuestra muestra (17), seguido de EE UU (13), Indonesia (11) y Reino Unido (10).

El Cuadro 2 presenta las empresas chinas que han efectuado un mayor número de IDEs durante el período analizado. Este *ranking* lo encabeza CNPC (con 25 IDEs), seguida de Huawei Technologies (15), ICBC (14), Sinopec (13), CNOOC (12) y Bank of China (10). Las 12 empresas incluidas en el Cuadro 2 han efectuado 130 IDEs, lo que representa un 68,8 por 100 del total de nuestra muestra.

GRÁFICO 2

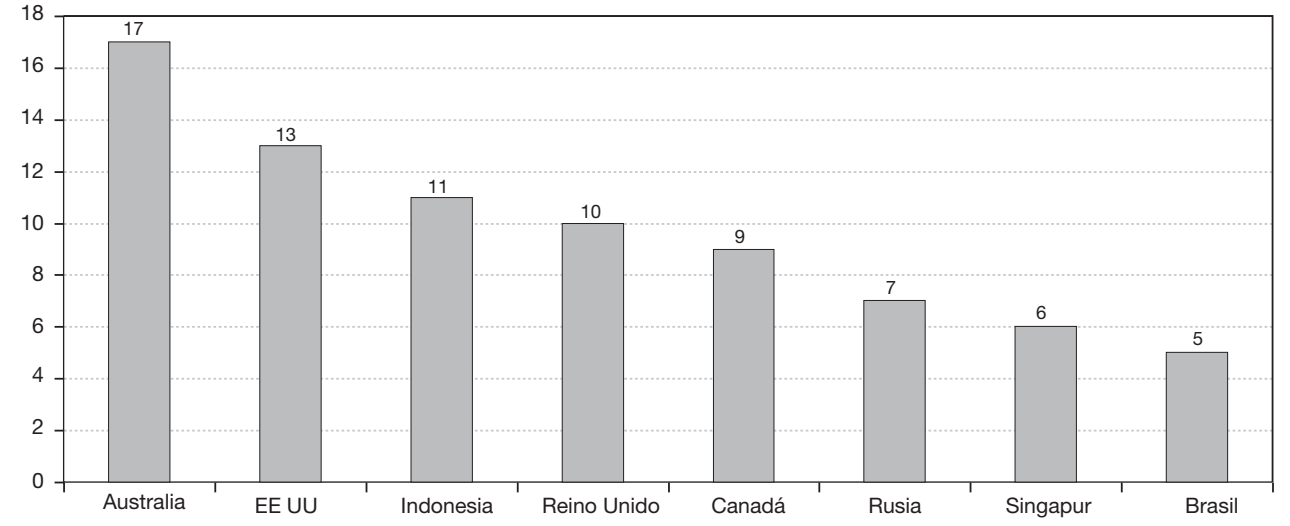
NÚMERO DE IDEs CHINAS POR AÑO (2002-2010)



FUENTE: Elaboración propia a partir de noticias publicadas en China Daily.

GRÁFICO 3

PRINCIPALES DESTINOS DE LAS IDEs CHINAS (2002-2010)



FUENTE: Elaboración propia a partir de noticias publicadas en China Daily.

CUADRO 2

EMPRESAS CHINAS DE FORTUNE GLOBAL 500 CON MAYOR NÚMERO DE IDEs (2002-2010)

Puesto	Empresa	Sector	IDEs	Porcentaje
1	CNPC (China National Petroleum Corporation)	Petróleo y gas	25	13,2
2	Huawei Technologies	Telecomunicaciones	15	8,0
3	ICBC (Industrial and Commercial Bank of China)	Banca y finanzas	14	7,4
4	Sinopec	Petróleo y gas	13	6,9
5	CNOOC (China National Offshore Oil Corporation)	Petróleo y gas	12	6,3
6	Bank of China	Banca y finanzas	10	5,3
7	Sinochem	Petróleo, fertilizantes y química	8	4,2
8	Lenovo Group	Informática	8	4,2
9	Sinosteel	Metal	7	3,7
10	China Telecom	Telecomunicaciones	6	3,2
10	China Minmetals	Metal	6	3,2
10	Chinalco (Aluminum Corporation of China)	Metal	6	3,2
	Otras (23 empresas)		59	31,2
	Total		**189**	**100,0**

FUENTE: Elaboración propia a partir de noticias publicadas en China Daily.

Variable dependiente

La variable dependiente de nuestro estudio es dicotómica, representando la elección entre filial propia (1) y *joint venture* (0). Consideramos filial propia tanto la creación de una nueva filial como la adquisición total de una empresa del país de destino. Dentro de la categoría *joint venture* incluimos tanto la creación de nuevas sociedades conjuntas como las adquisiciones parciales (Brouthers y Hennart, 2007).

Variables independientes

El riesgo político del país de destino ha sido valorado a través de un índice (Buckley *et al.*, 2007; Duanmu, 2012). Concretamente, hemos utilizado el *ranking* de la Guía Internacional Riesgo País (PRS, 2010). En función de diversos factores que afectan al riesgo político, esta guía asigna una puntuación a cada país, con la salvedad de que una menor puntuación indica un mayor riesgo, mientras que una mayor puntuación denota un menor riesgo. Con la finalidad de tener en cuenta las diferencias institucionales, hemos calculado un riesgo político relativo, mediante la diferencia de puntuación entre China continental y cada país de destino (Brouthers, Brouthers y Werner, 2008).

La distancia cultural ha sido medida a partir del índice de Kogut y Singh (1988), basado en las dimensiones de Hofstede (Hofstede, 1980 y Hofstede, Hofstede y Minkov, 2010). Este índice ha sido ampliamente utilizado en la literatura sobre modos de entrada (Chen y Hu, 2002; Contractor y Kundu, 1998; Pak y Park, 2004; Xie, 2010 y Xu, Hu y Fan, 2009, 2011).

La intensidad tecnológica del sector ha sido aproximada clasificando los distintos sectores de las empresas de nuestra muestra en varios niveles tecnológicos (Chen y Hu, 2002; Pangarkar y Yuan, 2009 y Tahir y Larimo, 2004). Para ello, basándonos en la propuesta

CUADRO 3

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS Y CORRELACIONES

Variables	Media	DT	FIV	1	2	3	4	5	6
1 Tamaño del mercado	5,55	0,85	1,74	–	–	–	–	–	–
2 Objetivo búsqueda de recursos	0,48	0,50	1,69	–0,43	–	–	–	–	–
3 Riesgo político	4,47	13,45	2,32	0,57	–0,36	–	–	–	–
4 Distancia cultural	1,99	1,19	2,13	0,56	–0,22	0,68	–	–	–
5 Intensidad tecnológica del sector	2,40	0,55	1,36	0,18	–0,53	0,19	0,09	–	–
6 Tamaño de la empresa	4,58	0,33	1,53	–0,23	0,33	–0,22	–0,15	–0,22	–
7 Experiencia internacional	0,89	0,35	1,40	–0,13	0,23	–0,13	0,01	–0,07	0,51

NOTA: Las correlaciones superiores a /0,15/ son significativas al nivel 0,05; las correlaciones superiores a /0,22/ son significativas al nivel 0,01.
FUENTE: Elaboración propia.

de la OCDE (2001), hemos clasificado los sectores incluidos en nuestra muestra en tres categorías: *i)* sectores manufactureros de baja tecnología y servicios no basados en el conocimiento; *ii)* sectores manufactureros de tecnología media-baja y media-alta; *iii)* sectores manufactureros de alta tecnología y servicios basados en el conocimiento.

El tamaño de la empresa ha sido medido mediante el volumen de facturación (Cui y Jiang, 2012; Pangarkar y Yuan, 2009 y Xie, 2010). La experiencia internacional ha sido aproximada mediante el número de IDEs que cada empresa había establecido en otros países con anterioridad a cada entrada (Randoy y Dibrell 2002; Tahir y Larimo, 2004 y Xie, 2010). Para ambas variables hemos aplicado una transformación logarítmica.

Variables de control

Un mayor tamaño absoluto del mercado de destino constituye un factor de localización atractivo para las empresas chinas, en particular para aquellas que buscan mercados en su expansión internacional (Quer, Claver y Rienda, 2011). En consecuencia, hemos considerado dos variables de control. Por un lado, el tamaño del mercado, aproximado a partir del PIB de cada país (UN Statistics Division, 2010). Para normalizar la distribución de esta variable, hemos aplicado una transformación logarítmica (Buckley *et al.*, 2007). Por otro lado, incluimos el objetivo de cada IDE: (1) búsqueda de recursos; (0) otro objetivo.

4. Resultados y discusión

Para el contraste de hipótesis hemos aplicado una regresión logística binomial. Se trata de un modelo estadístico que permite estimar el efecto de un incremento de cada variable independiente sobre la probabilidad de que la variable dependiente (modo de entrada) tome el valor 1 (filial propia) frente al valor 0 (*joint venture*).

El Cuadro 3 recoge los estadísticos descriptivos y las correlaciones bivariadas. Antes de aplicar la regresión, efectuamos un análisis de multicolinealidad, examinando los factores de inflación de la varianza (FIV) de cada variable. Este test mide el grado en que las varianzas de los coeficientes estimados en una regresión se inflan cuando se compara con el caso en que las variables independientes no están linealmente relacionadas. Valores elevados del FIV pueden ser indicadores de la existencia de multicolinealidad. El FIV más elevado ha sido 2,32, bastante por debajo de 10, punto de corte recomendado, lo que nos permite descartar problemas de multicolinealidad (Neter, Wasserman y Kutner, 1985).

CUADRO 4

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LOGÍSTICA BINOMIAL

Variables independientes	Modelo 1	Modelo 2
Tamaño del mercado (control)	0,22 (0,25)	0,27 (0,29)
Objetivo búsqueda de recursos (control)	–1,95*** (0,41)	–1,36** (0,49)
Riesgo político (H1)		0,01 (0,02)
Distancia cultural (H2)		0,23 (0,24)
Intensidad tecnológica del sector (H3)		0,88* (0,38)
Tamaño de la empresa (H4)		–1,05* (0,42)
Experiencia internacional (H5)		0,81 (0,67)
Chi-cuadrado global	36,34***	65,23***
% correcto global	74,20	77,80
–2 Log likelihood	171,17	146,88
Nagelkerke R^2	0,28	0,46

NOTAS: 1. La variable dependiente es filial propia (=1) o *joint venture* (= 0). 2. Errores estándar entre paréntesis. * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001.
FUENTE: Elaboración propia.

El Cuadro 4 muestra los resultados del análisis de regresión, para el cual hemos empleado dos modelos. El modelo 1 incluye solo las variables de control, mientras que el modelo 2 incorpora también las variables independientes. La ecuación de regresión del Modelo 1 es estadísticamente significativa (*Chi-Square*=36,34; p< 0,001), lo que sugiere que las variables de control contribuyen a explicar la elección del modo de entrada. Concretamente, el objetivo búsqueda de recursos tiene un impacto negativo sobre la elección de filiales propias (β=–1,95; p<0,001), efecto que se mantiene en el modelo 2. La ecuación de regresión del modelo 2 también resulta estadísticamente significativa (*Chi-Square*=65,23; p<0,001), y las variables incluidas explican un 77,8 por 100 de los modos de entrada seleccionados.

Nuestros resultados muestran que el riesgo político no está relacionado con la elección de la filial propia. Por tanto, la hipótesis 1 no ha podido ser confirmada. Este resultado difiere del obtenido por estudios anteriores sobre multinacionales de otros países, en particular de países desarrollados, que sí obtuvieron una relación negativa, tal y como proponía esta primera hipótesis. En el contexto de las empresas chinas, los resultados no son concluyentes. Aunque Xu, Hu y Fan (2009) obtuvieron que cuanto menor era el riesgo político mayor era el porcentaje de propiedad asumido por las empresas chinas, otros estudios no han encontrado una relación estadísticamente significativa. Por tanto, existe evidencia empírica en línea con nuestro resultado, sugiriendo que los riesgos del país de destino no afectan a las multinacionales chinas de un modo convencional. Por ejemplo, Cui y Jiang (2009a) encontraron que el riesgo del país de destino no tenía un impacto significativo sobre el modo de entrada de las empresas chinas, mientras que Buckley *et al.* (2007) no pudieron confirmar que la IDE china estuviera asociada negativamente con un elevado riesgo político.

Las multinacionales chinas presentan ciertas características que retan esa visión convencional acerca de la influencia del riesgo político. Aunque muchas empresas chinas no tengan ventajas de activo como tecnología o marca, sí que tienen una ventaja de transacción: la habilidad

para dirigir operaciones en un entorno complejo como China. Esto les proporciona una ventaja sobre las multinacionales de países desarrollados a la hora de invertir en mercados con las mismas características institucionales (Malhotra y Zhu, 2009 y Morck, Yeung y Zhao, 2008). Además, una parte importante de la IDE china se ha dirigido a países con los que China tiene estrechos vínculos políticos e ideológicos, y muchos de ellos son países con elevado riesgo político (Buckley *et al.*, 2007).

Es preciso destacar también que muchas empresas de nuestra muestra pertenecen a sectores regulados como petróleo y gas, banca, telecomunicaciones o servicios públicos. En general, estos sectores regulados comparten tres características (Henisz, 2003): el Gobierno desempeña un papel central como proveedor o supervisor; existe necesidad de capital extranjero, lo que fuerza a los Gobiernos locales a abrir el sector a la iniciativa privada; y hay idiosincrasias institucionales, que dificultan a las instituciones financieras internacionales para valorar los créditos así como a los inversores cubrir sus riesgos con instrumentos financieros. Estas condiciones crean el potencial para que las multinacionales obtengan beneficios a través de una adecuada gestión de sus relaciones con los Gobiernos.

Investigaciones recientes sobre la expansión internacional de empresas pertenecientes a sectores regulados cuestionan la idea de que los países con una elevada inestabilidad política sean poco atractivos para las empresas extranjeras (García-Canal y Guillén, 2008). En el momento de entrar, las empresas de estos sectores pueden preferir países donde el poder ejecutivo del Gobierno no esté restringido por los poderes legislativo y judicial. Esa mayor discrecionalidad del Gobierno puede permitir que las empresas inversoras consigan un trato preferente. En otras palabras, es necesario considerar la habilidad de cada empresa para manejar las idiosincrasias institucionales e influir sobre los Gobiernos e instituciones del país de destino (Henisz, 2003). En esta situación, la empresa china estaría en una mejor posición para imponer su preferencia por la filial de plena propiedad, si considera que es el modo de entrada más apropiado para controlar las operaciones exteriores (Taylor, Zou y Osland, 2000).

Respecto a la influencia de la distancia cultural, nuestro modelo indica que no está relacionada con la probabilidad de que las empresas chinas se decanten por la filial propia. Este resultado, que confirma la hipótesis 2, está en línea con el de algunos estudios previos sobre multinacionales chinas (Xie, 2010). Sin embargo, difiere con el obtenido por otros trabajos que sí han encontrado que las barreras culturales tenían un impacto negativo sobre la elección de filiales propias por parte de las empresas chinas (Cui y Jiang, 2009a, 2009b, 2010; Cui, Jiang y Stening, 2011 y Xu, Hu y Fan, 2011).

Cuando planteamos esta hipótesis, ya ofrecimos argumentos tanto para una posible influencia positiva como negativa de la distancia cultural sobre la elección de filiales propias. Adicionalmente, es preciso destacar que la influencia de la distancia cultural puede depender de los objetivos perseguidos por la empresa china. Mientras que las IDEs que buscan mercados pueden haberse dirigido inicialmente a países donde la distancia cultural respecto a China es menor, las IDEs que buscan *know how* se han dirigido principalmente a países desarrollados de Europa o América del Norte, que están culturalmente más alejados de China (Young, Huang y McDermott, 1996). Además, muchas multinacionales chinas no parecen rehuir de la distancia cultural, quizá debido a su experiencia previa a través de alianzas con empresas occidentales en China (Luo y Tung, 2007).

Por otra parte, nuestros resultados permiten confirmar la hipótesis 3, dado que hemos encontrado una relación positiva estadísticamente significativa entre la intensidad tecnológica del sector y la probabilidad de que las empresas chinas utilicen filiales propias (β=0,88; p<0,05). Por tanto, siguiendo la lógica convencional de la teoría de la internalización, las empresas chinas que pertenecen a sectores de alta tecnología tienden a decantarse por modos de entrada de elevado control, con la finalidad de evitar problemas de oportunismo. Nuestro resultado está en consonancia con el estudio de casos de Cui y Jiang (2009b), quienes encontraron que el nivel de especificidad

de los activos y la posibilidad de comportamientos oportunistas, por parte del socio, estaban asociados positivamente con la probabilidad de que la empresa china eligiera la filial de plena propiedad.

En contra de lo previsto, nuestro modelo muestra que el tamaño de la empresa tiene un impacto negativo y estadísticamente significativo sobre la opción de filiales propias (β=–1,05; p<0,05). Por tanto, se rechaza la hipótesis 4. Esto contradice el resultado obtenido por Cui y Jiang (2009a, 2012), quienes encontraron que el tamaño de la empresa china tenía un impacto positivo sobre la elección de filiales de plena propiedad. Sin embargo, también existe evidencia empírica que sugiere la inexistencia de un efecto significativo del tamaño de las empresas chinas y sus decisiones de IDE (Lau, Ngo y Yiu, 2010).

En este sentido, existen algunos argumentos que sugieren que el tamaño no está siempre necesariamente relacionado con la propensión a utilizar modos de entrada de plena propiedad (Contractor y Kundu, 1998). Incluso, en ocasiones, los modos de entrada de elevado control pueden ser menos habituales en grandes operaciones internacionales (Gatignon y Anderson, 1988). En muchos sectores el tamaño de las operaciones puede forzar incluso a las grandes empresas chinas a aceptar la presencia de socios para compartir la inversión y buscar la cobertura de una red global.

El efecto positivo de la experiencia internacional de la empresa sobre la filial propia no ha resultado estadísticamente significativo, lo que no permite confirmar la hipótesis 5. Cui y Jiang (2012) obtienen un resultado similar en su estudio de las multinacionales chinas, aunque empleando una medida diferente (años de experiencia). Detrás de esta falta de significación pueden encontrarse los distintos tipos de experiencia internacional. La experiencia previa de la empresa con un modo de entrada específico puede ser más influyente que la experiencia general internacional. Sin embargo, la falta de información en muchas de las IDEs identificadas en la muestra nos ha impedido incluir ese tipo de experiencia en nuestros análisis.

Adicionalmente, las multinacionales chinas, en comparación con sus homónimas de países desarrollados, puede que no dependan tanto de los mercados exteriores para obtener experiencia. Muchas de ellas han acumulado experiencia internacional dentro de la propia China, estableciendo *joint ventures* con empresas extranjeras, convirtiéndose en subcontratistas para fabricar equipos originales o en licenciatarios de sus tecnologías (Child y Rodrigues, 2005). Este tipo de internacionalización previa en el país de origen es una de las características distintivas del proceso de internacionalización de muchas empresas chinas. Ello les ha permitido acumular capacidades y conocimientos muy relevantes de cara a su internacionalización efectiva en otros países.

Por último, respecto a las variables de control observamos que el objetivo búsqueda de recursos tiene un impacto negativo estadísticamente significativo sobre la filial propia (β= –1,36; p<0,01). Como ya señalamos anteriormente, la búsqueda de recursos, en particular recursos naturales, ha sido uno de los objetivos tradicionales de la IDE china. Dependiendo de cuál sea el objetivo perseguido, los factores institucionales vinculados a cada localización pueden jugar un papel diferente. Por ejemplo, las restricciones institucionales que pueden surgir cuando la empresa china efectúa IDE para acceder a un recurso considerado estratégico para el país de destino, puede que no aparezcan cuando la empresa invierte en ese mismo país, pero con la finalidad de acceder a su mercado. Por esta razón, aunque la plena propiedad podría darle a la empresa china un mejor acceso a los recursos que busca, las restricciones del Gobierno de destino pueden impedirle utilizar filiales propias.

5. Conclusiones

En comparación con la IDE recibida por las economías emergentes, la IDE emitida por estos países es un área de investigación relativamente nueva en la literatura sobre negocios internacionales. A pesar del auge de la IDE china en los últimos años, la elección del modo de entrada

por parte de las multinacionales chinas sigue siendo un tópico de estudio poco explorado. El objetivo de este trabajo ha sido tratar de cubrir ese *gap*, analizando algunos factores institucionales, de transacción y empresariales que pueden afectar a dicha decisión.

Nuestro estudio efectúa varias contribuciones a la literatura sobre la elección del modo de entrada de las multinacionales chinas. Hasta el momento, junto con los trabajos de Cui y Jiang (2009a, 2009b, 2010, 2012), Cui, Jiang y Stening (2011), Liu y Scott-Kennel (2011), Xie (2010) y Xu, Hu y Fan (2009, 2011), este es uno de los primeros intentos de analizar los determinantes de la elección del tipo de IDE por parte de las empresas chinas. De esta forma, basándonos en el enfoque institucional, en la teoría de los costes de transacción y en la visión de la empresa basada en los recursos, nuestros resultados sugieren que existen tanto similitudes como diferencias entre las multinacionales chinas y las multinacionales tradicionales procedentes de países desarrollados. Con ello, este estudio contribuye a un mejor conocimiento de estas nuevas multinacionales que van a tener implicaciones significativas para el desarrollo futuro de la investigación sobre estrategias internacionales (Peng, 2012).

Desde la perspectiva de los costes de transacción, nuestros resultados destacan la importancia de la intensidad tecnológica del sector como determinante de que las empresas chinas se decanten por la filial de plena propiedad. Los elevados costes de transacción a la hora de transferir *know-how* tecnológico son el argumento tradicional para dicha relación.

Sin embargo, otros resultados parecen ir en contra de la lógica convencional observada en las multinacionales occidentales. Un elevado riesgo político en el país de destino parece no desincentivar a las multinacionales chinas a la hora de decantarse por la filial propia en lugar de por la *joint venture*. Además, no hemos encontrado evidencia empírica que confirme que la distancia cultural sea una barrera institucional importante para las empresas chinas. Por otra parte, desde la visión de la empresa basada en los recursos, el tamaño de la empresa china tiene un impacto negativo *a priori* inesperado sobre la filial propia, mientras que la experiencia internacional parece no afectar a la elección del modo de entrada.

Este trabajo, lógicamente, no está exento de algunas limitaciones. Nuestra investigación empírica está basada en datos secundarios, algo que ha condicionado la medida de algunas variables. Por ello, no hemos podido considerar las percepciones directivas, así como otras variables que también pueden afectar a la elección del modo de entrada, como determinadas ventajas específicas de la empresa (Liu y Scott-Kennel, 2011).

Estas limitaciones abren algunas vías interesantes para la investigación futura. Para un mejor conocimiento de las decisiones adoptadas por las multinacionales chinas, serían útiles encuestas realizadas a los directivos implicados sobre sus procesos de toma de decisiones, incluyendo percepciones acerca de los factores institucionales, de transacción y empresariales. También sería interesante examinar las interrelaciones entre la elección del modo de entrada (plena propiedad o propiedad compartida) y el modo de establecimiento (nueva filial propia o adquisición), para determinar si se trata de decisiones secuenciales o simultáneas.

Referencias bibliográficas

[1] ALON, I.; CHILD, J.; LI, S. y MCINTYRE, J.R. (2011): «Globalization of Chinese firms: Theoretical universalism o particularism», *Management Organization Review*, vol. 7, nº 2, pp: 191-200.

[2] BROUTHERS, K.D. y HENNART, J.F. (2007): «Boundaries of the Firm: Insights from International Entry Mode Research», *Journal of Management*, vol. 33, nº 3: pp. 395-425.

[3] BROUTHERS, K.D.; BROUTHERS, L.E. y WERNER, S. (2003): «Transaction Cost-Enhanced Entry Mode Choices and Firm Performance», *Strategic Management Journal*, vol. 24, nº 12, pp: 1239-1248.

[4] BROUTHERS, K.D.; BROUTHERS, L.E. y WERNER, S. (2008): «Resource-Based Advantages in an International Context», *Journal of Management*, vol. 34, nº 2): 189–217.

[5] BUCKLEY, P.J. y CASSON, M. (1998): «Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalization Approach», *Journal of International Business Studies*, vol. 29, nº 3, pp. 539-562.

[6] BUCKLEY, P, J.; CLEGG, L.J.; CROSS, A.R.; LIU, X.; VOSS, H. y ZHENG, P. (2007): «The Determinants of Chinese Foreign Direct Investment», *Journal of International Business Studies*, 38, nº 4, pp. 499-518.

[7] CHEN, H. y HU, M.Y. (2002): «An Analysis of Entry Mode and its Impact On Performance», *International Business Review*, vol. 11, nº 2, pp.193-210.

[8] CHILD, J. y RODRIGUES, S.B. (2005): «The Internationalization of Chinese Firms: A Case for Theoretical Extension?», *Management and Organization Review*, vol. 1, nº 3, pp. 381-410.

[9] CONTRACTOR, F.J. y KUNDU, S.K. (1998): «Modal Choice in a World of Alliances: Analyzing Organizational Forms in the International Hotel Sector», *Journal of International Business Studies*, vol. 29, nº 2, pp. 325-358.

[10] CUI, L. y JIANG, F. (2009a): «FDI Entry Mode Choice of Chinese Firms: A Strategic Behaviour Perspective», *Journal of World Business*, vol. 44, nº 4, pp. 434-444.

[11] CUI, L. y JIANG, F. (2009b): «Ownership Decisions in Chinese Outward Fdi: An Integrated Research Framework and Research Agenda», *Asian Business & Management*, vol. 8, nº 3, pp. 301-324.

[12] CUI, L. y JIANG, F. (2010): «Behind Ownership Decision of Chinese Outward FDI: Resources and Institutions», *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 27, nº 4, pp. 751-774.

[13] CUI, L. y JIANG, F. (2012): «State Ownership Effect On Firms´ FDI Ownership Decisions Under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-investing Firms», *Journal of International Business Studies*, vol. 43, nº 3, pp. 264-284.

[14] CUI, L.; JIANG, F. y STENING, B. (2011): «The Entry-mode Decision of Chinese Outward FDI: Firm Resources, Industry Conditions And Institutional Forces», *Thunderbird International Business Review*, vol. 53, nº 4, pp. 483-499.

[15] DAVIES, K. (2010): *Outward FDI from China and its Policy Context*, Columbia FDI Profiles. Vale Columbia Center on Sustainable International Investment.

[16] DENG, P. (2012): «The internationalization of Chinese Firms: A Critical Review and Future Research», *International Journal of Management Reviews*, en prensa.

[17] DUANMU, J.L. (2012): «Firm Heterogeneity and Location Choice of Chinese Multinational Enterprises (MNEs)», *Journal of World Business*, vol. 47, nº 1, pp. 64-72.

[18] DUNNING, J.H. (1988): «The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions», *Journal of International Business Studies*, vol. 19, nº 1, pp. 1-32.

[19] FLADMOE-LINDQUIST, K. y TALLMAN, S. (1994): «Resource-based Strategy and Competitive Advantage Among Multinationals», en SHRIVASTAVA, P.; HUFF, A. y DUTTON, J. (Eds.), *Advances in Strategic Management*, vol. 10 (A), Jai Press Inc.: 45–72.

[20] GARCÍA-CANAL, E. y GUILLÉN, M.F. (2008): «Risk and the Strategy of Foreign Location Choice in Regulated Industries», *Strategic Management Journal*, vol. 29, nº 10, pp. 1097-1115.

[21] GATIGNON, H. y ANDERSON, E. (1988): «The Multinational Corporation´s Degree of Control Over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation», *Journal of Law Economics and Organization*, vol. 4, nº 2, pp. 305-336.

[22] GE, G.L. y DING, D.Z. (2009): «The Effects of the Institutional Environment on the Internationalization of Chinese Firms», en ALON, I. *et al.* (Eds.), *China rules. Globalization and Political Transformation*, Hampshire, UK, Palgrave MacMillan: pp. 46-68.

[23] HENISZ, W.J. (2003): «The Power of the Buckley and Casson Thesis: The Ability to Manage Institutional Idiosyncrasies», *Journal of International Business Studies*, vol. 34, nº 2, pp. 173-184.

[24] HENISZ, W. y SWAMINATHAN, A. (2008): «Institutions and International Business», *Journal of International Business Studies*, vol. 39, nº4, pp. 537-539.

[25] HENNART, J.F. (1989): «Can the 'New Forms of Investment' Substitute for the 'Old Forms'? A Transaction Costs Perspective», *Journal of International Business Studies*, vol. 20, nº 2, pp. 211-234.

[26] HOFSTEDE, G. (1980): *Culture's Consequences. International Differences in Work-Related Values*, Newbury Park, CA, Sage Publications.

[27] HOFSTEDE, G.; HOFSTEDE, G.J. y MINKOV, M. (2010): *Cultures and Organizations. Software of the Mind. Intercultural Cooperation and its Importance for Survival,* 3rd edition. New York, McGraw-Hill.

[28] HONG, E. y SUN, L. (2006): «Dynamics of Internationalization and Outward Investment: Chinese Corporations´ Strategies», *The China Quarterly*, nº 187, pp. 610-634.

[29] JOHANSON, J. y VAHLNE, J.E. (1977): «The Internationalization Process of the Firm. A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments», *Journal of International Business Studies*, vol. 8, nº 1, pp. 23-32.

[30] JOHANSON, J. y VAHLNE, J.E. (2009): «The Uppsala Internationalization Process Model Revisited: From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership», *Journal of International Business Studies*, vol. 40, nº 9, pp. 1411-1431.

[31] KIM, W.C. y HWANG, P. (1992): «Global Strategy and Multinationals´ Entry Mode Choice», *Journal of International Business Studies*, vol. 23, nº 1, pp. 29-53.

[32] KOGUT, B. y SINGH, H. (1988): «The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode», *Journal of International Business Studies*, vol. 19, nº 3, pp. 411-432.

[33] KOLSTAD, I. y WIIG, A. (2012): «What Determines Chinese Outward FDI?», *Journal of World Business*, vol. 47, nº 1, pp. 26-34.

[34] KUMAR, N. (1984): *Growth, Acquisition and Investment. An Analysis of the Growth of Industrial Firms and their Overseas Activities*, Cambridge: Cambridge University Press.

[35] LAU, C.M.; NGO, H.Y. y YIU, D.W. (2010): «Internationalization and Organizational Resources of Chinese Firms», *Chinese Management Studies*, vol. 4, nº 3, pp. 258-272.

[36] LIU, J. y SCOTT-KENNEL, J. (2011): «Asset-seeking Investment by Chinese Multinationals: Firm Ownership, Location and Entry Mode», *Asia Pacific and Globalization Review*, vol. 1. nº 1, pp. 16-36.

[37] LU, J.; LIU, X. y WANG, H. (2011): «Motives for Outward FDI of Chinese Private Firms: Firm Resources, Industry Dynamics, and Government Policies», *Management and Organization Review*, vol. 7, nº 2, pp. 223-248.

[38] LUO, Y. y TUNG, R.L. (2007): «International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective», *Journal of International Business Studies*, vol. 38, nº 4, pp. 481-498.

[39] MADHOK, A. (1997): «Cost, Value and Foreign Market Entry Mode: The Transaction and the Firm», *Strategic Management Journal*, vol. 18, nº 1, pp. 39-61.

[40] MALHOTRA, S. y ZHU, P.C. (2009): «Determinants and Valuation Impact of Cross-Border Acquisitions by Firms From China and India», *AIB 2009 Annual Meeting*, San Diego.

[41] MATHEWS, J.A. (2006): «Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization», *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 23, nº 1, pp. 5-27.

[42] MOFCOM (2011): «2010 Statistical Bulletin of China´s Outward Foreign Direct Investment», Beijing, Ministry of Commerce (MOFCOM).

[43] MORCK, R.; YEUNG, B. y ZHAO, M. (2008): «Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment», *Journal of International Business Studies*, vol. 39, nº 3, pp. 337-350.

[44] MORSCHETT, D.; SCHRAMM-KLEIN, H. y SWOBODA, B. (2010): «Decades of Research on Market Entry Modes: What Do We Really Know About External Antecedents of Entry Mode Choice?», *Journal of International Management*, vol. 16, nº 1, pp. 60-77.

[45] NETER, J.; WASSERMAN, W. y KUTNER, M.H. (1985): *Applied Linear Statistical Models: Regression, Analysis of Variance and Experimental Designs*, 2nd edition, Homewood, Richard D. Irwin, Inc.

[46] OCDE (2001): *Science, Technology and Industry Scorecard 2001,* París, OCDE.

[47] PAK, Y.S. y PARK, Y.R. (2004): «Global Ownership Strategy of Japanese Multinational Enterprises: A Test of Internalization Theory», *Management International Review*, vol. 44, nº 1, pp. 3–21.

[48] PANGARKAR, N. y YUAN, L. (2009): «Location in Internationalization Strategy: Determinants and Consequences», *Multinational Business Review*, vol. 17, nº 2, pp. 37-68.

[49] PENG, M.W. (2012): «The Global Strategy of Emerging Multinationals from China», *Global Strategy Journal*, vol. 2, nº 2, pp. 97-107.

[50] PENG, M.W.; WANG, D.Y.L. y JIANG, Y. (2008): «An Institution-based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies», *Journal of International Business Studies*, vol. 39 nº 5, pp. 920-936.

[51] PRS (2010): «International Country Risk Guide (ICRG)», The Political Risk Services Group.

[52] QUER, D.; CLAVER, E. y RIENDA, L. (2007): «Multinacionales chinas. El nuevo reto del escenario global», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2925, del 1 al 15 de noviembre, pp. 11-24.

[53] QUER, D.; CLAVER, E. y RIENDA, L. (2011): «Multinacionales chinas: ¿cómo influyen los factores institucionales en sus patrones de localización», *Cuadernos de Gestión*, vol. 11, nº 2, pp. 77-88.

[54] QUER, D.; CLAVER, E. y RIENDA, L. (2012): «Political Risk, Cultural Distance, and Outward Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Large Chinese Firms», *Asia Pacific Journal of Management*, en prensa.

[55] RANDOY, T. y DIBRELL, C.C. (2002): «How and Why Norwegian MNCs Commit Resources Abroad: Beyond Choice of Entry Mode», *Management International Review*, vol. 42, nº 2, pp. 119-140.

[56] SIMON, J.D. (1984): «A Theoretical Perspective on Political Risk», *Journal of International Business Studies*, vol. 15, nº 3, pp. 123-143.

[57] TAHIR, R. y LARIMO, J. (2004): «Understanding the Ownership Structure Choices of Finnish Firms in Asian Countries», *European Business Review*, vol. 16, nº 5, pp. 494-510.

[58] TALLMAN, S. y FLADMOE-LINDQUIST, K. (2002): «Internationalization, Globalization, and Capability-based Strategy», *California Management Review*, vol. 45, nº 1, pp. 116-135.

[59] TAYLOR, C.R.; ZOU, S. y OSLAND, G.E. (2000): «Foreign Market Entry Strategies of Japanese MNCs», *International Marketing Review*, vol. 17, nº 2, pp. 146-163.

[60] TEECE, D.J. (1986): «Transactions Cost Economics and the Multinational Enterprise. An Assessment», *Journal of Economic Behavior and Organization*, nº 7, pp. 21-45.

[61] TIHANYI, L.; GRIFFITH, D.A. y RUSSELL, C.J. (2005): «The Effect of Cultural Distance on Entry Mode Choice, International Diversification and MNE Performance: A Meta-Analysis», *Journal of International Business Studies*, vol. 36, nº 3, pp. 270-283.

[62] TREVINO, L.J. y GROSSE, R. (2002): «An Analysis of Firm-specific Resources and Foreign Direct Investment in the United States», *International Business Review*, vol. 11, nº 4, pp. 431-452.

[63] UN STATISTICS DIVISION (2010): «National Accounts Main Aggregates Database», United Nations Statistics Division.

[64] UNCTAD (2011): *World Investment Report 2011. Non-equity Modes of International Production and Development*. New York and Geneva, United Nations Conference on Trade and Development.

[65] WEI, Z. (2010): «The Literature on Chinese Outward FDI», *Multinational Business Review*, vol. 18, nº 3, pp. 73-112.

[66] WELCH, L.S. y LUOSTARINEN, R. (1988): «Internationalization: Evolution of a Concept», *Journal of General Management*, vol. 14, nº 2, pp. 34-55.

[67] XIE, Q. (2010): «Chinese Firms´ Outward FDI Mode Choices: The Effects of Joint Venture Experience in Inward FDI», *AIB 2010 Annual Meeting*, Rio de Janeiro.

[68] XU, Y.; HU, S. y FAN, X. (2009): «The Impacts of Country Risk and Cultural Distance on Transnational Equity Investments. Empirical Evidence of Chinese Enterprises´ Shareholdings in Overseas Listed Companies», *Chinese Management Studies*, vol. 3, nº 3, pp. 235-248.

[69] XU, Y.; HU, S. y FAN, X. (2011): «Entry Mode Choice of Chinese Enterprises: The Impacts of Country Risk, Cultural Distance and their Interactions», *Frontiers of Business Research in China*, vol. 5, nº 1, pp. 63-78.

[70] YOUNG, S.; HUANG, C.H. y MCDERMOTT, M. (1996): «Internationalization and Competitive Catch-up Processes: Case Study Evidence on Chinese Multinational Enterprises», *Management International Review*, vol. 36, nº 4, pp. 295-314.

[71] ZHANG, J.; ZHOU, C. y EBBERS, H. (2011): «Completion of Chinese Overseas Acquisitions: Institutional Perspectives and Evidence», *International Business Review*, vol. 20, nº 2, pp. 226-238.

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Todos los artículos publicados en esta sección son sometidos
a un proceso de evaluación externa anónima

Marta Muñoz-Guarasa*
Encarnación Moral Pajares*

ESTRATEGIAS PARA LA EXPANSIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA INTERNACIONAL EN ANDALUCÍA

El objetivo de este trabajo es realizar un diagnóstico de la evolución y los rasgos característicos de la inversión extranjera en Andalucía y de la inversión andaluza en el exterior, con el fin de plantear unas medidas estratégicas para el avance en el proceso de internacionalización de la economía regional. Los resultados muestran que para el crecimiento de la inversión extranjera se requiere mejorar algunos factores de localización, como la tecnología, la cualificación de la población, las infraestructuras, etcétera; y para el incremento de la inversión andaluza en el exterior es necesario mejorar las ventajas de propiedad de las empresas andaluzas, especialmente las relacionadas con el mayor tamaño y con la mejor formación de los empleados.

Palabras clave: *inversión directa extranjera, inversión directa en el exterior, economía regional, Andalucía, estrategias.*
Clasificación JEL: *F21, R11.*

1. Introducción

La evolución de los flujos de entrada y salida de inversión en un país no son ajenos a los cambios acontecidos a nivel mundial. Aspectos estructurales como la liberalización de determinados sectores, la incorporación de las tecnologías de la información, la apertura de determinadas áreas geográficas que antes permanecían al margen del comercio internacional (como China), las nuevas formas de organización empresarial como la fragmentación de los procesos de producción, etcétera, o cambios de tipo coyuntural como las crisis económicas influyen directamente en la trayectoria de estos flujos. Pero al margen de esta influencia, el comportamiento de la inversión emitida o recibida por un país depende de las propias características de este tipo de inversión en una determinada área geográfica.

Las instituciones públicas, conscientes de la importancia y de los efectos positivos que para una economía

* Departamento de Economía. Universidad de Jaén.

tiene el proceso de internacionalización, han emprendido políticas activas para el fomento de las operaciones exportadoras e inversoras transnacionales. En España no solo el Gobierno central ha sido el responsable de este tipo de políticas, sino que las comunidades autónomas han llevado a cabo también esta clase de medidas para ser aplicadas en sus ámbitos de actuación. En el caso de Andalucía, comunidad autónoma objeto de nuestro estudio, se han elaborado en los últimos años diversos planes de internacionalización para conseguir, entre otros, los objetivos expuestos anteriormente[1].

En este contexto, el objetivo de este trabajo es realizar un diagnóstico de la evolución y los rasgos de la inversión extranjera en Andalucía y de la inversión andaluza en el exterior con el fin de plantear unas medidas estratégicas para el avance en el proceso de internacionalización de la economía regional. El trabajo se estructura de la siguiente forma. Tras esta introducción se lleva a cabo un análisis del marco teórico y posteriormente, en el apartado 3, un estudio de la evolución de los flujos de la inversión extranjera en Andalucía desde mitad de los años noventa, y de los rasgos característicos en función de los tipos de operación en los que están instrumentados, el país de origen, el sector y la actividad en la que se materializan, etcétera, para los años más recientes (2005-2008). En el apartado 4 se realiza un análisis similar al precedente para la inversión andaluza en el exterior. En el apartado 5 se hace un estudio comparativo de ambos tipos de inversión con el fin de conocer los rasgos diferenciadores y su dinámica conjunta, que nos permita conocer con mayor profundidad el proceso de internacionalización de la economía andaluza. Asimismo, se analiza la posición neta inversora en términos de stock, de acuerdo con la teoría de la senda del desarrollo de la inversión internacional (Dunning, 1986 y 1993; Narula, 1996 y Dunning y Narula, 1996). El trabajo finaliza con unas conclusiones donde se ponen de manifiesto las perspectivas de estos flujos y se proponen algunas medidas para tratar de incentivar la inversión extranjera en Andalucía y la inversión andaluza en el exterior.

El período en el que fundamentalmente nos centraremos será 2005-2008, puesto que son los años previos a la elaboración del último Plan de Internacionalización.

2. Marco teórico

Las formas tradicionales de internacionalización de la empresa son: la exportación, la inversión directa y la concesión de licencias de producción a firmas extranjeras. Dunning considera que para que una empresa se internacionalice mediante estas vías debe cumplir una serie de condiciones, las cuáles se presentan en el Cuadro 1.

a) La empresa debe poseer ventajas de propiedad (*ownership advantages*)[2] respecto a sus competidores del país extranjero e incluso respecto a sus competidores domésticos. Estas ventajas se asocian con activos intangibles de la empresa tales como tecnología más avanzada, economías de escala, mejor conocimiento de las técnicas de comercialización y distribución, etcétera. Para que éstas puedan ejercer una influencia es necesario que permanezcan de forma exclusiva en la firma durante un período de tiempo suficientemente largo.

b) La empresa debe poseer ventajas de internalización (*internalization advantages*) para poder internacionalizarse mediante las exportaciones o la inversión directa extranjera. La condición primera no es suficiente, es necesario que la empresa tenga el deseo y la capacidad de internalizar esa ventaja específica. Esto le resulta beneficioso en la medida en que se reducen los costes de transacción del mercado.

c) Si la empresa se decide por invertir en un país determinado, éste debe ofrecer ventajas de localización (*location advantages*) respecto al país de origen. Estas ven-

[1] Plan para la internacionalización de la empresa andaluza 1999-2002, II plan para la internacionalización de la empresa andaluza 2003-2006, III plan para la internacionalización de la empresa andaluza 2007-2010 y plan estratégico para la internacionalización de la economía andaluza 2010-2013.

[2] También ventajas específicas o ventajas competitivas

CUADRO 1

ELECCIÓN DE LA FORMA DE INTERNACIONALIZACIÓN

Formas de internacionalización	Ventajas		
	Propiedad de la empresa	Internacionalización	Localización
Inversión en el exterior	Sí	Sí	Sí
Exportación	Sí	Sí	No
Licencia	Sí	No	No

FUENTE: DUNNING, J. H. (1988, pág. 28).

CUADRO 2

VENTAJAS ESPECÍFICAS

- Tamaño
- Activos inmateriales
  - Tecnología
  - Innovación
  - Marca
  - Capital humano
  - Imagen
  - Métodos organizativos
- Financiación
- Competitividad
  - Precios
  - Productividad
  - Costes de producción
  - Calidad

FUENTE: Elaboración propia.

tajas no están solamente asociadas a los costes y a la disponibilidad de los factores de producción, sino también a las particularidades del sistema institucional instaurado en el país receptor de la inversión (sistema fiscal, reglamento laboral, grado de restricción a los intercambios, integración en áreas supranacionales, etcétera).

Estas ventajas se configuran como el «Paradigma OLI», el cual vincula la decisión de invertir en el extranjero a las características propias de la empresa, a las del sector y a las del país de acogida de la inversión. Cada uno de los conceptos integrados en el «Paradigma OLI» abarca diferentes teorías propuestas acerca de las causas que motivan la inversión directa extranjera: *i)* ventajas específicas: Teoría de la prganización industrial (Hymer, 1976; Kindlerberger, 1969; Johnson, 1970 y Caves, 1971); *ii)* ventajas de la internalización: Teoría de los costes de transacción (Coase, 1937; Buckley y Casson, 1976; Casson, 1979 y 1982 y Rugman, 1981 y 1983) y *iii)* ventajas de localización: Teoría de la localización (Grose, 1980 y Buigues y Jacquemin, 1992, etcétera).

Algunas de las ventajas específicas se muestran en el Cuadro 2 y algunas de las ventajas de localización en el Cuadro 3.

De acuerdo con la teoría expuesta anteriormente, en la medida en que los países oferten ventajas de localización para el resto de países se favorecerá la inversión extranjera recibida. Igualmente, mientras más ventajas de propiedad presenten las empresas nacionales frente a las del país de destino, siempre que sean capaces de internalizar las mismas, más oportunidades tendrán de internacionalizarse mediante inversión en el exterior. De esta forma, las políticas económicas y empresariales requieren necesariamente incentivar estos tipos de ventajas si el objetivo es aumentar los flujos de inversiones exteriores, tanto emitidos como recibidos. Este mismo planteamiento puede ser aplicable a las regiones.

En general, la unidad de análisis de los estudios empíricos de la inversión extranjera como de la inversión en el exterior han sido los países. Sin embargo, con el auge de las regiones como ámbito de las actuaciones de política económica y de desarrollo, especialmente desde los primeros años noventa del pasado siglo, un gran número de trabajos relativos a este tema se han centrado en las comunidades autónomas en el caso de la economía española. Respecto a la inversión extranjera los estudios de los factores determinantes han sido numerosos, tales como Egea y López (1991); Castillo, Domingo y Roca (1998); Díaz (2001); Pelegrín Solé (2002); Rodríguez González (2005); Rodríguez, Pallas y Fernández (2007). Los relativos a la inversión de las regiones en el exterior han sido más escasos, debido, probablemente, a que este fenómeno en España ha sido

CUADRO 3

VENTAJAS DE LOCALIZACIÓN

- Contexto cultural e histórico:
  - Idioma
  - Calidad de vida del país
  - Cultura empresarial
  - Relaciones históricas entre países
  - Sensibilidad social del país receptor ante la aparición de inversores extranjeros
- Dotación de recursos (básicos y avanzados):
  - Disponibilidad de recursos físicos:
    - Materias primas
    - Localización geográfica
    - Tamaño del país
    - Clima
    - Costas
    - Parajes naturales
  - Disponibilidad de mano de obra Infraestructuras
  - Dotación tecnológica
- Características de los mercados:
  - Tamaño del mercado
  - Crecimiento del mercado
  - Acceso al mercado
- Sistema económico y político:
  - Estabilidad económica
  - Estabilidad política
- Política económica:
  - Barreras comerciales
  - Tipos de cambio
  - Integración en áreas económicas supranacionales
  - Política fiscal
  - Mercado de trabajo:
    - Costes laborales
    - Cualificación de los trabajadores
    - Productividad

FUENTE: MUÑOZ GUARASA, M. (1999, pág. 278)

más tardío que la inversión foránea recibida. Algunos de ellos analizan las características de los flujos de inversión en el exterior (Serrano Robles, 2006), las formas de entrada en los mercados exteriores (Martín Armario, 2004 y Jordá y Ruiz, 2009), mientras que el análisis de las ventajas competitivas de las empresas inversoras en el exterior se han analizado fundamentalmente a nivel del conjunto de la economía española (Durán, 2002 y 2004 y Cerviño y Rivera, 2007)[3].

[3] Se puede ver el monográfico «Los intangibles de la internacionalización empresarial: innovación, cultura y capital humano», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 830, mayo-junio 2006.

3. Inversión directa extranjera en Andalucía

Los efectos positivos de la inversión directa extranjera (IDE) en el país que se localiza son indiscutibles en la actualidad. Este tipo de operación representa no solo una afluencia de capital hacia las zonas de destino, sino que el mismo lleva consigo una aportación de innovación tecnológica y organizativa que incrementa el nivel tecnológico e incentiva a las empresas locales a introducir las mismas para aumentar la productividad y, por ende, la competitividad. Asimismo, la inversión extranjera genera la creación de un entramado productivo y, consecuentemente, la creación de empleo. Igualmente contribuye a financiar el déficit por cuenta corriente.

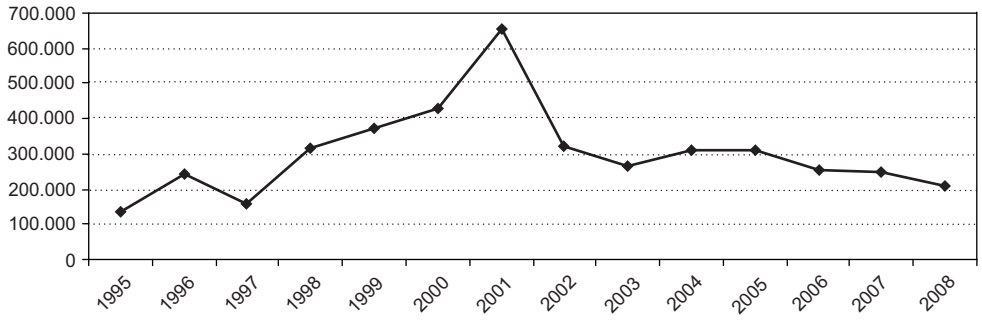
Diversos estudios confirman todos estos efectos. Para el caso de la economía española algunas investigaciones muestran, en consonancia con los resultados obtenidos a nivel internacional, que las empresas de capital extranjero se caracterizan por tener una mano de obra más cualificada, mayor intensidad tecnológica, mayor productividad, realizar en mayor medida operaciones comerciales con el exterior (Alonso y Donoso, 1994; Merino de Lucas y Salas Fumás, 1996; Martín y Velázquez, 1996 y Domingo Segarra y García Alcober, 2006, etcétera). Asimismo, pueden atraer a otras empresas, competidoras o proveedoras, a establecerse en el mismo lugar. Por lo tanto, tienen un impacto positivo en el entorno en el que se sitúan y pueden transmitir todas estas ventajas al territorio, contribuyendo al desarrollo regional.

Los efectos de la inversión directa extranjera dependerán, no obstante, del tipo de operación en el que esté materializada (constitución, ampliación…), del tipo de sector y de actividad, ya sean actividades de demanda y contenido tecnológico bajo, medio o alto, o de los factores de localización que vayan demandando las empresas inversoras. Algunos de estos aspectos serán analizados a continuación.

En el Gráfico 1 se presenta la evolución de la inversión extranjera en Andalucía desde 1995. Estos flujos han seguido una tendencia creciente hasta 2001, año que supone un punto de inflexión, a partir del cual comienzan a

GRÁFICO 1

INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE* EN ANDALUCÍA
(En miles de euros)



NOTA: * ETVE: Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros. Son sociedades establecidas en España cuyo «principal» objeto es la tenencia de participaciones de sociedades situadas en el exterior. Las ETVE son sociedades instrumentales cuya existencia obedece a estrategias de optimización fiscal dentro del mismo grupo empresarial y en muchos casos sus inversiones carecen de efectos económicos directos. Las operaciones de inversión llevadas a cabo por este tipo de sociedades generalmente consisten en la transmisión dentro de un mismo grupo empresarial de participaciones en sociedades radicadas fuera de España.

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

descender —excepto en 2004— hasta 2008. Esta evolución ha sido similar en el conjunto de la economía española, pero con algunas diferencias en los últimos años. Así, si nos centramos en el análisis del período objeto de estudio, 2005-2008, podemos comprobar que la inversión extranjera en Andalucía ha sufrido una caída del 33,05 por 100, mientras que en España ha aumentado un 111,52 por 100. Este mal comportamiento en la región se puede apreciar a lo largo de los diferentes años, en los que la tasa de crecimiento ha sido negativa en cada uno de ellos, mientras que en el conjunto del país los años 2005 y 2007 fueron de elevado crecimiento (Cuadro 4). Esta evolución justifica el descenso en el porcentaje que representan los flujos de inversión en Andalucía sobre los de España. Así, si bien ha habido un aumento de la participación en el año 2006 con relación al 2005, siendo éstas respectivamente del 2,5 por 100 y 2,2 por 100, en el año 2007 se ha producido una caída hasta el 0,8 por 100 que continúa en 2008 con un porcentaje del 0,7 por 100.

Por otra parte, se puede comprobar cómo la inversión extranjera recibida por la economía andaluza ha sido sensible a las fases de los ciclos económicos, de forma que en la fase expansiva de la economía española (1995-2006), durante los primeros años de la misma (hasta 2001) este tipo de operación crece de forma importante, y en los últimos, en que ya la economía avanza a menor ritmo, la inversión cae. Este comportamiento continúa a principios de la crisis actual, en los años 2007 y 2008.

Si analizamos la inversión extranjera por Comunidades Autónomas se puede comprobar igualmente esta pérdida de importancia de los flujos de inversión extranjera en Andalucía, pasando de representar alrededor del 2 por 100 de los recibidos por el conjunto de las Comunidades Autónomas españolas en 2005, al 1 por 100 aproximadamente en 2008 (Gráfico 2 y Cuadro A1 del Anexo). Por su parte, se ha producido un gran aumento de los flujos recibidos por la Comunidad de Madrid en detrimento de las demás. Sin embargo, hay que apuntar que estas cifras hay que tomarlas con cierta cautela, puesto que una gran parte de la inversión ha quedado sin asignar, en el año 2005 alrededor del 45 por 100, bajando este porcentaje hasta un 4 por 100 aproximadamente en el último año.

CUADRO 4

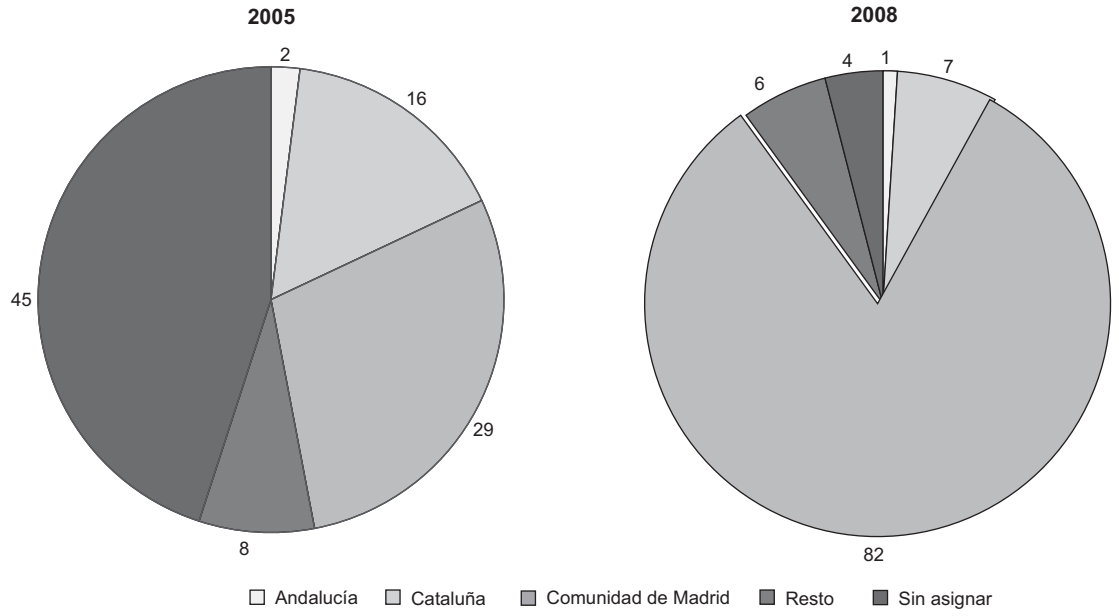
INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS OPERACIONES DE LAS ETVE
(En miles de euros)

	2005		2006		2007		2008	
	Importe	Tasa de crecimiento	Importe	Tasa de crecimiento	Importe	Tasa de crecimiento	Importe	Tasa de crecimiento
Andalucía	307.848	–1,69	252.916	–17,84	249.523	–1,34	206.094	–17,40
España	13.718.224	53,84	9.968.013	–27,34	29.536.263	196,31	29.016.949	–1,76
Porcentaje de Andalucía sobre España . .		2,2		2,5		0,8		0,7

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

GRÁFICO 2

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS, 2005 Y 2008
(En %)



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

CUADRO 5

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE POR TIPOS DE OPERACIÓN
(En %)

	2005		2006		2007		2008	
Tipo de operación	España	Andalucía	España	Andalucía	España	Andalucía	España	Andalucía
Constituciones	4,72	14,91	7,40	7,28	4,29	13,30	1,01	3,04
Ampliaciones	82,02	67,64	57,61	48,11	28,87	65,08	16,62	61,51
Greenfield	86,74	82,55	65,01	55,39	33,16	78,38	17,63	64,55
Adquisiciones	13,26	17,45	34,99	44,61	66,84	21,62	82,37	35,45
Total	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

Andalucía es una de las regiones más importantes como destino de la inversión extranjera en España, tras Madrid y Cataluña —aunque a mucha distancia en cuanto a volumen—, posición que viene ocupando hace varias décadas. No obstante, esta región pierde relevancia cuando se corrige la IDE en función de su PIB, perdiendo posiciones respecto a otras regiones.

La forma más generalizada en que se materializan las inversiones extranjeras en Andalucía son las ampliaciones (Cuadro 5). La importancia de este tipo de operación puede atender a la incorporación al capital de las empresas de beneficios no distribuidos como consecuencia de la mejora experimentada en los excedentes empresariales durante los años de expansión económica acontecida tanto en España como a nivel internacional. Igualmente las empresas foráneas situadas en la región han podido llevar a cabo reestructuraciones para ganar dimensión, con el fin deaumentar su competitividad ante el nuevo contexto en el que han surgido zonas, como India o China, con grandes ventajas competitivas. Le siguen en importancia las adquisiciones, mientras que las constituciones tienen una escasa participación sobre el total. A pesar de esto último, las greenfield o inversiones productivas[4] —es decir, aquellas que constituyen una aportación potencial al sistema productivo u ofrecen una nueva posibilidad de valor añadido— representan un gran porcentaje sobre el total, alcanzando por término medio alrededor de un 70 por 100 durante los cuatro años del período.

En el Cuadro 6 se muestra la distribución de la inversión extranjera en Andalucía por sectores. De acuerdo con la información del mismo, el principal receptor de inversión extranjera en el conjunto del período es el sector servicios, alcanzando un 47,15 por 100 del total. La construcción ha absorbido un 26,45 por 100, como consecuencia de la bonanza experimentada en esta actividad durante estos años[5], cifras enormemente altas si tenemos en cuenta que en el conjunto de los años 1987-1995 representaba tan solo un 1,07 por 100. Por su parte, la industria ha recibido un 22,90 por 100, mientras que la agricultura es el menos importante, absorbiendo un 3,49 por 100. Desde 2005 a 2008 se aprecia una caída del peso de la inversión extranjera en la agricultura, en la industria y en la construcción en favor del sector servicios. Durante estos años se ha producido una disminución de este tipo de

[4] Consideramos a éstas como la suma de las constituciones y las ampliaciones.

[5] No obstante, se puede apreciar una gran disminución de este porcentaje en el año 2008, como resultado de la gran caída de la inversión foránea en ese año motivada especialmente por el freno de la actividad constructora.

CUADRO 6

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE SEGÚN SECTOR ECONÓMICO DE DESTINO EN ANDALUCÍA

	2005			2006			2007			2008			Período		
Sector	Importe	Tasas crecimiento	%	Importe	Tasas crecimiento	%	Importe	Tasas crecimiento	%	Importe	Tasas crecimiento	%	Total	% total	Tasas crecimiento 2005-2008
Agricultura, ganadería y pesca	13.034	–8,43	4,23	3.586	–72,49	1,42	10.576	194,92	4,24	8.295	–21,57	4,02	35.491	3,49	–36,36
Industria	95.455	334,78	31,01	45.580	–52,45	18,02	38.863	–14,74	15,58	52.875	36,05	25,66	232.773	22,90	–44,61
Construcción	97.090	28,12	31,54	58.117	–40,14	22,98	75.460	29,84	30,24	38.192	–49,39	18,53	268.858	26,45	–60,66
Servicios	102.269	–49,16	33,22	145.632	42,40	57,58	124.624	–14,43	49,94	106.732	–14,36	51,79	479.257	47,15	4,36
Total	**307.848**	**–1,69**	**100,00**	**252.916**	**–17.84**	**100,00**	**249.523**	**–1,34**	**100,00**	**206.094**	**–17,40**	**100,00**	**1.016.380**	**100,00**	**–33,05**

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

operación en todos los sectores, con la excepción de la del terciario que es la única que incrementa su volumen. Por lo tanto, podemos afirmar que el sector servicios se consolida como el principal receptor en Andalucía y con mayores posibilidades de expansión, de acuerdo con las tendencias acontecidas internacionalmente[6].

El Cuadro 7 recoge las principales actividades receptoras de capital extranjero en Andalucía durante el período[7]. El comportamiento de la inversión foránea en esta región en los años más recientes ha estado marcado por el crecimiento del sector de la construcción, de forma que tan solo la inversión de no residentes en la construcción de edificios ha representado más de la cuarta parte sobre el total[8]. Si a dicha inversión le añadimos la recibida por las actividades inmobiliarias (23,82 por 100), ambas alcanzan un porcentaje de casi el 50 por 100 del total recibido en Andalucía durante estos años. Con respecto al resto de actividades se aprecia una gran concentración de la inversión como es característico de este tipo de operación. Así, las receptoras más importantes, tras las mencionadas anteriormente, son: en la industria, la extracción de minerales metálicos (7,53 por 100) y la fabricación de bebidas (5,41 por 100); en los servicios, las telecomunicaciones (4,33 por 100) y los servicios de alojamiento (3,95 por 100). Tan solo estas cuatro actividades representan más del 20 por 100 del total recibido en Andalucía. En la industria se aprecia un gran peso en las actividades tradicionales o de demanda y contenido tecnológico bajo, tal como se había puesto de manifiesto en otros trabajos para años anteriores (véase Muñoz-Guarasa, 2004), mientras que en los servicios también parece tener cierta relevancia la recibida por actividades tradicionales como la hostelería frente a otras más intensivas en tecnología y en conocimiento como las consultoras, servicios de información, investigación y desarrollo, etcétera. Igualmente esto se confirma cuando se compara el peso que representa la inversión extranjera en estas actividades en Andalucía con relación a su homóloga en España, de

[6] Véase MUÑOZ-GUARASA (2005) y MUÑOZ-GUARASA y ALCALÁ OLID (2007).

[7] La distribución total de la inversión extranjera en Andalucía por actividades económicas se puede ver en el Cuadro A2 del Anexo.

[8] Siendo este porcentaje para el conjunto de la economía española del 4,09 por 100.

CUADRO 7

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA DE DESTINO EN ANDALUCÍA*

Sector	En 2005	% sobre el total	En 2006	% sobre el total	En 2007	% sobre el total	En 2008**	% sobre el total	Total 2005-2008	% total
01 Agricultura, ganadería, caza y serv. relacionados	13.034	4,23	3.463	1,37	8.808	3,53	8.262	4,01	33.567	**3,30**
07 Extracción de minerales metálicos	37.010	12,02	0	0,00	2.000	0,80	37.570	18,23	76.580	**7,53**
10 Industria de la alimentación	3.619	1,18	6.897	2,73	12	0,00	552	0,27	11.079	**1,09**
11 Fabricación de bebidas	53.887	17,50	631	0,25	446	0,18	0	0,00	54.965	**5,41**
22 Fabricación de productos de caucho y plásticos	0	0,00	6.203	2,45	5.190	2,08	0	0,00	11.393	**1,12**
28 Fabricación de maquinaria y equipo n.c.o.p.	0	0,00	25.480	10,07	0	0,00	2	0,00	25.482	**2,51**
35 Suministro de ener. eléct., gas, vapor y aire	811	0,26	3.200	1,27	9.903	3,97	8.579	4,16	22.492	**2,21**
41 Construcción de edificios	95.560	31,04	58.065	22,96	72.804	29,18	34.164	16,58	260.592	**25,64**
46 Comer. mayor e inter. comer., excep. vehíc. motor	2.045	0,66	6.290	2,49	2.744	1,10	2.763	1,34	13.843	**1,36**
47 Comercio al por menor, excepto de vehíc. motor	5.840	1,90	1.405	0,56	10.805	4,33	31	0,01	18.081	**1,78**
55 Servicios de alojamiento	22.170	7,20	1.323	0,52	9.620	3,86	7.021	3,41	40.133	**3,95**
61 Telecomunicaciones	20	0,01	13	0,01	48	0,02	43.944	21,32	44.025	**4,33**
66 Actividades auxiliares a los serv. financieros	14.692	4,77	26	0,01	110	0,04	157	0,08	14.985	**1,47**
68 Actividades inmobiliarias	39.988	12,99	102.938	40,70	70.860	28,40	28.283	13,72	242.069	**23,82**
70 Actv. sedes centrales; activ. consult. de gestión	12	0,00	10.200	4,03	25	0,01	1.853	0,90	12.090	**1,19**
77 Actividades de alquiler	1.069	0,35	8.623	3,41	6.836	2,74	3	0,00	16.532	**1,63**

NOTAS: * Sólo aparecen las actividades que han recibido un 1 por 100 o más de la inversión acumulada en el conjunto del período. ** Previsto
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

forma que el mismo es muy superior en la región respecto al país en la extracción de minerales metálicos y en la fabricación de bebidas, y en los servicios es muy inferior en las telecomunicaciones y en la consultoría de gestión, y por el contrario muy superior en los servicios de alojamiento[9].

La inversión extranjera en Andalucía procede en su mayoría de países desarrollados, en consonancia con lo que ocurre en las economías nacional e internacional, puesto que, en general y de acuerdo con las teorías sobre la inversión extranjera, las empresas que invierten en el exterior deben poseer ventajas de propiedad respecto a sus competidoras del país receptor (Dunning, 1977), lo cual puede justificar que los países de mayor nivel de desarrollo inviertan en aquellos con un nivel de desarrollo similar o inferior. Así, en el conjunto del período el 72,76 por 100 de estos flujos tienen su origen en los países de la OCDE, el 10,87 por 100 en los paraísos fiscales y el 16,32 por 100 en el resto del mundo. A lo largo de estos años se observa una estabilidad en los porcentajes de inversión procedentes de los paraísos fiscales, siendo fluctuantes los homólogos correspondientes al resto. Nos referimos al país de origen último, es decir, al país de residencia del titular último de la inversión, que es, en definitiva, donde suelen adoptarse las decisiones.

Dentro de los países de la OCDE destacan los de la Unión Europea como los principales inversores (Cuadro 8), fundamentalmente, Países Bajos (28,19 por 100),

[9] Los pesos de la nversión recibida en España en estas actividades sobre el total en el período 2005-2008 han sido los siguientes: extracción de minerales metálicos (0,11 por 100), fabricación de bebidas (0,35 por 100), servicios de alojamiento (0,83 por 100), telecomunicaciones (10,24 por 100) y actividades sedes centrales y actividades consultoría de gestión (2,17 por 100).

CUADRO 8

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE SEGÚN PAÍS DE ORIGEN*

	2005		2006		2007		2008		Período	
País	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Total	%
Alemania	14.024	4,56	13.066	5,17	25.613	10,26	11.684	5,67	64.386	6,33
Bélgica	6.024	1,96	28	0,01	4.807	1,93	9.488	4,60	20.347	2,00
Dinamarca	2.070	0,67	5.675	2,24	12.609	5,05	3.129	1,52	23.483	2,31
Estados Unidos	1.837	0,60	4.942	1,95	12.328	4,94	1.593	0,77	20.700	2,04
Francia	2.886	0,94	32.891	13,00	11.404	4,57	4.524	2,20	51.704	5,09
Gibraltar	11.640	3,78	9.901	3,91	5.731	2,30	11.143	5,41	38.416	3,78
Islas Vírgenes Británicas	11.177	3,63	11.324	4,48	10.971	4,40	4.855	2,36	38.327	3,77
Italia	19.815	6,44	915	0,36	4.187	1,68	431	0,21	25.348	2,49
Lietchtenstein	20.638	6,70	4.151	1,64	8.226	3,30	332	0,16	33.347	3,28
Luxemburgo	2.023	0,66	68.863	27,23	3.331	1,34	19.235	9,33	93.452	9,19
Países Bajos	136.251	44,26	42.305	16,73	39.451	15,81	68.539	33,26	286.546	28,19
Panamá	1.573	0,51	3.590	1,42	32.482	13,02	2.505	1,22	40.150	3,95
Reino Unido	25.941	8,43	28.995	11,46	30.186	12,10	15.023	7,29	100.144	9,85
Suiza	6.407	2,08	1.685	0,67	6.864	2,75	30.380	14,74	45.336	4,46
Resto de países	45.542	14,79	24.585	9,72	41.333	16,56	23.234	11,27	134.694	13,25
Total	**307.848**	**100,00**	**252.916**	**100,00**	**249.523**	**100,00**	**206.094**	**100,00**	**1.016.380**	**100,00**

NOTA: * Sólo aparecen los países que han recibido un 1 por 100 o más de la inversión acumulada en el conjunto del período.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

Reino Unido (9,85 por 100), Luxemburgo (9,19 por 100), Alemania (6,33 por 100), Francia (5,09 por 100) e Italia (2,49 por 100). Estos seis países son el origen de más del 60 por 100 de los flujos de inversión recibidos en Andalucía en el período 2005-2008. Esta concentración espacial de la inversión se hace más evidente si añadimos otros como Suiza (4,46 por 100), Panamá (3,95 por 100), Gibraltar (3,78 por 100), Islas Vírgenes Británicas (3,77 por 100), etcétera, los que son responsables de alrededor del 77 por 100 de los flujos de inversión en esta región. A lo largo de este período, al margen de las fluctuaciones que comportan este tipo de operación y que pueden ocasionar cambios puntuales, en general son estos países los principales inversores en Andalucía.

4. Inversión directa de Andalucía en el exterior

La economía andaluza presenta, en conjunto, un reducido grado de internacionalización a través de la inversión directa realizada fuera de las fronteras nacionales, pues protagoniza menos del 1 por 100 del total de los flujos de inversión directa que entre 2000 y 2008 han realizando las empresas españolas en el extranjero. El sistema productivo regional, responsable de más del 13 por 100 de la actividad económica que se genera en España, es el origen del 8,93 por 100 de la exportación de productos agrícolas e industriales de la economía española en 2008 y del 9,65 por 100 de las importaciones, eleva el volumen de sus flujos de inversión en el exterior a 157,3 millones de euros en 2008, un 0,54 por 100 del total nacional.

La decisión de una empresa de invertir en el exterior es una opción estratégica que ha de asociarse a niveles elevados de internacionalización de la empresa, ya que su viabilidad depende de la obtención de una significativa experiencia internacional, desarrollada habitualmente a través de un proceso de aprendizaje gradual y acumulativo (Johanson y Vahlne, 1977 y 2009). La empresa adquiere capacidades competitivas al participar de

CUADRO 9

DISTRIBUCIÓN POR COMUNIDAD AUTÓNOMA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS INVERSORAS EN EL EXTERIOR, 2005-2007

	2005		2006		2007	
	No ETVE	ETVE	No ETVE	ETVE	No ETVE	ETVE
Andalucía	34	2	46	2	32	2
Aragón	49	2	32	2	12	2
Cantabria	7	0	10	0	3	0
Castilla y León	31	1	16	0	25	0
Castilla-La Mancha	4	0	7	0	14	1
Cataluña	429	8	406	14	342	20
Comunidad de Madrid	434	38	449	41	437	52
Comunidad de Valencia	102	2	85	1	89	2
Extremadura	9	0	7	0	11	0
Galicia	63	0	75	0	58	0
Islas Baleares	18	0	36	1	16	1
Islas Canarias	8	5	8	4	5	6
La Rioja	3	0	2	0	2	0
Navarra	16	0	15	0	9	0
País Vasco	70	8	92	11	69	9
Principado de Asturias	8	0	9	0	5	1
Región de Murcia	17	0	11	0	27	1
Total nacional	**1.302**	**66**	**1.306**	**76**	**1.156**	**97**

FUENTE: INTERES, a partir de datos del Registro de Inversiones Exteriores, 2008. Elaboración propia.

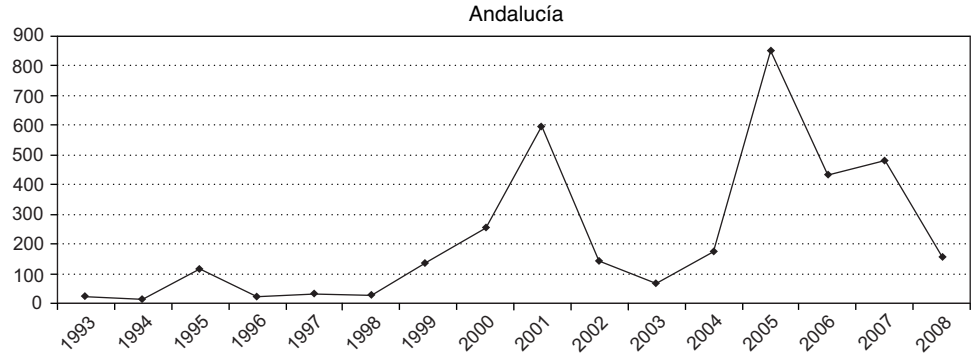
los beneficios de la apertura internacional y consigue experiencia, seguridad y conocimientos sobre la operativa internacional a medida que la firma asienta su posición en el extranjero. Así pues, la propia senda internacional seguida por la empresa en el pasado explica buena parte de sus capacidades, y condiciona el marco de sus posibles opciones futuras. Por lo tanto, y de acuerdo con los argumentos aludidos, el reducido volumen de inversión que orienta el sistema productivo andaluz hacia los mercados internacionales responde fielmente a la escasa experiencia internacional de sus empresas.

Año tras año el número de empresas exportadoras regulares de la Comunidad Andaluza ha venido creciendo progresivamente, siendo en 2007 más de 3.800 empresas, un 9,88 por 100 del total nacional, según la información publicada en 2009 por la Secretaría de Estado de Comercio. No obstante, son una minoría, solo 32 compañías andaluzas de un total de 1.156 españolas, las que consiguen en 2007 protagonizar un flujo de inversión directa en el extranjero, con el objetivo de aprovechar las capacidades competitivas de las que parte la firma y las posibilidades que les brindan los distintos mercados exteriores en los que deciden localizarse, tal y como se deduce de la información estadística del Cuadro 9.

Las cifras referidas no muestran fielmente la importancia y dinamismo de las empresas multinacionales andaluzas en los últimos años. La inversión directa emitida por Andalucía se encuentra distribuida entre un número mayor de empresas que en otras comunidades, la mayoría de pequeña y mediana dimensión, que tras una primera experiencia exportadora o actividad exploratoria, en el caso de los servicios, deciden posicionarse en los mercados de destino, en el marco de una creciente implicación internacional de la sociedad. Entre los años 2005 y 2007, cerca del 3 por 100 de las empresas españolas que invirtieron productivamente en el extranjero eran andaluzas, cuando el volumen

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR EMITIDA POR ANDALUCÍA, 1993-2008



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

de la inversión realizada por la comunidad autónoma en el exterior durante estos tres años no alcanza a representar el 0,7 por 100 del total nacional.

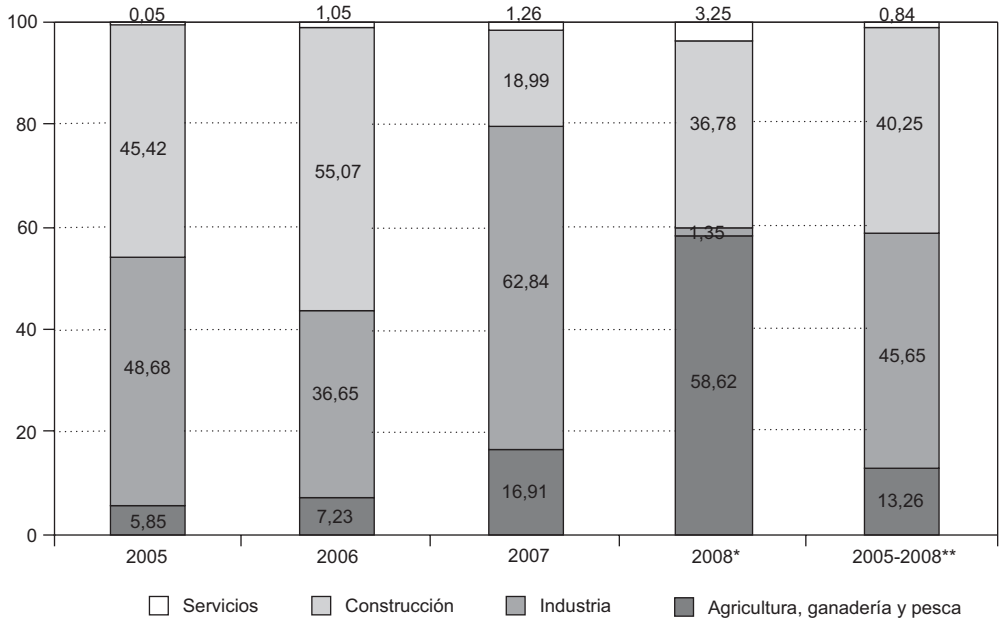
Con la inversión directa en el extranjero (IDEE) la empresa busca recursos (naturales y creados) o mercados por abastecer que permitan mejorar su eficiencia, asegurar su supervivencia y expansión. Se trata de un mecanismo complejo que no solo moviliza recursos financieros, sino también bienes materiales, tecnología, se producen conexiones con mercados distantes geográficamente y se generan nuevas capacidades empresariales. Este conjunto de factores se combinan con elementos de localización de los países de destino, difícilmente movibles, y en función de cómo se organice su articulación y su grado de competitividad y productividad se generará valor. En este contexto la empresa que invierte resulta ser un agente que asigna adecuadamente sus recursos a nivel internacional y la inversión directa puede verse como un complemento dinámico de desarrollo económico de los territorios, tanto receptores como emisores.

En el Gráfico 3 se muestra la evolución de la inversión andaluza en el exterior desde 1993. En estos 15 años la trayectoria de la inversión directa de Andalucía en el extranjero es relativamente parecida a la de España; a finales de los años noventa inicia una tendencia creciente, con altibajos, registrando valores máximos en 2005, año en el que los flujos de salida con origen en esta comunidad autónoma superan con creces a los de entrada, cifrando su valor en 849,48 millones de euros, un 2,78 por 100 del total nacional, cuando para el conjunto del período, 1993-2008, la inversión que las empresas andaluzas desarrollan en el extranjero representa el 0,77 por 100 del total nacional.

En el último año las difíciles circunstancias económicas internacionales han afectado negativamente a la inversión internacional, nacional y andaluza en el extranjero, que registran tasas de variación negativas de un 20, un 69,90 y un 67,41 por 100, respectivamente. La capacidad de las empresas para invertir se ha visto reducida por las condiciones restrictivas en los créditos que dificultan el acceso a los recursos financieros, la escasez de liquidez, menguantes beneficios empresariales y pesimistas perspectivas a corto plazo que justifican que muchas compañías hayan anunciado planes para disminuir la producción, despedir trabajadores y recortar gastos de capital, afectando negativamente a los proyectos de inversión, en general, y en el exterior, en particular. La percepción muy alta del nivel de riesgo lleva a las empresas a recortar sus programas de inversión para hacerse más resistentes a un deterioro adicional del clima de negocios, determinando la reducción de la inversión exterior de Andalucía, que se cifra,

GRÁFICO 4

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR EMITIDA POR ANDALUCÍA POR SECTORES DE ACTIVIDAD



NOTAS: * Previsto. ** Acumulado.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

en 2008, en 157,39 millones de euros, cuando, en 2007, sumó más de 482 millones de euros.

Por sectores, los flujos de inversión directa en el exterior de Andalucía no muestran una tendencia uniforme, siendo las actividades incluidas en el sector de la construcción las que acumulan más recursos en el conjunto de los últimos años, un 45,65 por 100 del total emitido por la región, concentrando 877,89 millones de euros, entre 2005 y 2008. Destaca, en segundo término, la industria con 774,05 millones, un 40,25 por 100; los servicios con 254,92 millones de euros (13,26 por 100) y la agricultura con 16,22 millones de euros (0,84 por 100). La estructura de la IDE andaluza presenta, sin embargo, claras divergencias con la que registra el conjunto de la economía española, en donde los servicios imponen su primacía frente al sector industrial, representando un 69,29 por 100 frente a 28,09 por 100 en 2008.

La distribución de la inversión exterior de Andalucía por sectores de actividad entre 2005 y 2008 responde, en cierta medida, a la propia dinámica de la actividad económica de la región (Gráfico 4). El protagonismo de la construcción, responsable de más del 13 por 100 del PIB andaluz en 2006 y 2007, y los beneficios acumulados por las empresas del sector en estos años, con tasas de variación anual para el excedente bruto de explotación del 21,33 y el 12,08 por 100 en 2005 y 2006, respectivamente, explican la actividad desarrollada por algunas de sus empresas en el exterior, fundamentalmente en el mercado inmobiliario y en construcciones especiales. Por su parte, la crisis de esta industria en 2008 justifica la contracción ocurrida en su proceso de internacionalización y la caída de los flujos emitidos, que se reducen un 99,30 por 100 en el último año.

Al desagregar la IDEE por tipos de actividad, a nivel de dos dígitos, según el Registro de Inversiones Exteriores,

CUADRO 10

INVERSIÓN BRUTA ANDALUZA EN EL EXTRANJERO SEGÚN SECTOR ECONÓMICO DE DESTINO*, 2005-2008 (NO ETVE)

	2005		2006		2007		2008**		2005-2008***	
	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total
Industria química	302.990	35,67	77	0,02	0	0,00	0	0,00	303.067	15,76
Fabricación de vehículos de motor, remolques	0	0,00	169.328	39,08	6	0,00	0	0,00	169.334	8,81
Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire	75.800	8,92	53.794	12,42	86.664	17,95	53.449	33,97	269.706	14,02
Construcción de edificios	327.325	38,53	9.817	2,27	48.533	10,05	1.936	1,23	387.611	20,16
Actividades de construcción especializada	86.196	10,15	148.966	34,38	254.926	52,79	188	0,12	490.274	25,49
Comer. mayor e interme. comercio, excepto vehículos motor	4.703	0,55	14.201	3,28	37.603	7,79	5.777	3,67	62.284	3,24
Actividades inmobiliarias	41.373	4,87	15.978	3,69	5	0,00	0	0,00	57.355	2,98
Otras actividades profesionales, científicas y técnicas	0	0,00	0	0,00	1	0,00	74.277	47,21	74.278	3,86

NOTAS: * Sólo aparecen las actividades que han recibido un 1 por 100 o más de la inversión acumulada en el conjunto del período. ** Previsto. *** Acumulado.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

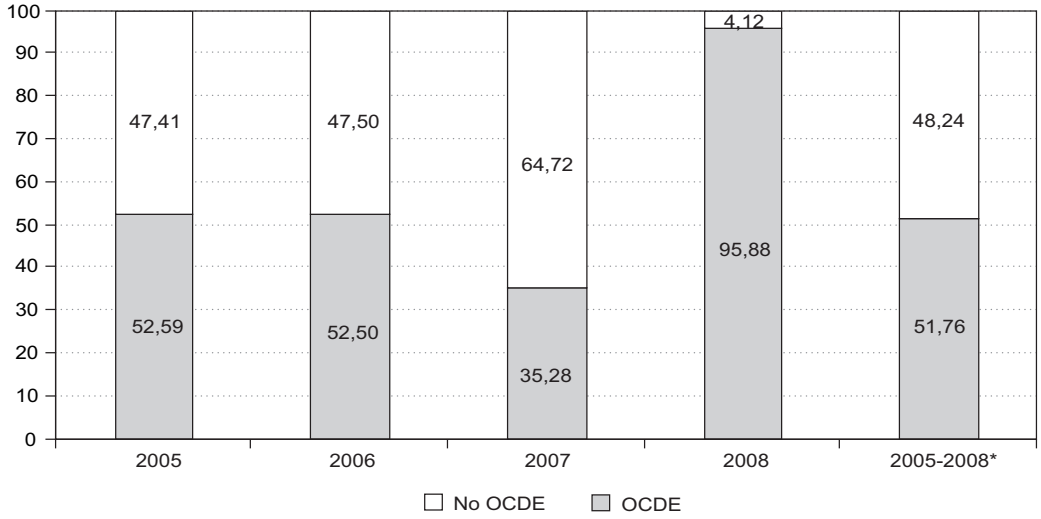
se advierte una clara concentración de la inversión andaluza en un número reducido de categorías, siendo solo 38 de un total de 99 (ver Cuadro A3 del Anexo) las que consiguen realizar este tipo de operación en los años que van de 2005 a 2008. Concretamente, ocho sectores de actividad —industria química, fabricación de vehículos de motor, remolques, suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire, construcción de edificios y actividades de construcciones especiales, comercio al por mayor e intermediación, actividades inmobiliarias y otras actividades profesionales, científicas y técnicas— acumulan el 90,17 por 100 de todos los flujos emitidos por la región en estos años y más del 89 por 100 de la inversión generada en cada uno de los ejercicios económicos considerados, a excepción de 2008.

En la mayoría de los casos se trata de operaciones puntuales, concentradas en un determinado ejercicio económico. Así, es en 2005 y en 2006 cuando la industria química y la de fabricación de vehículos de motor, remolques, respectivamente, realizan el grueso de su inversión en el extranjero, tal y como muestran los datos estadísticos del Cuadro 10. La inversión protagonizada por la industria de suministro de energía, gas, vapor y aire, y construcciones especiales, concretamente la construcción de instalaciones eléctricas, registra, por su parte, una tendencia distinta, manteniendo cierta continuidad a lo largo del período de estudio, que evidencia el interés constante de las empresas del sector por aprovechar las ventajas que ofrecen los mercados exteriores.

Las actividades primaria y de servicios, responsables del 4,2 y el 64,1 por 100 del PIB andaluz en 2008, presentan, sin embargo, una escasa proyección internacional a través de la inversión directa en el extranjero. De hecho, sorprende el escaso peso de las actividades agrícolas y, en el sector terciario, de la hostelería (servicios de alojamiento, comidas y bebidas) en las que la región presenta una clara especialización productiva que se debería aprovechar pa-

GRÁFICO 5

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN EL EXTERIOR EMITIDA POR ANDALUCÍA POR GRUPOS DE PAÍSES, 2005-2008



NOTA: * Acumulado.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

ra posicionarse en mercados exteriores que ofrecen ventajas de localización, lo que permitiría obtener una mayor eficiencia que podría favorecer el logro de ganancias de competitividad a nivel internacional.

Por zonas geográficas, son los países de mayor nivel de desarrollo, incluidos en el agregado de la OCDE, los que más volumen de inversión andaluza acumulan entre 2005 y 2008, el 51,76 por 100, recibiendo financiación por valor de 446,72 millones de euros en 2005, y de 227,48 y 170,35 millones de euros en 2006 y 2007, respectivamente. En 2008, el deterioro del clima de negocios internacional determina que las empresas andaluzas concentren sus inversiones en los mercados de la OCDE, que ofrecen una mayor estabilidad y confianza al inversor, dirigiendo un 95,88 por 100 de sus flujos hacia este agregado de países, siendo Estados Unidos y Portugal destino del 49,24 y el 36,89 por 100, respectivamente, del total de la inversión emitida (Gráfico 5 y Cuadro 11).

En el conjunto del período, Brasil y Portugal son, con diferencia, los mercados de destino prioritarios, en los que se materializan proyectos que concentran un 40,80 y un 30,20 por 100 de toda la inversión que Andalucía realiza en el exterior entre 2005 y 2008. Sorprende, asimismo, la elevada inversión que en 2006 protagoniza la región en República Checa, por un valor de 169,3 millones de euros. Otros mercados significativos, con una cuota superior al 1 por 100, son Estados Unidos, Países Bajos, Marruecos, Argelia y los paraísos fiscales de Gibraltar y Luxemburgo.

5. Análisis comparativo de la inversión directa extranjera en Andalucía y la inversión directa andaluza en el exterior

Del análisis de la comparación de las características de los flujos de entrada y de salidas de inversión en Andalucía (Cuadro 12) podemos observar algunos hechos que mostramos a continuación. Las empresas foráneas invierten en Andalucía en mayor medida en el sector servicios, mientras que las andaluzas lo hacen en otros países en la construcción y en la industria. En el caso del sector in-

CUADRO 11

INVERSIÓN BRUTA ANDALUZA EN EL EXTRANJERO SEGÚN PAÍS DE DESTINO*, 2005-2008 (NO ETVE)

	2005		2006		2007		2008		2005-2008**	
	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total	Efectivo miles de euros	% sobre el total
Estados Unidos . . .	123,63	0,01	254,95	0,06	16.069,76	3,33	77.494,31	49,24	93.942,65	4,88
Portugal	399.461,83	47,02	35.447,93	8,18	87.870,01	18,19	58.060,00	36,89	580.839,77	30,20
Países Bajos	3.723,88	0,44	8.091,40	1,87	29.994,25	6,21	2.007,02	1,28	43.816,55	2,28
Brasil	393.601,36	46,33	148.764,49	34,33	242.000,00	50,11	304,81	0,19	784.670,66	40,80
Marruecos.	1.560,55	0,18	472,20	0,11	18.627,11	3,86	18,36	0,01	20.678,22	1,08
Gibraltar	0,00	0,00	0,14	0,00	26.002,78	5,38	0,68	0,00	26.003,60	1,35
Luxemburgo	36.000,00	4,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	36.000,05	1,87
Argelia	0,00	0,00	26.626,36	6,15	0,00	0,00	0,00	0,00	26.626,36	1,38
República Checa . .	0,00	0,00	169.327,55	39,08	156,31	0,03	0,00	0,00	169.483,86	8,81
Resto del mundo . .	15.011,86	1,77	44.299,61	10,22	62.217,43	12,89	19.506,24	12,39	141.035,14	7,33
Total	**849.483**	**100,00**	**433.285**	**100,00**	**482.938**	**100,00**	**157.391**	**100,00**	**1.923.096,86**	**100,00**

NOTA: * Sólo aparecen los países que han recibido un 1 por 100 o más de la inversión acumulada en el conjunto del período. ** Acumulado.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

dustrial, las actividades más receptoras de capital extranjero son las de demanda y contenido tecnológico bajo, tales como la extracción de minerales metálicos y fabricación de bebidas, donde los inversores extranjeros van buscando factores de localización básicos como recursos naturales y mano de obra barata. Sin embargo, la inversión de las empresas andaluzas en el exterior se dirige, con mayor intensidad, a actividades de demanda y contenido tecnológico medio como la industria química o fabricación de vehículos —sectores que han sido tradicionalmente importantes receptores de capital extranjero en nuestro país (ver Muñoz-Guarasa, 1999)—. Esto puede mostrar la mejora en las ventajas de propiedad que han ido logrando las empresas residentes pertenecientes a estos sectores. En el caso de los servicios hay que destacar que, siendo la hostelería española/andaluza un sector de gran competitividad, muestra un importante atractivo para el capital extranjero en la región andaluza, mientras que, por el contrario, la inversión de las empresas hoteleras andaluzas en el exterior es poco considerable. Este hecho puede ser interpretado como que las compañías multinacionales vienen a Andalucía buscando diferentes factores de localización como activos estratégicos (tecnología, capacidades organizativas, mercados) o recursos físicos (costas, sol, patrimonio histórico, etcétera), mientras que las empresas locales, quizá, no han desarrollado aún las ventajas de propiedad suficientes para instalarse en otro país y explotar su *know how*. Por último, hay que destacar que los principales países que invierten en Andalucía tienen un nivel de desarrollo superior, mientras que las empresas andaluzas invierten, en su mayor parte, en países con menor nivel de desarrollo, de acuerdo con la teoría de la inversión internacional de Dunning.

El Gráfico 6 muestra los flujos de inversión extranjera en Andalucía y los de inversión andaluza en el exterior desde 1993 a 2009, que nos permitirán vislumbrar las diferencias o similitudes entre la evolución de ambos.

Andalucía ha sido tradicionalmente receptora neta de capital extranjero, tal como ha ocurrido en el conjunto de la economía española. Sin embargo, a partir de 2005, la inversión andaluza en el exterior ha logrado superar a la inversión foránea recibida en la región, de igual forma que

CUADRO 12

CARACTERIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN EXTERIOR EN ANDALUCÍA, 2005-2008

Inversión extranjera en Andalucía	%	Inversión andaluza en el exterior	%
Distribución sectorial		Distribución sectorial	
Agricultura	3,49	Agricultura	0,84
Industria	22,90	Industria	40,25
Construcción	26,45	Construcción	45,65
Servicios	47,15	Servicios	13,26
Principales actividades por sectores		Principales actividades por sectores	
Industria:		Industria:	
Extracción de minerales metálicos	7,53	Industria química	15,76
Fabricación de bebidas	5,41	Fabricación de vehículos	8,81
Construcción:		Construcción:	
Construcción de edificios	25,64	Construcción de edificios	20,16
		Actividades de construcción especializada	25,49
Servicios:		Servicios:	
Telecomunicaciones	4,33	Comercio	3,24
Servicios de alojamiento	3,95	Actividades inmobiliarias	2,98
Actividades inmobiliarias	23,82	Actividades profesionales	3,81
Principales grupos de países		Principales grupos de países	
Países de la OCDE	72,6	Países de la OCDE	51,76
Resto del mundo	27,4	Resto del mundo	48,24
Principales países		Principales países	
Países Bajos	28,19	Portugal	30,20
Reino Unido	9,85	Brasil	40,80
Luxemburgo	9,19	República Checa	8,81
Alemania	6,33		
Francia	5,09		
Suiza	4,46		

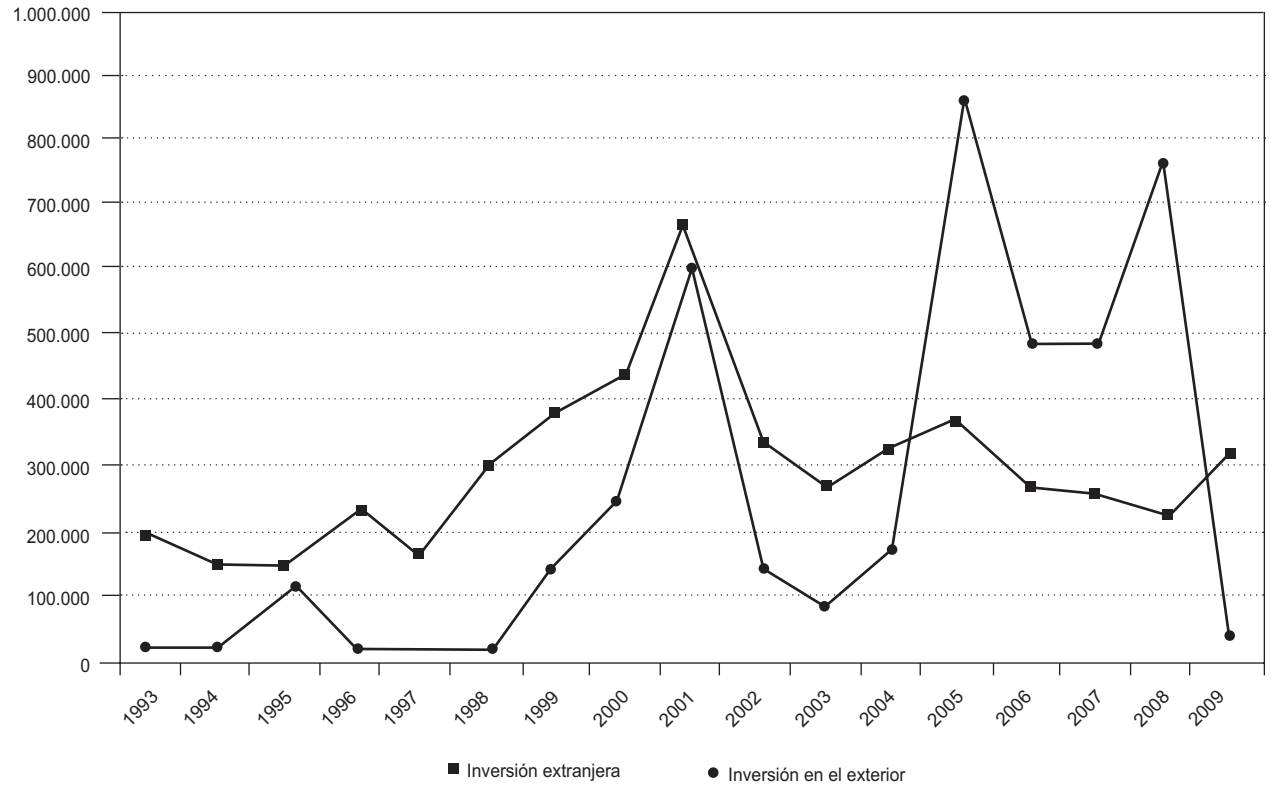
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

ha ocurrido a nivel nacional. La trayectoria de la primera ha sido similar a la de la segunda, pero a partir de 2005 la inversión en el exterior logra alcanzar volúmenes muy considerables, mientras que la inversión extranjera sufre un gran estancamiento e incluso una caída en los últimos años, lo que justifica que las salidas superen a las entradas los años 2005, 2006, 2007 y 2008. En el último año, la trayectoria se invierte, puesto que las salidas caen fuertemente, mientras que las entradas muestran un ligero aumento.

La teoría de desarrollo internacional de la inversión directa extranjera (*Investment Development Path, IDP*) (Dunning, 1986 y 1993; Narula, 1996 y Dunning y Narula, 1996) propone una relación entre el nivel de desarrollo de un país y el tipo de inversión directa que emite y recibe y establece cinco fases o etapas de desarrollo. En este sentido, el grado de desarrollo del país influye en las ventajas competitivas y de localización y en su dinámica a lo largo del tiempo, y por ende, en la capacidad de invertir en el exterior y recibir inversión de fuera. De acuerdo con este mo-

GRÁFICO 6

FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN ANDALUCÍA E INVERSIÓN ANDALUZA EN EL EXTERIOR (En miles de euros)



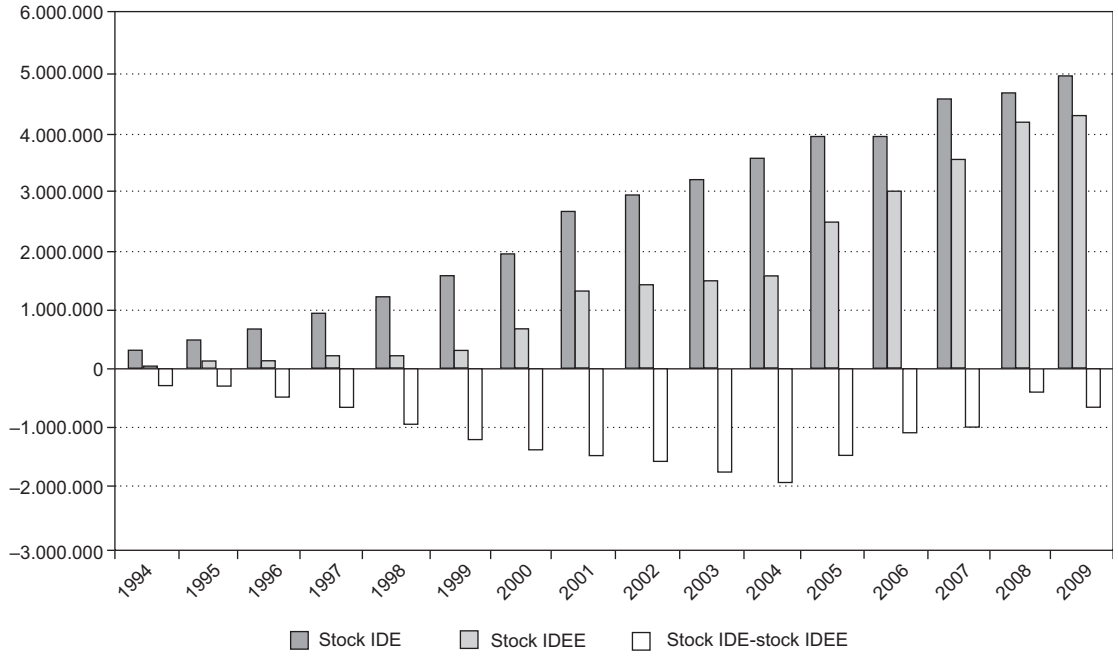
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

delo en la primera fase se encuentran los menos desarrollados, que reciben un volumen muy escaso de inversión extranjera (por falta de ventajas de localización o basadas en factores básicos) y la inversión directa en el exterior es casi nula (por ausencia de ventajas de propiedad de las empresas nacionales), lo que da lugar a un nivel de posición de inversión internacional negativo[10], pero de escasa cuantía. En la segunda la IDE aumenta de forma importante y la IDEE crece, pero poco. En la tercera la IDEE crece más que la IDE, como consecuencia de un freno en el crecimiento de esta última o un espectacular aumento de la primera que reduce el saldo negativo de la posición inversora (que puede ser cercana a cero). En esta fase se van desarrollando o fortaleciendo las ventajas de propiedad de las empresas locales que crean un marco de mayor competencia para las compañías extranjeras. En la cuarta fase la IDEE supera a la IDE y la posición se hace cada vez más positiva. Las empresas domésticas compiten en igualdad de condiciones que las foráneas. Las ventajas de propiedad de las empresas locales siguen aumentando, lo que les permite entrar fácilmente en otros países y las ventajas de localización del

[10] La posición inversora neta viene determinada por la diferencia entre el stock de inversión directa emitida y el *stock* de inversión directa recibida por el país.

GRÁFICO 7

***STOCK* DE INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA EN ANDALUCÍA Y *STOCK* DE INVERSIÓN ANDALUZA EN EL EXTERIOR**
(En miles de euros)



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

país se basan en factores creados. En esta etapa se encontrarían los países de reciente industrialización o desarrollo (*late investors*). Por último, la quinta etapa, donde se encuentran los países más desarrollados, puede presentar posiciones positivas o negativas, pero con una cierta tendencia al equilibrio. De acuerdo con Durán y Úbeda (2005b, pág. 32), la evidencia empírica ha puesto de manifiesto que en realidad el elemento característico diferenciador de este grupo de países, con respecto a los pertenecientes a los de la cuarta fase, es el crecimiento exponencial de su stock de inversión directa en el exterior durante un período de tiempo continuado y no el signo negativo de la posición neta inversora.

Durán y Úbeda (2009) aplican esta teoría a las diferentes comunidades autónomas españolas en el período 1993-2008 y señalan que se puede situar a Andalucía en la tercera fase de la senda internacional de la IDE[11]. En el año 2009 la posición neta sigue siendo negativa (–670.171,28 miles de euros) como consecuencia de la superioridad de la IDE (4.912.742,11 miles de euros) sobre la IDEE (4.242.570,83 miles de euros). España, por su parte, se incorporó a la cuarta etapa de desarrollo en la segunda mitad de la década de 1990 cuando claramente mostró una alta tasa de crecimiento sostenido de inversión directa emitida hacia el exterior y pasó a disponer de una masa crítica de stock de esta clase de inversión (Gráfico 7).

[11] En esta misma fase se encontrarían también Comunidad Valenciana, Castilla y León y Castilla-La Mancha.

Tanto el incremento de la entrada de inversión extranjera como la capacidad de generación de empresas multinacionales son síntomas de mejora de la competitividad de la empresa andaluza (Durán y Úbeda, 2009, pág 106). El crecimiento medio experimentado por la IDE, en el período 1993-2009, ha sido del 2,95 por 100 y el de la IDEE ha sido del 4,4 por 100. Este crecimiento positivo debe interpretarse, pues, como una mejora de la competitividad de la economía andaluza y una mejora de la competitividad de las empresas situadas en dicha región y para ello ha sido necesaria una mejora en las ventajas de localización de la región y en las ventajas de propiedad de estas empresas. No obstante, aunque se han producido estos avances, es necesario seguir insistiendo en los mismos, puesto que el paso a la 4 y 5 fase, donde se encuentran los países más desarrollados, requiere aún una superioridad en ambas ventajas. Especialmente se tendrá que fomentar las ventajas de localización basadas en factores creados como tecnología, infraestructuras de las comunicaciones y telecomunicaciones, cualificación de la población, etcétera.

6. Conclusiones

En los próximos años es de esperar un comportamiento negativo de la inversión extranjera en Andalucía de acuerdo con lo que está aconteciendo a nivel nacional e internacional. La crisis económica actual está afectando especialmente a los países desarrollados, que son nuestros principales inversores, por lo que hay que pensar que los planes de inversión de los mismos se ralentizarán. A la situación general de crisis hay que añadir el problema interno de la caída en el sector de la construcción que repercutirá muy negativamente en los flujos de inversión extranjera en Andalucía, dado que el peso de los flujos en ese sector sobre el total regional ha sido enormemente elevado en estos últimos años —muy superior al de la economía española— e igualmente el de las inmobiliarias.

Por otra parte, desde las últimas décadas se viene produciendo un proceso de deslocalización de empresas multinacionales a nivel mundial. Este fenómeno viene propiciado por diferentes factores entre los que hay que destacar: la globalización, que ha llevado consigo un marco de mayor competencia entre las empresas; el desarrollo de estrategias de fragmentación de los procesos de producción que ha sido facilitado por las nuevas tecnologías de la información y que lo han posibilitado no solamente en las actividades industriales, sino en las de servicios, que antes tenían grandes dificultades para la internacionalización; la aparición de zonas de grandes ventajas competitivas para la localización de las empresas como India o China. De otro lado, las fases de crisis económicas aceleran el traslado de multinacionales hacia zonas con mayores ventajas de localización que les permitan ser más competitivas, por lo que en la actualidad este proceso podría estar siendo más intenso. Andalucía no ha permanecido ajena a la deslocalización, tal como han puesto de manifiesto algunos casos como Delphi. Por todo esto, e independientemente del alcance y los efectos que la misma ha podido tener en la región, es necesario establecer las medidas adecuadas para que no solo las empresas extranjeras se sitúen en Andalucía, sino para que las que ya están instaladas se mantengan. Para ello sería necesario conservar y mejorar los factores de localización de los que goza la región y crear otros que fueran demandados. Por ejemplo, mejorar la cualificación, las infraestructuras de comunicaciones y telecomunicaciones, el desarrollo tecnológico, crear un marco laboral que evite la conflictividad de los trabajadores.

Asimismo, algunas medidas concretas que podrían adoptase son las siguientes:

a) Incentivar la inversión extranjera en el sector servicios, en consonancia con la demanda internacional. Especialmente, servicios avanzados o intensivos en conocimiento, es decir, algunos servicios empresariales y servicios relacionados con las nuevas tecnologías de la información[12]. Igualmente sería necesario también incen-

[12] Telecomunicaciones, programación, consultoría y otras actividades relacionadas, servicios de información, actividades jurídicas y de contabilidad, actividades sedes centrales, actividades consultoría de gestión, servicios técnicos arquitectura e ingeniería, investigación y desarrollo, publicidad y estudios de mercado, otras actividades profesionales, científicas y técnicas.

tivar la inversión foránea en las industrias de demanda y contenido tecnológico alto que proporcionan mayor valor añadido, tales como las relacionadas con la biotecnología, el medio ambiente, las energías renovables, etcétera.

b) Intentar diversificar la inversión por países, centrando los esfuerzos en la promoción en algunos que pudieran ser más idóneos, entre los que podrían encontrarse, por ejemplo, los países nórdicos como Suecia, Noruega o Dinamarca que no son importantes inversores en nuestra región y que podrían tener grandes posibilidades, debido a su especialización y a su desarrollo tecnológico.

c) Establecimiento de un programa específico de fomento de la inversión extranjera a través de las entidades públicas que tengan encomendadas estas funciones, mediante el cual se promocione, se informe a las empresas foráneas y, en general, se pongan los instrumentos necesarios para canalizar las mismas hacia la región andaluza. En este sentido es primordial la realización de estudios específicos sobre la inversión extranjera en Andalucía, puesto que facilitaría la toma de decisiones por parte de las instituciones regionales. Así, por ejemplo, el análisis de los factores de localización permitiría la confección de un catálogo de atractivos que incentivara a las empresas foráneas a implantarse en esta región. Igualmente, la realización de análisis sectoriales permitiría poner de manifiesto las ventajas competitivas que ofrecen algunas de las actividades del entramado productivo andaluz.

Con relación a los flujos de inversión de Andalucía en el exterior, si hubiera que destacar una característica ninguna sería más adecuada que su reducida dimensión y escasa importancia relativa. Dos factores han contribuido a esta situación. En primer lugar, la reducida orientación exterior que presenta la economía andaluza, que destina a los mercados internacionales el 11,21 por 100 de su producción final en 2008, cuando el conjunto de la economía española exporta productos primarios y manufacturas por valor de 188.184,4 millones de euros, un 17,18 por 100 del PIB. Y, una segunda, el predominio entre las empresas andaluzas de entidades de pequeña y mediana dimensión que no cuentan con los recursos humanos y financieros suficientes para avanzar en su proceso de internacionalización, invirtiendo fuera de las fronteras nacionales. Por lo tanto, para aumentar la inversión andaluza en el exterior sería necesario mejorar las ventajas de propiedad de las empresas regionales, especialmente las relacionadas con el mayor tamaño y con la mayor formación de los empleados, no solo de los *blue collar*, sino también, y lo que es más importante, de los *white collar*.

La situación descrita exige instrumentar diferentes actuaciones que ayuden a corregirla. En este sentido, conviene articular medidas dirigidas, en primer lugar, a facilitar información sobre posibles mercados de destino de la inversión y oportunidades de negocio, que ayuden a la empresa en la toma de decisiones. En segundo término, conviene propiciar el contacto con socios comerciales en el país de destino, que favorezca el desarrollo de acuerdos de colaboración, alianzas estratégicas y joint venture, contribuyendo a crear empresas andaluzas de dimensión internacional. Además, resulta prioritario seguir apostando por la formación, con diferentes programas, especialmente las becas, que aseguran una adecuada capacitación a los jóvenes andaluces que en el futuro trabajarán en empresas de la región, contribuyendo a la internacionalización de las mismas.

En el desarrollo de las actuaciones propuestas resulta prioritaria la puesta en marcha de convenios de colaboración con instituciones de ámbito nacional que ya vienen trabajando en este sentido.

Referencias bibliográficas

[1] ALONSO, J. A. y DONOSO, V. (1994): «Capital extranjero y empresa exportadora», en *La competitividad de la empresa exportadora española*, Instituto Español de Comercio Exterior, Madrid, pp. 265-302.

[2] ÁLVAREZ CARDEÑOSA, M. (2003): «España en la senda de desarrollo de la inversión directa», *Revista Asturiana de Economía*, núm. 26, pp. 87-102.

[3] BUCKLEY, P. y CASSON, M. (1976): *The Future of the MNE*, MacMillan, Londres.

[4] BUIGUES, P. y JACQUEMIN, A. (1992): «Inversión extranjera directa y exportaciones en el Mercado Común: Aspectos teóricos, empíricos y de política económica», *Moneda y Crédito*, núm. 194, pp. 59-106.

[5] CASSON, M. (1979): *Alternatives to MNE*, MacMillan, Londres.

[6] CASSON, M. (1982): «Transactions costs and the Theory of the MNE», en RUGMAN, A. M. (ed.), St. Martin's Press, Nueva York.

[7] CASTILLO, J.; DOMINGO, T. y ROCA, A. (1998): «Factores determinantes de la localización de la IDE en las regiones españolas: Un análisis de panel», *I Encuentro de Economía Aplicada*, Barcelona.

[8] CAVES, R. (1971): «International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment», *Economica*, núm. 38, pp. 1-27.

[9] CERVIÑO, J. y RIVERA, J. (2007): «La globalización de las marcas españolas: liderazgo y notoriedad internacional», Información Comercial Española. *Revista de Economía*, núm. 839, noviembre-diciembre, pp. 121-139.

[10] COASE, R. (1937): «The Nature of the Firm», *Economica*, núm. 4, pp. 386-405.

[11] DOMINGO SEGARRA, T. y GARCÍA ALCOBER, M. (2006): «Filiales de empresas extranjeras españolas: un análisis de sus diferencias para el año 2000», *IX Encuentro de Economía Aplicada*, 8-10 junio, Jaén.

[12] DUNNING, J. H. (1977): «Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an EclecticApproach», en OHLIN, B.; HESSELBORN, P y WISKMAN, P. (eds.), *The International Allocation of Economic Activity, Mac-millam*, Londres, pp. 395-419.

[13] DUNNING, J. H. (1986): «The Investment Development Cycle Revisited», *Weltwirtshaftlicher Archive*, núm. 122, pp. 667-677.

[14] DUNNING, J. H. (1988): *Explaining International Production*, Unwin Hyman, Londres.

[15] DUNNING, J. H. (1993): *Global Business: The Challenge of 1990*, Routledge, Londres y Nueva York.

[16] DUNNING, J. H. (1996): *Foreign Direct Investment and Governments*, Routledge, Londres y Nueva York.

[17] DUNNING, J. H. y NARULA (1996): *Foreign Direct Investment and Governments*, Routledge, Londres y Nueva York.

[18] DURÁN, J. J. (2002): «Estrategias de localización y ventajas competitivas de la empresa multinacional española», Información Comercial Española. *Revista de Economía*, núm. 799, abril-mayo, pp. 41-53.

[19] DURÁN, J. J. (2004): «Empresa multinacional e inversión directa española en el exterior», *Unversia Business Review*, núm. 3, pp. 114-123.

[20] DURÁN, J. J. y ÚBEDA, F. (2005a): «The Investment Development Path of Newly Developed Countries», *International Journal of the Economics of Business*, núm. 12 (1), pp. 123-137.

[21] DURÁN, J. J. y ÚBEDA, F. (2005b): «La senda de desarrollo de la inversión directa en el exterior por comunidades autónomas», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 825, septiembre-octubre, pp. 31-47.

[22] DURÁN, J. J. y ÚBEDA, F. (2009): «Inversión directa y empresa multinacional en Andalucía», *Revista de Estudios Regionales*, segunda época, núm. 2, pp. 99-116.

[23] EGEA, M. P. y LÓPEZ, C. (1991): «Un estudio sobre la distribución geográfica de la inversión directa extranjera en España», I*nformación Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 696-697, agosto-septiembre, pp. 105-118..

[24] GROSE, R. E. (1980): *Foreign Investment Codes and the Location of Direct Investment*, Praeger Publishers, Nueva York.

[25] HYMER, S. (1976): *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Mit Press, Cambridge.

[26] INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (2006): «Los intangibles de la internacionalización empresarial: innovación, cultura y capital humano», *Información Comercial Española*. Revista de Economía, núm. 830, mayo-junio.

[27] JOHANSON, J. y VAHNLE, J. E. (1977): «The Internationalization Process of Firms. A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commit-ments», *Journal of International Business Studies*, núm. 8, pp. 23-32.

[28] JOHANSON, J. y VAHNLE, J. E. (2009): «The Uppsala Internationalization Process Model Revisited – From Liability of Foreignness to Liability of Outsidership, J*ournal of International Business Studies*, núm. 40 (9), pp. 1411-1431.

[29] JOHNSON, J. (1970): «The Efficiency and Welfare Implications of the International Corporations», enKindlerberger, C.P. (ed.), *The International Corporations*, Mit Press, Cambridge, Massachusetts.

[30] JORDÁ, R. y RUIZ, F. (2009): «La internacionalización de las empresas innovadoras andaluzas, mecanismos, evolución, fases y variables clave», *Cuadernos de Geografía*, núm. 85, pp. 23-54.

[31] KINDLERBERGER, C. P. (1969): *American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment*, Yale University Press, New Haven.

[32] MARTÍN ARMARIO, J. (2004): «Formas de entrada en los mercados exteriores: una investigación en las PYMES andaluzas», *Boletín Económico de ICE*, núm. 2.823, del 8 al 14 de noviembre, pp. 33-48.

[33] MARTÍN, C. y VELÁZQUEZ, F. J. (1996): «Una estimación de la presencia de capital extranjero en la economía española y algunas de sus consecuencias», *Papeles de Economía Española*, núm. 66, pp. 160-175.

[34] MERINO DE LUCAS, F. y SALAS FUMÁS, V. (1996): «Diferencias de eficiencia entre empresas nacionales y extranjeras en el sector manufacturero», *Papeles de Economía Española*, núm. 66, pp. 191-208.

[35] MUÑOZ-GUARASA, M. (1999): La inversión directa extranjera en España: factores determinantes, Civitas, Madrid.

[36] MUÑOZ-GUARASA, M. (2001): «La inversión directa extranjera en las actividades de servicios de la economía española», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 794, octubre, pp. 123-135.

[37] MUÑOZ-GUARASA, M. (2002): «Factores de localización de la inversión directa extranjera en Andalucía», *Revista de Estudios Regionales*, núm. 62, pp. 171-187.

[38] MUÑOZ GUARASA, M. (2004): «Destino sectorial de la inversión directa extranjera en Andalucía. ¿Un comportamiento diferencial», *Revista de Estudios Empresariales*, núm. 10, pp. 225-244.

[39] MUÑOZ-GUARASA, M. y ALCALÁ OLID, F. (2007): «Dinámica en el proceso de internacionalización de los servicios. El caso español», *Boletín Económico de ICE*, núm. 2.924, del 21 al 31 de octubre, pp. 41-59.

[40] MYRO, R. (2008): *Deslocalización de actividades y empresas en las industrias regionales españolas*, Servicio de Estudios Cajasol.

[41] NARULA, R. (1996): *Multinational Investment and Economic Structure. Globalisation and Competitiveness*, Routledge, Londes y Nueva York.

[42] PELEGRÍN SOLÉ, A. (2002): «Inversión extranjera directa. Factores determinantes de la localización regional», *Papeles de Economía Española*, núm. 93, pp. 122-134.

[43] RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, C. (2005): «Un análisis comparado de la inversión extranjera directa efectiva y potencial de las regiones españolas», *Revista de Estudios Regionales*, núm. 73, pp. 13-41.

[44] RODRÍGUEZ, X. A.; PALLAS, J. y FERNÁNDEZ, X. (2007): «La inversión extranjera directa en Galicia. Situación actual y estrategias de futuro», *Revista Galega de Economía*, núm. 16, p. 2.

[45] RUGMAN, A. (1981): *Inside the Multinationals: The Economics of International Markets*, Columbia University Press, Nueva York.

[46] RUGMAN, A. (1983): «The Comparative Performance of U.S. and Europea MNE 1970-1979», *Management International Review*, vol. 23, núm. 4, pp. 4-13.

[47] SERRANO ROBLES, E. (2006): «La inversión española en el extranjero (1993-2006) origen regional: análisis y evolución», *Working Paper*, Universidad Autónoma de Barcelona. http://www.um.es/ixcongresoaehe/pdfB5/La%20inversion%20espa%F1ola.pdf.

ANEXO

CUADRO A1

DISTRIBUCION DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (En %)

	2005	% sobre el total	2008	% sobre el total
Andalucía	307.848	2,24	206.094	0,71
Aragón	57.091	0,42	99.062	0,34
Cantabria	1.095	0,01	72.853	0,25
Castilla y León	24.039	0,18	45.763	0,16
Castilla-La Mancha	30.013	0,22	93.893	0,32
Cataluña	2.212.260	16,13	2.137.851	7,37
Comunidad de Madrid	3.959.819	28,87	23.906.925	82,39
Comunidad Valenciana	218.605	1,59	257.000	0,89
Extremadura	8.883	0,06	4.944	0,02
Galicia	205.362	1,50	23.396	0,08
Islas Baleares	211.976	1,55	531.336	1,83
Islas Canarias	26.737	0,19	20.838	0,07
La Rioja	3.798	0,03	391	0,00
Navarra	11.279	0,08	16.295	0,06
País Vasco	190.427	1,39	271.210	0,93
Principado de Asturias	8.288	0,06	6.974	0,02
Región de Murcia	41.549	0,30	189.768	0,65
Ceuta y Melilla	5.394	0,04	630	0,00
Sin asignar	6.193.760	45,15	1.131.726	3,90
Total	**13.718.224**	**100,00**	**29.016.949**	**100,00**

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

ANEXO (*continuación)*

CUADRO A2

DISTRIBUCION DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA DE DESTINO EN ANDALUCÍA*, 2005-2008

	2005	% sobre el total	2006	% sobre el total	2007	% sobre el total	2008	% sobre el total	Total 05-08	% total
01 Agricultura, ganadería, caza y serv. relacionados	*13.034*	*4,23*	*3.463*	*1,37*	*8.808*	*3,53*	*8.262*	*4,01*	*33.567*	*3,30*
02 Silvicultura y explotación forestal	0	0,00	33	0,01	0	0,00	33	0,02	66	0,01
03 Pesca y acuicultura	0	0,00	90	0,04	1.768	0,71	0	0,00	1.858	0,18
05 Extracción de antracita, hulla y lignito	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
06 Extracción de crudo de petróleo y gas natural	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
07 Extracción de minerales metálicos	*37.010*	*12,02*	*0*	*0,00*	*2.000*	*0,80*	*37.570*	*18,23*	*76.580*	*7,53*
08 Otras industrias extractivas	1	0,00	246	0,10	0	0,00	0	0,00	247	0,02
09 Actividades de apoyo a la industrias extractivas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	4	0,00	4	0,00
10 Industria de la alimentación	*3.619*	*1,18*	*6.897*	*2,73*	*12*	*0,00*	*552*	*0,27*	*11.079*	*1,09*
11 Fabricación de bebidas	*53.887*	*17,50*	*631*	*0,25*	*446*	*0,18*	*0*	*0,00*	*54.965*	*5,41*
12 Industria del tabaco	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
13 Industria textil	25	0,01	0	0,00	3	0,00	2	0,00	30	0,00
14 Confección de prendas de vestir	0	0,00	20	0,01	0	0,00	0	0,00	20	0,00
15 Industria del cuero y del calzado	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
16 Industria madera y corcho, excepto muebles, cestería	3	0,00	50	0,02	0	0,00	0	0,00	53	0,01
17 Industria del papel	0	0,00	0	0,00	2.500	1,00	0	0,00	2.500	0,25
18 Artes gráficas y reproducción de soportes grabados	16	0,01	3	0,00	1	0,00	2	0,00	21	0,00
19 Coquerías y refino de petróleo	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
20 Industria química	0	0,00	130	0,05	1.376	0,55	1.172	0,57	2.678	0,26
21 Fabricación de productos farmacéuticos	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
22 Fabricación de productos de caucho y plásticos	*0*	*0,00*	*6.203*	*2,45*	*5.190*	*2,08*	*0*	*0,00*	*11.393*	*1,12*
23 Fabricación de otros prod. minerales no metálicos	3	0,00	407	0,16	4.578	1,83	282	0,14	5.270	0,52
24 Metalurgia; fabricación productos, hierro, acero	0	0,00	0	0,00	0	0,00	1.155	0,56	1.155	0,11
25 Fabricación de prod. metálicos, excepto maquinaria	3	0,00	2.100	0,83	0	0,00	3	0,00	2.106	0,21
26 Fabricación de productos informáticos, electrónicos	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
27 Fabricación de material y equipo eléctrico	0	0,00	0	0,00	5.000	2,00	3.504	1,70	8.504	0,84
28 Fabricación de maquinaria y equipo N.C.O.P.	*0*	*0,00*	*25.480*	*10,07*	*0*	*0,00*	*2*	*0,00*	*25.482*	*2,51*
29 Fabricación de vehículos de motor, remolques	0	0,00	0	0,00	0	0,00	25	0,01	25	0,00
30 Fabricación de otro material de transporte	3	0,00	3	0,00	7.796	3,12	12	0,01	7.815	0,77
31 Fabricación de muebles	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
32 Otras industrias manufactureras	66	0,02	202	0,08	2	0,00	0	0,00	269	0,03
33 Reparación e instalación de maquinaria y equipo	4	0,00	1	0,00	50	0,02	0	0,00	55	0,01
35 Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire	*811*	*0,26*	*3.200*	*1,27*	*9.903*	*3,97*	*8.579*	*4,16*	*22.492*	*2,21*
36 Captación, depuración y distribución de agua	1	0,00	8	0,00	5	0,00	1	0,00	15	0,00
37 Recogida y tratamiento de aguas residuales	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
38 Recogida, tratamiento y eliminación de residuos	0	0,00	0	0,00	0	0,00	13	0,01	13	0,00
39 Actividades de descontaminación y otros servicios	3	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	3	0,00
41 Construcción de edificios	*95.560*	*31,04*	*58.065*	*22,96*	*72.804*	*29,18*	*34.164*	*16,58*	*260.592*	*25,64*
42 Ingeniería civil	1.470	0,48	2	0,00	2.640	1,06	16	0,01	4.128	0,41
43 Actividades de construcción especializada	60	0,02	51	0,02	16	0,01	4.011	1,95	4.138	0,41
45 Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas	130	0,04	78	0,03	4.366	1,75	4.829	2,34	9.402	0,93
46 Com. mayor e interm. de comercio, exc. veh. motor	*2.045*	*0,66*	*6.290*	*2,49*	*2.744*	*1,10*	*2.763*	*1,34*	*13.843*	*1,36*
47 Comercio al por menor, excepto vehículos de motor	*5.840*	*1,90*	*1.405*	*0,56*	*10.805*	*4,33*	*31*	*0,01*	*18.081*	*1,78*
49 Ttransporte terrestre y por tubería	28	0,01	3	0,00	3	0,00	100	0,05	134	0,01
50 Transporte marítimo y por vías navegables interiores	0	0,00	1	0,00	33	0,01	0	0,00	0	0,00

NOTA: * Aparecen en italic las actividades que han recibido un 1 por 100 o más de la inversión acumulada en el conjunto del período.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

ANEXO (*continuación)*

CUADRO A2 (*continuación)*

DISTRIBUCION DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA BRUTA EXCLUIDAS LAS ETVE SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA DE DESTINO EN ANDALUCÍA*, 2005-2008

	2005	% sobre el total	2006	% sobre el total	2007	% sobre el total	2008	% sobre el total	Total 05-08	% total
51 Transporte aéreo	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,001
52 Almacenamiento y actividades anexas al transporte	131	0,04	453	0,18	3.550	1,42	0	0,00	4.134	0,41
53 Actividades postales y de correos	0	0,00	0	0,00	3	0,00	0	0,00	3	0,00
55 Servicios de alojamiento	*22.170*	*7,20*	*1.323*	*0,52*	*9.620*	*3,86*	*7.021*	*3,41*	*40.133*	*3,95*
56 Servicios de comidas y bebidas	1.631	0,53	903	0,36	563	0,23	1.431	0,69	4.528	0,45
58 Edición	22	0,01	2	0,00	3	0,00	0	0,00	27	0,00
59 Activ. cinematográf., de vídeo y prog. de TV, grabación	5	0,00	6	0,00	3	0,00	8.075	3,92	8.089	0,80
60 Actividades de programación y emisión de radio y TV	6	0,00	2	0,00	0	0,00	0	0,00	8	0,00
61 Telecomunicaciones	*20*	*0,01*	*13*	*0,01*	*48*	*0,02*	*43.944*	*21,32*	*44.025*	*4,33*
62 Programación, consultoría, otras activ. relacionadas	798	0,26	3.837	1,52	703	0,28	1.066	0,52	6.403	0,63
63 Servicios de información	4	0,00	0	0,00	2.263	0,91	771	0,37	3.037	0,30
64 Serv. financieros, excepto seguros y fondos de pensión	5	0,00	3.033	1,20	0	0,00	5	0,00	3.043	0,30
65 Seguros, reaseguros. Fondos de pensión, excepto S.S.	0	0,00	3	0,00	0	0,00	0	0,00	3	0,00
66 Actividades auxiliares a los servicios financieros	14.692	4,77	26	0,01	110	0,04	157	0,08	14.985	1,47
68 Actividades inmobiliarias	*39.988*	*12,99*	*102.938*	*40,70*	*70.860*	*28,40*	*28.283*	*13,72*	*242.069*	*23,82*
69 Actividades jurídicas y de contabilidad	344	0,11	459	0,18	18	0,01	2	0,00	822	0,08
70 Activ. sedes centrales; activ. consultoría de gestión	*12*	*0,00*	*10.200*	*4,03*	*25*	*0,01*	*1.853*	*0,90*	*12.090*	*1,19*
71 Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería	1.772	0,58	47	0,02	1.912	0,77	2.083	1,01	5.815	0,57
72 Investigación y desarrollo	80	0,03	0	0,00	213	0,09	2	0,00	295	0,03
73 Publicidad y estudios de mercado	9.253	3,01	108	0,04	8	0,00	4	0,00	9.373	0,92
74 Otras actividades profesionales, científicas y técnicas	8	0,00	407	0,16	105	0,04	19	0,01	539	0,05
75 Actividades veterinarias	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
77 Actividades de alquiler	*1.069*	*0,35*	*8.623*	*3,41*	*6.836*	*2,74*	*3*	*0,00*	*16.532*	*1,63*
78 Actividades relacionadas con el empleo	3	0,00	0	0,00	2	0,00	0	0,00	5	0,00
79 Activ. agencias de viaje, operador turístico y reservas	2	0,00	816	0,32	6	0,00	0	0,00	824	0,08
80 Actividades de seguridad e investigación	0	0,00	2	0,00	1.621	0,65	0	0,00	1.623	0,16
81 Servicios a edificios y actividades de jardinería	33	0,01	29	0,01	3	0,00	65	0,03	130	0,01
82 Actividades administrativas de oficina	496	0,16	1.410	0,56	172	0,07	841	0,41	2.919	0,29
84 Administración Pública y Defensa; Seguridad Social	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
85 Educación	645	0,21	2	0,00	3	0,00	2.003	0,97	2.653	0,26
86 Actividades sanitarias	12	0,00	2.415	0,95	3.736	1,50	232	0,11	6.394	0,63
87 Asistencia en establecimientos residenciales	0	0,00	0	0,00	4	0,00	0	0,00	4	0,00
88 Actividades de servicios sociales sin alojamiento	13	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	13	0,00
90 Actividades de creación, artísticas y espectáculos	2	0,00	150	0,06	4	0,00	0	0,00	156	0,02
91 Actividades de bibliotecas, archivos, museos y otras	3	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	3	0,00
92 Actividades de juegos de azar y apuestas	6	0,00	60	0,02	131	0,05	342	0,17	539	0,05
93 Actividades deportivas , recreativas y de entretenimiento	996	0,32	576	0,23	4.147	1,66	803	0,39	6.522	0,64
94 Actividades asociativas	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
95 Reparación de ordenadores, efectos personales	3	0,00	3	0,00	0	0,00	0	0,00	6	0,00
96 Otros servicios personales	4	0,00	9	0,00	3	0,00	6	0,00	21	0,00
97 Actividades de los hogares como empleadores	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
98 Activ. en los hogares como prod. de bienes y servicios	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
99 Activ. de organizaciones y organismos extraterritoriales	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Total	307.848	100,00	252.916	100,00	249.523	100,00	206.094	100,00	1.016.380	100,00

NOTA: * Aparecen en italic las actividades que han recibido un 1 por 100 o más de la inversión acumulada en el conjunto del período.
FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

ANEXO (*continuación*)

CUADRO A3

INVERSIÓN BRUTA ANDALUZA EN EL EXTRANJERO SEGÚN SECTOR ECONÓMICO DE DESTINO (NO ETVE)

	2005	% sobre el total	% 2005/ 2004	2006	% sobre el total	% 2006/ 2005	2007	% sobre el total	% 2007/ 2006	2008*	% sobre el total	% 2008/ 2007	% 2008/ 2005
01 Agricultura, ganadería, caza y servicios relacionados	0	0,00	–100,00	3.842	0,89	–	2.716	0,56	–29,32	18	0,01	–99,32	–
02 Silvicultura y explotación forestal	467	0,05	–83,44	706	0,16	51,29	3.380	0,70	378,93	5.092	3,23	50,63	991,38
03 Pesca y acuicultura	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	7	0,00	2.112,50	–
10 Industria de la alimentación	77	0,01	–99,94	2.425	0,56	3.067,25	2.733	0,57	12,71	0	0,00	–100,00	–100,00
11 Fabricación de bebidas	0	0,00	–	4.538	1,05	–	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	–
13 Iindustria textil	120	0,01	–	0	0,00	–100,00	19	0,00	–	0	0,00	–100,00	–100,00
18 Artes gráficas y reproducción de soportes grabados	120	0,01	–8,28	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	–100,00
20 Iindustria química	302.990	35,67	–	77	0,02	–99,97	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	–100,00
22 Fabricación de productos de caucho y plásticos	0	0,00	–	0	0,00	–	48	0,01	–	0	0,00	–100,00	–
23 Fabricación de otros productos minerales no metálicos	0	0,00	–	0	0,00	–	0	0,00	–	500	0,32	–	–
25 Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria.	0	0,00	–100,00	2.313	0,53	–	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	–
26 Fabricación de productos informáticos, electrónicos	0	0,00	–	192	0,04	–	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	–
27 Fabricación de material y equipo eléctrico	0	0,00	–100,00	2.627	0,61	–	2.202	0,46	–16,18	3.934	2,50	78,66	–
28 Fabricación de maquinaria y equipo N.C.O.P.	1.678	0,20	–	3.311	0,76	97,30	52	0,01	–98,44	0	0,00	–100,00	–100,00
29 Fabricación de vehículos de motor, remolques	0	0,00	–	169.328	39,08	–	6	0,00	–100,00	0	0,00	–100,00	–
30 Fabricación de otro material de transporte	0	0,00	–	0	0,00	–	0	0,00	–	6	0,00	–	–
31 Fabricación de muebles	5.050	0,59	–	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	–100,00
35 Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire	75.800	8,92	20.672,87	53.794	12,42	–29,03	86.664	17,95	61,10	53.449	33,96	–38,33	–29,49
41 Construcción de edificios	327.325	38,53	3.485,61	9.817	2,27	–97,00	48.533	10,05	394,37	1.936	1,23	–96,01	–99,41
42 Ingeniería civil	0	0,00	–	3	0,00	–	0	0,00	–100,00	1	0,00	–	–
43 Actividades de construcción especializada	86.196	10,15	973,69	148.966	34,38	72,82	254.926	52,79	71,13	188	0,12	–99,93	–99,78
45 Venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas	18	0,00	–	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	–100,00
46 Comercio mayor e interme. comercio, excep. veh. motor	4.703	0,55	–62,39	14.201	3,28	201,94	37.603	7,79	164,79	5.777	3,67	–84,64	22,84
47 Comercio menor, excepto vehículos motor	0	0,00	–	0	0,00	–	0	0,00	–	50	0,03	–	–
51 Transporte aéreo	0	0,00	–	0	0,00	–	874	0,18	–	0	0,00	–100,00	–
52 Almacenamiento y activ. anexas al transporte	2.300	0,27	22,60	0	0,00	–100,00	130	0,03	–	0	0,00	–100,00	–100,00
55 Servicios de alojamiento	0	0,00	–	0	0,00	–	18.640	3,86	–	0	0,00	–100,00	–
56 Servicios de comidas y bebidas	123	0,01	58.400,00	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	–100,00
58 Edición	0	0,00	–	150	0,03	–	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	–
64 Servicios financ., excep. seg. y fondos de pensiones	50	0,01	–99,08	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	–100,00
68 Actividades inmobiliarias	41.373	4,87	–	15.978	3,69	–61,38	5	0,00	–99,97	0	0,00	–100,00	–100,00
69 Actividades jurídicas y de contabilidad	0	0,00	–100,00	0	0,00	–	0	0,00	–	0	0,00	–	–
70 Actvividades sedes centrales; Actv. consult. de gestión	0	0,00	–100,00	19	0,00	–	0	0,00	–100,00	18	0,01	–	–
71 Servicios técnicos arquitectura e ingeniería	0	0,00	–	0	0,00	–	15.967	3,31	–	2.533	1,61	–84,14	–
72 Investigación y desarrollo	459	0,05	–	0	0,00	–100,00	6.575	1,36	–	9.605	6,10	46,08	1.990,50
74 Otras actividades profesionales, científicas y técnicas	0	0,00	–	0	0,00	–	1	0,00	–	74.278	47,19	742,78	–
82 Actividades administrativas de oficina	635	0,07	3.106,36	1.000	0,23	57,52	1.863	0,39	86,30	0	0,00	–100,00	–100,00
86 Actividades sanitarias	0	0,00	–	0	0,00	–	3	0,00	–	0	0,00	–100,00	–
Total	**849.483**	**100,00**	**394,78**	**433.285**	**100,00**	**–48,99**	**482.938**	**100,00**	**11,46**	**157.391**	**100,00**	**–67,41**	**–81,47**

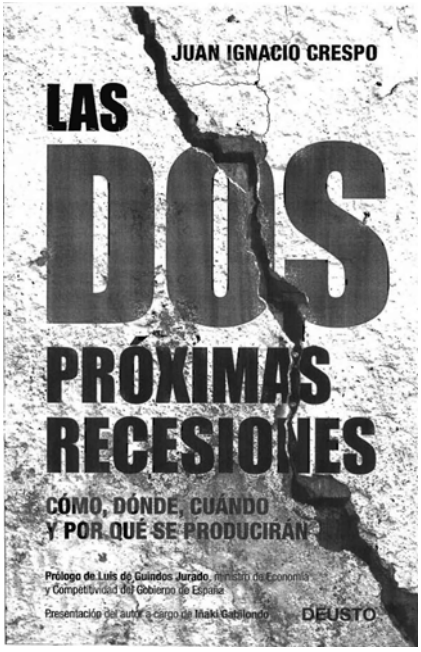
NOTA: * Previsto.

FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Elaboración propia.

NOTA CRÍTICA

LAS DOS PRÓXIMAS RECESIONES
CÓMO, CUÁNDO Y POR QUÉ SE PRODUCIRÁN

Juan Ignacio Crespo
DEUSTO, S.A. Ediciones, 2012



He aquí un texto distinto sobre la crisis económica, el de Juan Ignacio Crespo, *Las dos próximas recesiones*. La abundante literatura producida sobre la Gran Recesión, tanto internacional como española, suele seguir una pauta historicista. Desgrana sus orígenes doctrinales y académicos (el consenso de Washington), jurídicos (la consagración de la desregulación) y financieros (la extrema y poderosa obesidad del sector). Y en el mejor de los casos, plantea pistas para un escenario inmediato y para evitar la repetición de los errores pasados. De ese tipo de libros, incluidos los que exhiben una muy alta calidad, empieza a haber, si no abundancia, al menos suficiencia. Su hilo conductor es una aproximación indispensable, de carácter retrospectivo, utilísima para situarse en el momento actual y para la discusión sobre el sesgo de la política económica.

El libro de Crespo es, en este panorama, completamente insólito.

Más aún que retrospectivo es prospectivo, porque le interesa la historia recentísima únicamente en la medida exacta en que le permita fundamentar alguna previsión, siempre con base estadística.

Más que acopiar datos estáticos se interesa por su evolución, para extraer tendencias, mediante un uso intensivo del método que denomina «chartismo histórico»: a saber, aplicar al conjunto de la economía la captación de «pautas o patrones de comportamiento en los gráficos» de forma similar a como operan los inversores en Bolsa, los analistas y los fondos de inversión.

Más que enhebrar alguna conclusión genérica para un futuro, el autor se compromete en predicciones temporales bastante concretas, como la central del texto, según la cual nos esperan dos recesiones antes de 2020, una inmediatamente; la otra en 2016/2017.

Más que apuntarse al carro del pensamiento dominante, Crespo prefiere la disidencia. Le subleva el creciente predicamento del catastrofismo, ese recurso adoptado por muchos economistas y académicos de la economía, probablemente para evitar la reincidencia en el error anterior a 2008, el angelismo que hizo ignorar, a casi todos, casi todas las señales de alerta sobre la inminencia de una Gran Recesión. Consecuente con ello, sostiene un argumentado optimismo sobre el futuro del euro y en general de la unión económica y monetaria europea, que tanto contrasta con las reiterativas profecías europesimistas.

Y para marcar aún más la diferencia, Juan Ignacio Crespo utiliza dosis —eso sí, homeopáticas— de ironía, algo especialmente virtuoso tratándose de un autor español.

Procedamos ahora a destripar las cómodas, por legibles, 293 páginas de *Las dos próximas recesiones*, pero no con ánimo de sustituir su lectura, sino con la intención de incitar a ella. El texto puede dividirse en tres partes.

La primera se centra en la actual crisis y sus sucesoras previsibles. El autor prevé, de entrada, que la actual crisis mundial durará aún unos seis años, a los que hay que añadir los cinco transcurridos —once— y unos ocho de incubación, desde el año 2000 en que estalló la primera recesión del período, la del estallido de la burbuja tecnológica, seguida de la Gran Recesión 2007/2009: 18/19.

Y que en ese período se producirán dos nuevas recesiones, la última de ellas de gran intensidad. ¿Por qué seis años? Porque como el detonante fue el colapso financiero, «la clave de la salida de la recesión se debe encontrar también en algún punto clave del edificio financiero», a saber, el balance de los bancos, cuyo saneamiento requiere de un lapso parecido, a tenor de la experiencia y de los teóricos de los ciclos. Los ciclos de estancamiento de referencia duraron entre 18 años (1965/1982), los que «necesitó la economía norteamericana y la mundial para absorber los desequilibrios que se produjeron en los años previos a la Segunda Guerra Mundial», y 14 años (1901/1914). Crespo dibuja y analiza algunos de los indicadores tradicionales previos a los períodos de retraimiento, como la caída del beneficio empresarial o la de la productividad. Y concluye, por analogía con anteriores procesos, que las nuevas recesiones dentro del actual ciclo se producirán en torno a 2012/2013 y 2016/2017.

La segunda parte es la dedicada propiamente a la crisis europea, el muy remarcable capítulo décimo, ribeteado por otras muchas digresiones dispersas en las páginas anteriores. Su tesis principal está muy claramente formulada, y con valentía comparativa frente a la moda de los augurios catastróficos: «la zona euro sobrevivirá y el euro también». Por razones de lógica, pues «no se convierte una moneda en la segunda divisa de reserva de los bancos centrales de todo el mundo así como así, no se deshace esa moneda, ni las posiciones en ella denominadas, como si de cualquier cosa se tratase». Ahora bien eso no obsta para reconocer que su evolución no será coser y cantar, la crisis «derivará de aguda en crónica». Y es que en los dos años de crisis de la deuda soberana, la continuidad de la unión monetaria «ha estado realmente en cuestión», su supervivencia ha estado gravemente amenazada.

Para Juan Ignacio Crespo, el factor determinante de salvamento de la unión monetaria ha sido el Banco Central Europeo. No es un elogio ciego, porque se formula junto a la crítica al instituto de Fráncfort de haber cometido «errores de principiante» en dos ocasiones (julio 2008 y verano 2011) de subidas de interés. Consideró entonces amenazante la inflación, cuando la inflación subyacente –excluidos los precios energéticos y los de los alimentos frescos—, que es el indicador más relevante a estos efectos, era mucho más moderada. Pero ello no le impide reconocer su actuación como «plena de aciertos» en lo tocante al suministro de liquidez. Tanto en la vertiente de compra de deuda periférica, como en la de la inyección de recursos a la banca, por una cuantía de un billón de euros (diciembre de 2011 y febrero de 2012). También el anterior presidente del BCE, Jean-Claude Trichet merece el cuadro de honor, sobre todo por su prudencia al afrontar la propuesta Merkel/Sarkozy de configurar una quita privada sobre la deuda griega. La insistencia de Trichet, en que la contribución privada tuviese el formato de «voluntaria», evitó la entrada en juego de las cláusulas de protección de los seguros CDS, que hubieran desatado una tormenta de efectos impredecibles. «Sólo las intervenciones del BCE tienen credibilidad», argumenta, «porque son las únicas que implican algo más que palabras».

Pero el instrumento del banco emisor es insuficiente. Cuando se toma en alta consideración la labor de la Reserva Federal estadounidense en el encauzamiento de las crisis, y particularmente en la desatada en 2007/2008 frecuentemente «se olvida» que ésta actúa en complicidad con un socio que «desde el Gobierno marca los aspectos fundamentales de la normativa económica y financiera: el Tesoro». El convencimiento de la necesidad de un Tesoro único europeo que emita eurobonos, animó al autor a activar su militancia europeísta y a fraguar un manifiesto de varias instituciones en su favor, cuando los primeros compases de la crisis de la deuda europea. Y finalmente considera que la creación del segundo fondo de rescate (el Mecanismo Europeo de Estabilidad), supone ya un instrumento muy cercano a un verdadero Tesoro, aún sin desempeñar propiamente las funciones de una agencia de deuda. En realidad, no se trata únicamente de un expediente para solventar episodios de crisis, sino de una herramienta

para una mejor financiación permanente del sector público europeo y, en consecuencia, de la economía continental: «un mercado unificado de deuda pública tendría el mismo orden de magnitud que el de EE UU, alrededor de 9 billones de dólares y competiría con éste en términos de profundidad y liquidez».

La tercera parte del ensayo aborda una variedad de temas, de ámbito español (la coyuntura, la banca, las responsabilidades en la caída de las cajas de ahorros) e internacional, más individualizables. Entre los capítulos más sugestivos destacan los dedicados a las economías emergentes y sus incertidumbres, y a los casos específicos de Brasil, China e India. Siempre ajeno al reverencialismo tan extendido cuando se aborda la situación y perspectiva de estos países, siempre enfocándolos desde una perspectiva por así decir laica, carente de prejuicios y ajena al frecuente seguidismo en los comentarios económicos… y de casi cualquier tipo. Su punto de partida es que los emergentes deben aún aprobar dos asignaturas, la de la seguridad jurídica y la de la digestión de sus grandes avances económicos recientes, y que de ninguna manera puede excluirse un estancamiento en su ritmo de crecimiento. De Brasil le sorprende su balanza comercial deficitaria, que contrasta con el fenómeno del extraordinario crecimiento de sus exportaciones de materias primas. Y a China, que ostenta un tercio de las reservas internacionales, le dedica una advertencia histórica: «Cada vez que un país ha reunido esas enormes riquezas materializadas en divisas, ha terminado por perder parte de esa riqueza en inversiones desafortunadas». Para intentar evitarlo, Crespo sugiere cuatro retos a los dirigentes del gigante asiático: la incorporación de las zonas rurales al quehacer general, el freno al frenético ritmo de inversiones; el fomento del consumo interno; la indispensable transición a la democracia.

A todas estas conclusiones se puede llegar con mayor extensión y apariencia de aparato crítico. Difícilmente con mayor claridad.

Xavier Vidal-Folch

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA *Secretaría de Estado de Comercio*

NEW INVESTMENT FLOW TRENDS

SUMARIO

Foreword 3
Juan José Durán Herrera
and Fernando Úbeda Mellina

Determining factors for the multinationalisation of the Spanish Economy and their effect on foreign trade 11
Fernando Úbeda Mellina
and Juan José Durán Herrera

Types of European investors (EU15) in Spain 31
Marisa Ramírez Alesón and Jorge Fleta Asín

Are new multinational companies more efficient than domestic ones during a period of crisis? 45
Diego Prior Jiménez, Alex Rialp-Criado,
Josep Rialp-Criado and David Urbano Pulido

Global imbalances and financial flows 63
Ángel Rodríguez García-Brazales,
Jorge Turmo Arnal and Óscar Vara Crespo

International trends in bank financing: lower risk and less complex products 85
Emiliano González Mota
and José Manuel Marqués Sevillano

Emerging country multinational companies in global capital flows. Can they have an impact on development? 97
Rajneesh Narula and Karim Kirollos

The great emerging public investors: SOEs and SWFs. Operations in Spain 117
Adrián Blanco Estévez and Javier Capapé Aguilar

The choice between an own subsidiary and a joint venture: the case of Chinese Multinationals 131
Diego Quer Ramón, Enrique Claver Cortés
and Laura Rienda García

ECONOMIC FORUM

Strategies for enhancing international direct investment flows in Andalusia 149
Marta Muñoz-Guarasa
and Encarnación Moral Pajares

BOOKS
Critical notes 177

CONTENTS
Contents, abstracts 183

Editors:
Fernando Úbeda y Juan José Durán

BLANCO ESTÉVEZ, Adrián and CAPAPÉ AGUILAR, Javier

The great emerging public investors: SOEs and SWFs. Operations in spain

Abstract: The convergence of various factors, notably the surge in commodity prices and the commitment to fiscal stability, has led to an increase in the investment capacity of emerging country governments. Moreover, the inescapable need to avoid bottlenecks in their economic development has caused these governments to step up the pace of their investment abroad. Such investment has taken place through state-owned enterprises (SOEs) and sovereign wealth funds (SWFs). These institutional investors have acquired a prominent role in recent years on account of their investment capacity.

Key words: foreign investment in Spain, south-south investments, state-owned enterprises, sovereign wealth funds, emerging markets.

JEL Classification: F6, F21, F52, H00, P4

GONZÁLEZ MOTA, Emiliano and MARQUÉS SEVILLANO, José Manuel

International trends in bank financing: lower risk and less complex products

Abstract: The present paper illustrates and analyses recent changes in bank financing patterns and discusses the challenges arising from such trends. The global financial crisis and the subsequent European one have led to the virtual disappearance of certain markets on which financial institutions relied to finance their business models. Thus, a less heterogeneous scenario is arising in which complex and opaque financial instruments are penalised and collateral finance (international development of guaranteed bonds, simple securitisations and repos) have gained ground versus structured products or non-collateral finance. These trends, stemming from the response of investors and regulators to a liquidity risk that was previously not given enough consideration, contribute to lay down the foundations of a more stable financing model for financial institutions. However, this pattern is not devoid of challenges, such as the greater level of interconnection between different parts of the financial industry, the existence of financial activities carried out by institutions outside the regulated perimeter (shadow banking), and the adjustments in the size and make-up of banks' assets.

Key words: bank financing, collateral, financial crisis.

JEL Classification: G01, G15, G21

MUÑOZ-GUARASA, Marta and MORAL PAJARES, Encarnación

Strategies for enhancing international direct investment flows in Andalusia

Abstract: The aim of this paper is to diagnose the evolution and characteristic features of foreign investment in Andalusia and of Andalusian investment abroad, with a view to proposing strategic measures aimed at advancing in the regional economy's internationalization process. The findings

indicate that in order for foreign investment to grow, certain location factors need to be improved, such as technology, the skills of the population, infrastructure, etc; and for Andalusian investment abroad to increase, the ownership advantages of Andalusian businesses need to be enhanced, notably those relating to greater size and improved staff training.

Key words: foreign direct investment, direct investment abroad, regional economy, Andalusia, strategies.

JEL Classification: F21, R11

NARULA, Rajneesh and KIROLLOS, Karim

Emerging country multinational companies in global capital flows. Can they have An impact on development?

Abstract: A small group of emerging economies have become significant sources of foreign direct investment. As a result there has been a resurgence of academic interest in this type of multinational companies. The present paper discusses the changes in the pattern of these flows, the degree of integration of emerging and less developed economies in the global economy, and the distinct features of this type of multinationals. Only the BRICS and NIC countries are generating this kind of multinationals. This type of companies can help narrow the gap between developed and less developed countries, if their goal is the search for markets or the search of efficiency.

Key words: foreign direct investment outflows, location advantages, emerging economies, multinational company.

JEL Classification: F21, F23

PRIOR JIMÉNEZ, Diego; RIALP-CRIADO, Alex; RIALP-CRIADO, José and URBANO PULIDO, David

Are new international companies more efficient than domestic ones during a period of crisis?

Abstract: The aim of the present research work is to determine whether new international companies set up during a period of crisis are more efficient than new domestic companies set up during the same period. For such purpose, Data Envelopment Analysis (DEA) and quantile regression methods were applied to more than 12,000 new Spanish companies from different industries, created between 2008 and 2010. The principal findings suggest that companies that undergo early internationalisation show better levels of efficiency than domestic companies newly created during this period.

Key words: companies undergoing early internationalisation, new international companies versus domestic ones, efficiency, DEA, quantile regression.

JEL Classification: D24, M16

QUER RAMÓN, Diego; CLAVER CORTÉS, Enrique and RIENDA GARCÍA, Laura

The choice between own subsidiary and joint venture: the case of chinese multinationals

Abstract: Until recently, China was mainly known as a foreign direct investment (FDI) recipient country. However, a new generation of Chinese multinationals are taking the leading role in global FDI flows. Therefore, there is an ever greater interest to learn about the international performance of these companies. Based on a sample of 189 direct investments abroad (DIA) carried out by Chinese companies between 2002 and 2010, the present paper aims to contribute to the understanding of these new multinationals through an analysis of the determining factors for their choice between own subsidiaries and joint ventures.

Key words: Chinese DIA, own subsidiary, joint venture, determining factors.

JEL Classification: F21, F23

RAMÍREZ ALESÓN, Marisa and FLETA ASÍN, Jorge

Types of european investors (EU15) in Spain

Abstract: The inflow of foreign direct investment into a country has numerous benefits. Hence, in the current times of crisis, it can be a means of stimulating the economic recovery of the recipient economies. Consequently, gaining a better understanding of the type of foreign investor coming into Spain is particularly useful in the present context. Foreign investors in Spain mainly originate from the European Union of the 15; hence, a sample of 414 companies that invested in Spain during 2010 was selected to determine whether specific investor patterns exist that would allow companies to be classified into different groups with similar behaviour. Five distinct investor types were thus obtained.

Keywords: *f*oreign direct investment, European Union, companies, Spain.

JEL Classification: F21, F23

RODRÍGUEZ GARCÍA-BRAZALES, Ángel; TURMO ARNAL, Jorge and VARA CRESPO, Óscar

Global imbalances and financial flows

Abstract: One of the most novel features of the world economy over the past 20 years has been the growing importance of the financial aspects of the economy. Financial transactions and the new instruments used have grown much faster than the production of goods and services, causing Foreign Direct Investment, formerly the most important part, to lose ground to other types of investment. The effect on the real economy has been the

appearance of the so-called *global imbalances*, the most important being the USA's massive current account deficit and its financing by other countries with surpluses, notably China. This global imbalance may have played a major role in triggering the Great Recession. Such a process has been replicated in the Euro zone, where the imbalances, which in this case we would describe as *regional*, have reached systemic proportions, as in the case of Spain and Italy. In this context, what is really striking is that although foreign direct investment over the past 10 years has grown in absolute terms, going from developed to emerging countries, as indicated by economic theory, the other investment components have gone from emerging to developed countries, in contradiction with theoretical models. Hence, while *regional imbalances* are being corrected, *global imbalances* are not, and thus the contradiction between the assumptions of economic theory and actual observed data persists, highlighting the need for continued research into its causes and processes

Key words: foreign direct investment, global imbalances, regional imbalances, economic and financial crisis.

JEL Classification: F21, F34, F36

ÚBEDA MELLINA, Fernando and DURÁN HERRERA Juan José

Determining factors for the multinationalisation of the Spanish economy and their effect on foreign trade

Abstract: The economic crisis has led to a reduction in the outflows of direct investment abroad in the Spanish Economy and a certain transformation of its sectoral structure, with the emerging economies gaining a central role. The aim of this paper is to analyse the location factors of the main destinations of Spanish DIA and their impact on trade flows. Thus, the markedly horizontal nature of DIA flows and the importance of market size, economic stability and institutional proximity as location advantages have been established.

Keywords: outflows of direct investment abroad, location advantages, multinational company, institutional distance.

JEL Classification: F21, F23