

# Inversión exterior de España: cambios tras la crisis

Sara Baliña y Ángel Berges\*

**Uno de los efectos de la crisis financiera ha sido el importante vuelco registrado en la posición exterior de la economía española. Esta se había visto reforzada desde el nacimiento del euro, con un incremento sustancial de las operaciones de adquisición de activos financieros, fundamentalmente, a través de operaciones de Inversión Extranjera Directa (IED). La duración y naturaleza de la crisis reciente ha reducido los nuevos flujos de inversión, sobre todo los materializados en financiación bancaria a corto plazo coincidiendo con el proceso de *desapalancamiento* en el que se halla inmerso el sector financiero. Ello, unido a la caída de valor experimentada por inversiones realizadas en el pasado, está mermando la posición de activo de España en el exterior, limitando la mejora de la Posición de Inversión Internacional y conteniendo las rentas del capital percibidas del resto del mundo.**

*El objetivo del presente artículo es analizar el proceso de internacionalización financiera de España, caracterizando la fase de mayor expansión, que se extiende desde 2000 hasta el inicio de la crisis, y abordando, a continuación, las repercusiones de la crisis reciente en la reacción de las empresas españolas en lo que se refiere a su estrategia de presencia en el mercado internacional. En este sentido, se establecen dos períodos en los que España ha visto caer el valor de su posición de activo exterior: 2009-2010, y el iniciado en 2013 que se extiende hasta la actualidad.*

## El proceso de internacionalización hasta el inicio de la crisis

Al igual que en la mayoría de economías, la primera fase de internacionalización de España tuvo su principal manifestación en un incremento sustancial de la apertura comercial coincidiendo con la adhesión a la UE en 1986. El volumen total de

exportaciones e importaciones de bienes y servicios pasó de representar un 36% del PIB en ese año a alcanzar el 60% a principios de la década de 2000.

El nacimiento del euro, con las consiguientes ganancias de credibilidad de la política monetaria, la convergencia de los tipos de interés nominales entre los países miembros de la eurozona y

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

la desaparición del riesgo de cambio en las transacciones efectuadas entre los países de la zona del euro, supuso el relanzamiento del proceso de internacionalización financiera de la economía española.

*Entre 2000-07 España realizó operaciones de compra de activos financieros en el resto del mundo por un montante medio de 134.000 millones de euros anuales.*

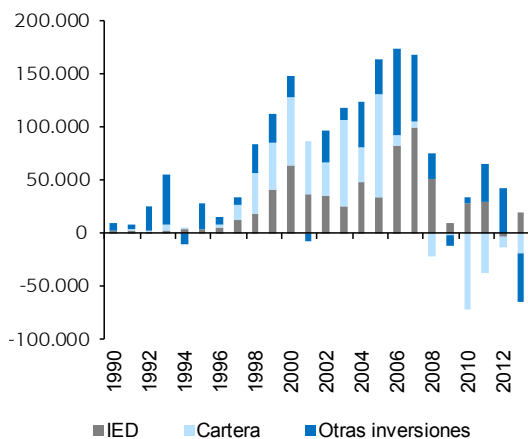
El hecho de que la constitución de la zona del euro coincidiese con una intensificación de la globalización financiera a nivel mundial, caracterizada por la desregulación de este tipo de transacciones y el aumento de los flujos de capital transfronterizo, supuso un incentivo adicional para que empresas ya exportadoras o con ventajas competitivas en el ámbito doméstico decidiesen reforzar o iniciar su incursión en el mercado internacional. Lo hicieron, fundamentalmente, a través de operaciones de IED en sus distintas modalidades.

Los flujos netos de adquisición de activos financieros de España en el exterior dan cuenta de este proceso. Según los datos de la *Balanza Financiera*

Gráfico 1

### Flujos de inversión en activos financieros de España en el exterior por modalidad

(millones de euros)

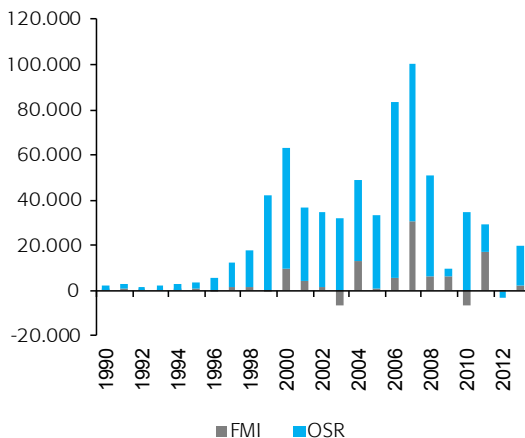


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 2

### Flujos de IED de España en el exterior por sector institucional

(millones de euros)



Notas: FMI: instituciones financieras monetarias; OSR: otros sectores residentes (empresas).

Fuente: Banco de España y AFI.

del Banco de España, entre los años 2000-2007 la economía española realizó operaciones de compra de activos financieros en el resto del mundo por un montante medio de 134.000 millones de euros anuales (en torno al 16% del PIB), destacando la estabilidad de dichas operaciones en el período mencionado. El 40% de las mismas se materializó en decisiones de IED llevadas a cabo, mayoritariamente, por el sector empresarial no financiero y concretadas en la adquisición –total o parcial, pero buscando el control– de empresas extranjeras.

Las inversiones de cartera también aglutinaron buena parte de los flujos de inversión exterior de España en los años de expansión, suponiendo en alguno de ellos más del 60% del total. Aun cuando el sector financiero haya tenido una mayor importancia relativa en estas decisiones de inversión que en las de IED, es de nuevo el sector corporativo el que ha concentrado el grueso de las inversiones de cartera a través de la compra de paquetes minoritarios de acciones o participaciones empresariales (el carácter minoritario de estas adquisiciones es lo que justifica que no se trate como una decisión de IED).

La financiación bancaria a corto plazo, otorgada a contrapartes extranjeras y representada en préstamos o depósitos clasificados como "otras inversiones", presenta un perfil más volátil, pero llegó a ser representativa en los años inmediatos al inicio de la crisis financiera de 2008, fruto de la expansión de la financiación interbancaria que acompañó al crecimiento del endeudamiento privado.

Como resultado del proceso de internacionalización anteriormente comentado, el valor de los activos financieros de España en el exterior pasó de 350.000 millones de euros a finales de los años noventa a superar 1,3 billones en 2007, siendo mínimo el impacto que han tenido los cambios de valoración en las inversiones realizadas. La comparación entre las adquisiciones netas de activos financieros del conjunto de la economía que proporcionan las *Cuentas Financieras* y la variación anual del valor de los activos en el exterior recogida en la Posición de Inversión Internacional permite extraer dicho "efecto valoración".

Teniendo en cuenta la elevada magnitud del déficit por cuenta corriente en los años 2000 (próximo al 10% del PIB), la deuda externa captada por España fue destinada no solo a financiar el gasto interno en inversión no cubierto por el ahorro nacional, sino también a buena parte de los flujos de adquisición de activos financieros en el resto del mundo.

Al margen del recurso al endeudamiento que, en muchos casos, hizo posible la compra de participaciones empresariales en el extranjero, en un contexto de laxitud monetaria, facilidad de acceso al crédito y buenas expectativas de negocio, las derivadas del aumento de la internacionalización financiera fueron: (i) la ampliación del *stock* de IED en el exterior y (ii) las rentas del capital derivadas de dichas inversiones y que nutrieron los ingresos de la balanza de rentas.

Respecto al primer punto, el valor de las inversiones en IED de España llegó a suponer en 2007 casi 400.000 millones de euros (37% del PIB) cuando en 1998 era de apenas 52.000 millones (menos de un 10% del PIB). El *stock* de IED de España en relación al tamaño de su economía

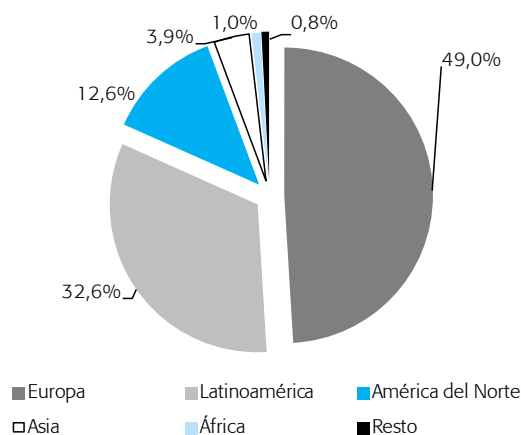
es similar al de Alemania y superior al de países como EE.UU. o Italia.

En este sentido, es relevante mencionar la naturaleza de los flujos de IED llevados a cabo por España en ese período. En la primera fase de expansión internacional de las empresas españolas (desde finales de los noventa hasta 2001-2002), la mayoría de las inversiones en IED se materializaron en Latinoamérica y, en particular, en los sectores de la energía y las comunicaciones (es el caso de la adquisición por parte de Repsol de la empresa argentina YPF en 1999). Las emisiones de acciones y participaciones, junto con la contratación de préstamos bancarios, sirvieron de base de financiación de la IED en estos años.

En la segunda fase, que abarca desde 2002 hasta 2007, la Unión Europea sustituyó a Latinoamérica como principal destino de la IED española, alcanzando, según los datos de Datainvox, el 64% de participación en el *stock* total de IED emitida por España en 2007. El cambio sectorial fue significativo. La industria y la construcción ganaron peso relativo aun cuando la energía y las telecomunicaciones continuaron concentrando un porcentaje significativo de la inversión total. Las operaciones de Telefónica con la compra de O2 o la de Iberdrola con la adquisición de Scottish

Gráfico 3

### Stock de IED de España en 2012 por área geográfica (% sobre el total)

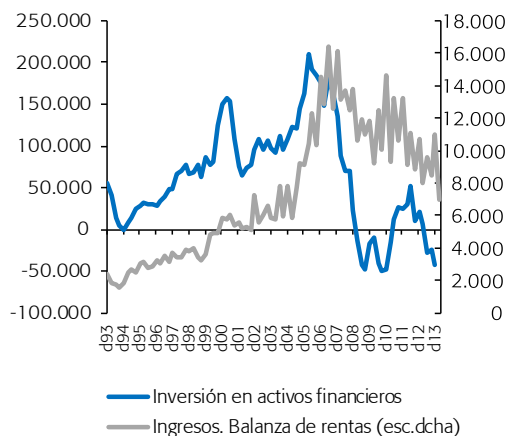


Fuente: AFI, Datainvox.

Gráfico 4

### Adquisición neta de activos financieros de España en el exterior e ingresos por rentas

(millones de euros; flujos trimestrales)

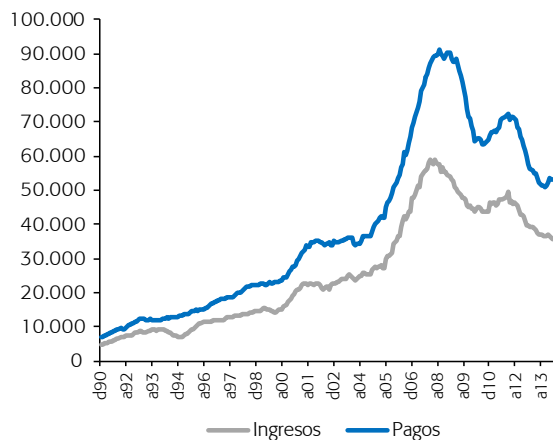


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 5

### Balanza de rentas de España

(millones de euros; flujos acumulados últimos 12 meses)



Fuente: Banco de España y AFI.

Power se realizaron en esos años. El recurso al endeudamiento, vía emisión de bonos o la contratación de préstamos con el sector bancario residente, sustituyó a los recursos propios como principal fuente de financiación de la IED.

Con relación a los rendimientos obtenidos por España de sus inversiones en el exterior, cabe destacar el aumento de las rentas del capital en para-

lelo al incremento de las operaciones netas de inversión en activos financieros. Considerando que las rentas del trabajo son residuales, el aumento en 42.000 millones de euros de los ingresos por rentas entre 1998 y 2007 tiene su correspondencia en los rendimientos del capital. El motivo por el cual el saldo de la balanza de rentas ha sido persistentemente deficitario es el abultado volumen de las rentas pagadas por el endeudamiento externo contraído, llegando casi a duplicar los ingresos por este concepto en algunos años.

## El impacto de la crisis actual en la decisiones de inversión exterior de España

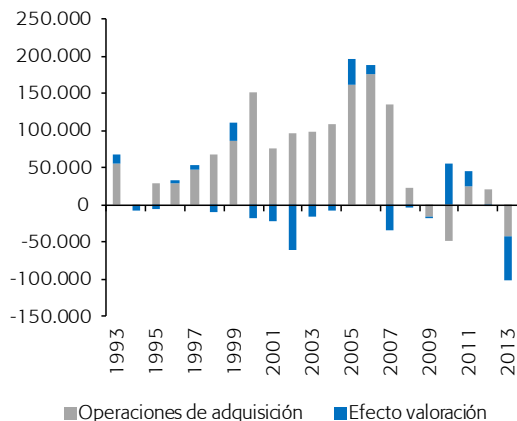
La crisis financiera que emergió en 2008 alteró de forma sustancial la función de decisión de las empresas españolas en cuanto a su proceso inversor en el exterior. El carácter sistémico de la crisis y el hecho de que haya tenido en el cierre de los mercados de financiación mayorista y en el colapso de los canales de liquidez interbancarios de sus máximos exponentes, justifica la aceleración de la caída de los flujos de inversión de España. Un patrón que, al igual que en el período de expansión, afectó al grueso de economías, pero fue más intenso en aquellas con una mayor dependencia de la financiación bancaria, un déficit por cuenta corriente más elevado y un endeudamiento privado también más significativo.

En España, el proceso de reducción de las inversiones en el exterior tuvo dos fases claramente diferenciadas: la primera se produjo en 2009-2010, con desinversiones por un volumen acumulado en ambos ejercicios de 64.500 millones de euros; la segunda se inició a principios de 2013 y se prolonga hasta el momento. Uno de los elementos diferenciales entre ambas es que en la primera el incremento de la valoración de los activos en el exterior compensó buena parte del impacto que tendrían las desinversiones en la posición total de activo, mientras que en la segunda las ventas netas de activos han venido acompañadas de una caída del valor de los mismos ("efecto valoración" negativo). De hecho, en

Gráfico 6

### Variación del valor de los activos financieros de España en el exterior: adquisición neta de activos y efecto valoración

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

2013, la posición de inversión de España en el exterior registró la cesión más abultada de las dos últimas décadas (-102.000 millones de euros), explicando la pérdida de valor un 60% de dicha corrección.

*Desde 2012, los flujos de IED han empezado a ralentizarse aunque son las posiciones en derivados y financiación bancaria a corto plazo las que lideran las desinversiones de España en el exterior.*

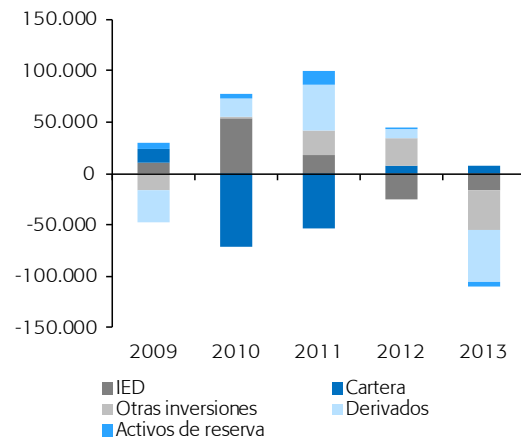
Otro factor diferencial entre las dos fases está relacionado con la naturaleza de los flujos de desinversión. En 2009-2010, estos se materializaron, fundamentalmente, en decisiones de inversión de cartera. Desde 2012, los flujos de IED han empezado a ralentizarse aunque son las posiciones en derivados y financiación bancaria a corto plazo ("otras inversiones") las que lideran la caída.

De nuevo, se hace necesario distinguir las causas que explican el deterioro de las inversiones de España en los últimos trimestres. Tal y como

Gráfico 7

### Variación anual del valor de los activos financieros de España en el exterior por modalidad de inversión

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

se observa en los gráficos adjuntos, la intensificación del proceso de *desapalancamiento* del sector bancario justifica el cierre de posiciones de financiación a corto plazo recogidas en "otras inversiones" y que, en última instancia, están asociadas con operaciones de depósitos o *repos*. Las ventas de carteras de deuda extranjera (pública o privada) por parte de las entidades financieras también explican una parte de las desinversiones netas de España en el exterior.

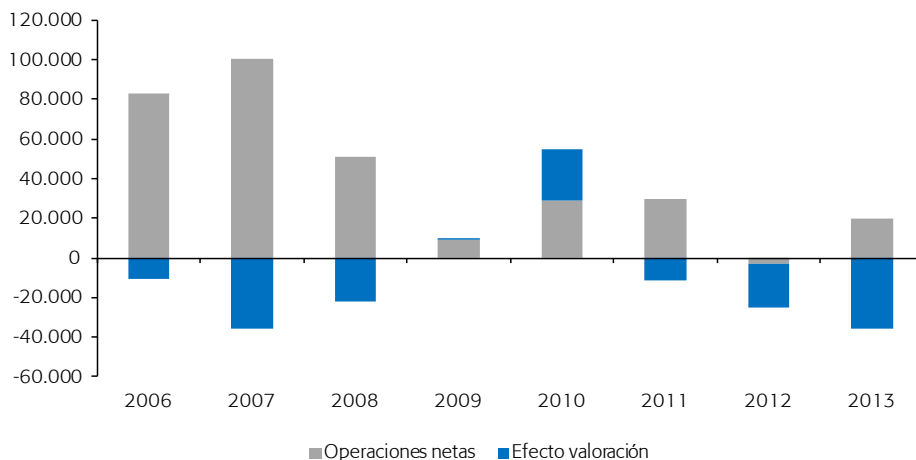
En el caso de la IED, el "efecto valoración" negativo es el que está condicionando el valor de los activos españoles materializados en esta modalidad de inversión, ya que tras la cesión de 2012, los nuevos flujos (principalmente, en forma de participaciones empresariales no accionariales y beneficios retenidos) han conseguido recuperarse aunque se mantienen lejos de los volúmenes de 2006-2008. El retraso de las decisiones de expansión internacional a causa de la duración de la crisis reciente y la pérdida de pulso de algunas de las economías emergentes receptoras de flujos financieros españoles contendrán las inversiones en IED.

La contrapartida a esta dinámica es la ralentización de los ingresos por rentas del capital que

Gráfico 8

**Variación anual de la posición de activo en IED de España en el exterior**

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

España recibe por sus inversiones en el exterior que, al mismo tiempo, se ven afectados por la

*Los ingresos por rentas del capital acusan la ralentización de las inversiones en el exterior.*

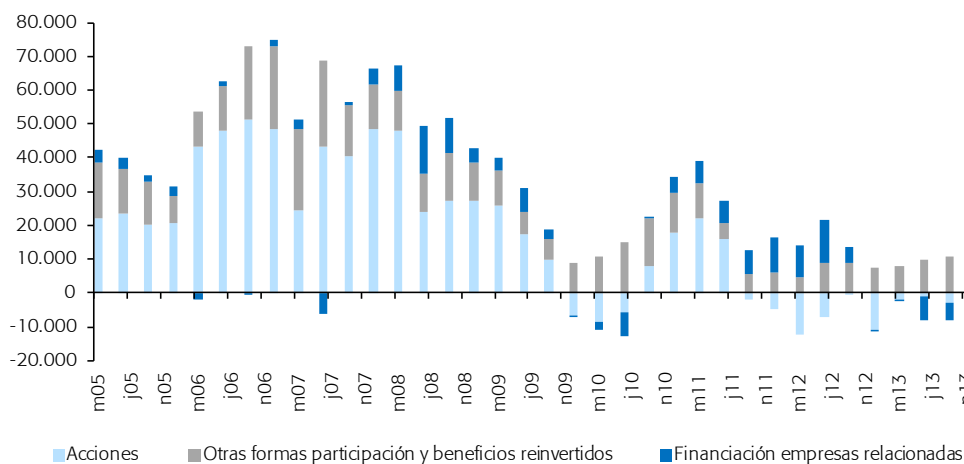
cesión de rentabilidades en el grueso de activos de renta fija. Frente a un promedio de 45.000

millones de euros anuales entre 2009-2012, los ingresos por rentas se cifraron en 2013 en 36.800 millones; una tendencia que se está acentuando en el inicio de 2014. En el primer trimestre de este año, los ingresos fueron de 6.900 millones, mil millones menos que en el mismo período de 2013. Teniendo en cuenta que los pagos por rentas al exterior no se están conteniendo a igual ritmo, el saldo deficitario de balanza de rentas

Gráfico 9

**Flujos de IED de España en el exterior por tipo de instrumento**

(millones de euros; flujos acumulados en los últimos 12 meses)

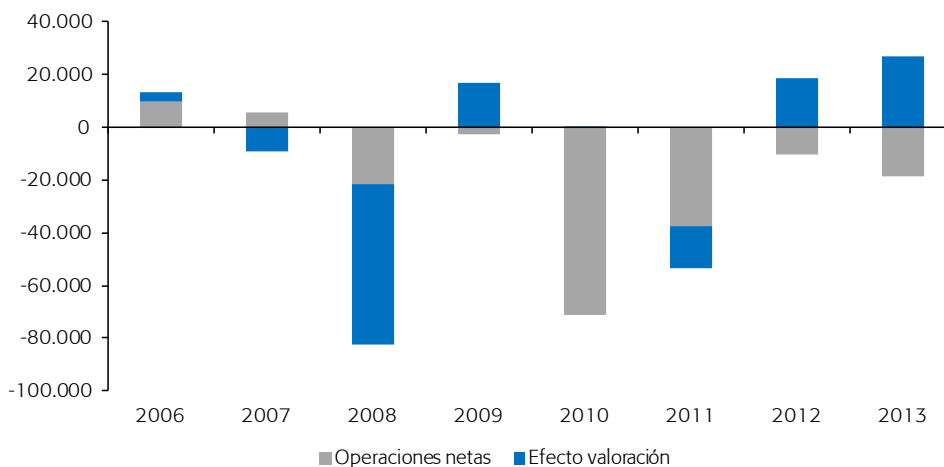


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 10

**Variación anual de la posición de activo en inversión de cartera de España en el exterior**

(millones de euros)



Fuente: Banco de España y AFI.

ha empezado a incrementarse desde finales del pasado ejercicio, situándose en el entorno de 17.000 millones de euros (1,7% del PIB).

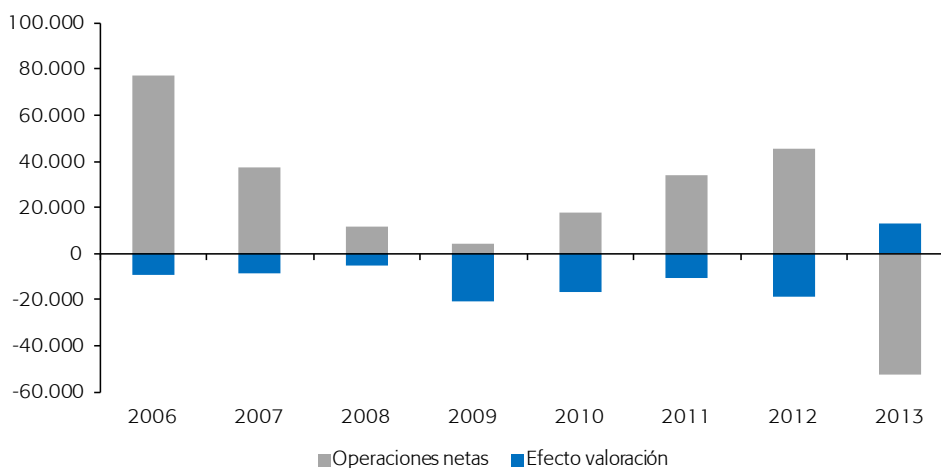
El comportamiento de la balanza de rentas es especialmente relevante para poder asistir a mejoras sostenibles del superávit exterior de España.

La inversión del signo del saldo de la balanza por cuenta corriente, de negativo a positivo, a partir de mediados de 2013, ha sido el resultado de la fuerte contención del déficit comercial y del aumento del superávit de servicios con motivo de la intensa recuperación del turismo extranjero y del dinamismo de las exportaciones de servicios

Gráfico 11

**Variación anual de la posición de activo en "otras inversiones" de España en el exterior**

(millones de euros)

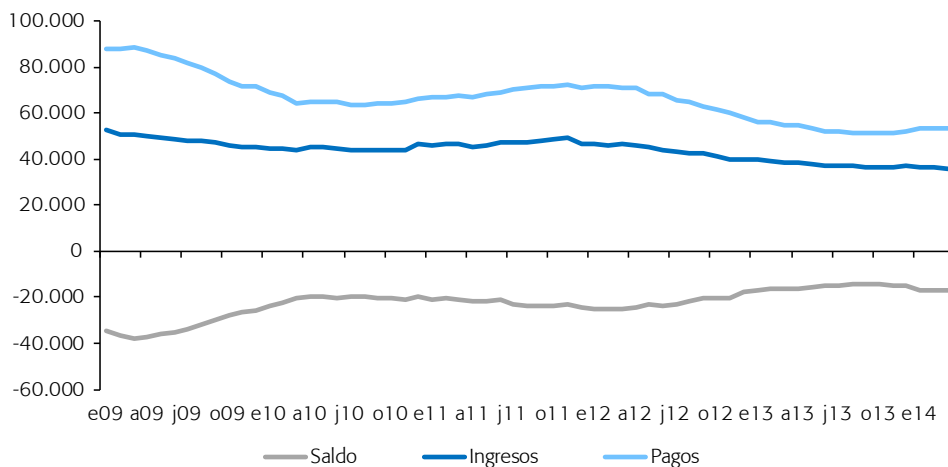


Fuente: Banco de España y AFI.

Gráfico 12

**Balanza de rentas de España**

(millones de euros; flujos acumulados en los últimos 12 meses)



Fuente: Banco de España y AFI.

no turísticos (servicios empresariales, financieros, de transporte, etc.); pero puede verse lastrado por el deterioro en la balanza de rentas.

La desagregación del saldo de la balanza corriente en sus componentes estructural y cíclico revela que buena parte de la mejora relativa observada durante la crisis ha sido de carácter estructural o de largo plazo, es decir, determinada por la convergencia progresiva de la tasa de inversión en activos fijos y de la ratio de crédito bancario sobre el PIB hacia cotas más sostenibles. Ahora bien, la intensidad de la recesión económica también otorga al componente cíclico un papel significativo en la alteración de la posición exterior de España. En la medida en que se consolide la mejora de la actividad iniciada a finales de 2013, el déficit comercial tenderá a deteriorarse respecto a los niveles actuales debido a la elevada elasticidad que todavía muestran las importaciones de bienes a la estabilización de la demanda doméstica y al crecimiento de las exportaciones. El margen para que se produzcan aumentos adicionales del superávit de servicios también es reducido. Por lo tanto, un mayor deterioro de la rúbrica de rentas constituiría un lastre para la consolidación del superávit exterior español.

**Conclusiones**

La necesidad de racionalizar las nuevas decisiones de inversión, en algunos casos, y reducir el tamaño del balance, en otros muchos, seguirá limitando la recuperación de los flujos de inversión financiera de España en el resto del mundo, principalmente de aquellos que lleven aparejada una presencia permanente en el país de destino. Al mismo tiempo, la reorientación de las estrategias de negocio bancario a nivel europeo pero, sobre todo español, más sesgadas a la financiación tradicional y con un menor peso relativo de la financiación mayorista, continuará determinando el comportamiento de las inversiones a más corto plazo. Es previsible que, en adelante, el grueso de las adquisiciones netas de activos financieros en el resto del mundo se sustenten, en mayor medida, en la generación de ahorro interno, perdiendo protagonismo el recurso al endeudamiento externo como fuente de financiación de la expansión internacional. En cualquier caso, aquellas empresas pertenecientes a sectores cuya presencia en el exterior ya está consolidada y presentan buenas perspectivas de negocio deberían ser las que relancen la inversión extranjera, en un contexto en el que el mercado nacional ofrecerá menores oportunidades de crecimiento que en el pasado reciente.