

OPOSICION  
TECNICO COMERCIAL Y ECONOMISTA DEL ESTADO

**Tema 4A-26:** La internacionalización de la economía española (II): estructura sectorial y geográfica de la inversión extranjera en España y de la inversión española en el exterior.

Miguel Fabián Salazar

30 de diciembre de 2020

# ÍNDICE

Página

Idea clave	<b>1</b>
Preguntas clave	<b>1</b>
1 DATAINVEX (2018)	<b>2</b>
1.1 IDE en España	2
1.1.1 Stocks: Principales sectores de destino . . . . .	2
1.1.2 Stocks: Principales países de origen . . . . .	2
1.1.3 Flujos: principales sectores entre 2015 y 2018 . . . . .	2
1.2 IDE española	2
1.2.1 Stocks: Principales sectores de destino . . . . .	2
1.2.2 Stocks: Principales países de destino . . . . .	3
1.2.3 Sectores: principales sectores desde 2015 a 2018 . . . . .	3
2 Análisis de la IDE en 2019 - Cuadernos ICE - Sector exterior 2020	<b>3</b>
2.1 Evolución mundial	3
2.2 Previsiones para 2020	3
2.3 IDE en España	4
2.3.1 Evolución general . . . . .	4
2.3.2 Tipo de operación . . . . .	4
2.3.3 Orígenes inmediatos . . . . .	4
2.3.4 Orígenes de última instancia . . . . .	5
2.3.5 Sectores de destino . . . . .	5
2.3.6 CCAA de destino . . . . .	5
2.3.7 Desinversiones en España . . . . .	6
2.3.8 Otras operaciones . . . . .	6
2.4 IDE española en el exterior	6
2.4.1 Evolución general . . . . .	6
2.4.2 Distribución geográfica . . . . .	7
2.4.3 Sectores de destino . . . . .	7
2.4.4 CCAA de origen . . . . .	7
2.4.5 Desinversión española . . . . .	7
2.4.6 Desinversión por Comunidades Autónomas . . . . .	8
Esquema corto	<b>9</b>
Esquema largo	<b>12</b>
Gráficas	<b>19</b>
Conceptos	<b>20</b>
Preguntas	<b>21</b>
Notas	<b>22</b>
Bibliografía	<b>23</b>

# IDEA CLAVE

## Preguntas clave

- ¿Cómo se ha internacionalizado la economía española en los últimos años?
- ¿Qué estructura sectorial tiene la inversión extranjera en España?
- ¿Qué estructura geográfica tiene la inversión extranjera en España?
- ¿En qué sectores se ha concentrado la inversión extranjera española?
- ¿Qué destinos principales ha tenido la inversión extranjera española?

## DATAINVEX (2018)

### 1.1. IDE en España

#### 1.1.1. Stocks: Principales sectores de destino

1. Energía (muy por delante del resto, más que todos los demás juntos)
2. Materiales de construcción
3. Comercio mayorista
4. Telecomunicaciones
5. Inmobiliario
6. Servicios financieros
7. Metalurgia, fabricación metálica
8. Seguros
9. Química
10. Comercio al por menor

#### 1.1.2. Stocks: Principales países de origen

1. Estados Unidos
2. Reino Unido
3. Francia
4. Italia
5. Alemania
6. México
7. España
8. Países Bajos
9. Luxemburgo
10. Suiza
11. Japón
12. Canadá
13. Australia
14. Argentina

#### 1.1.3. Flujos: principales sectores entre 2015 y 2018

1. Almacenamiento y conexas al transporte
2. Energía
3. Inmobiliarias
4. Construcción
5. Comercio mayorista
6. Finanzas
7. Ingeniería civil
8. Telecomunicaciones
9. Comercio minorista
10. Alimentación

### 1.2. IDE española

#### 1.2.1. Stocks: Principales sectores de destino

(En DATAINVEX de Inversión española: stock posición inversora en miles de euros, todos los sectores)

1. Servicios financieros
2. Telecomunicaciones
3. Materiales de construcción
4. Energía
5. Extracción de crudo
6. Comercio mayorista

7. Metalurgia y fabricación metálica
8. Seguros
9. Química
10. Inmobiliaria

### 1.2.2. Stocks: Principales países de destino

1. Reino Unido
2. Estados Unidos
3. Brasil
4. México
5. Países Bajos
6. Portugal
7. Chile
8. Alemania
9. Francia
10. Luxemburgo Otros: Irlanda, Argentina, Italia

### 1.2.3. Sectores: principales sectores desde 2015 a 2018

1. Servicios financieros
2. Fabricación de otros productos
3. Comercio mayorista
4. Telecomunicaciones
5. Energía
6. Seguros
7. Construcción
8. Almacenamiento y actividades conexas
9. Actividades inmobiliarias

## Análisis de la IDE en 2019 - Cuadernos ICE - Sector exterior 2020

### 2.1. Evolución mundial

- En 2019, estabilidad respecto a 2018. Muy ligero descenso.
- **Flujos totales** cercanos a 1,39 billones de dólares.
- El efecto de la **reforma tributaria** en EEUU se disipó en 2019.
- La IDE en **países desarrollados** se situó en mínimos históricos respecto al peso de la IDE en países en desarrollo.
- **La UE** redujo claramente los flujos recibidos en 2019 respecto 2018. Algunos países registraron volatilidad extrema, con reducciones casi totales respecto al año anterior.
- Los **flujos hacia PEDs** se mantuvieron relativamente estables. Aumentaron en América Latina y ligeramente en África. Cayeron los flujos con destino al este de Asia.
- El **Sudeste Asiático** fue la región cuya recepción de flujos creció con más fuerza. Destacaron Singapur, Hongkong e Indonesia.
- La **IDE hacia India** también creció fuertemente aunque su tamaño total fue relativamente pequeño en relación al tamaño de su economía y a otros países emergentes en Asia.
- En **África**, Egipto sigue siendo el principal receptor de IDE. Marruecos sufrió un fuerte retroceso. En general, la IDE con destino a África tiene volúmenes muy inferiores al resto de áreas.

### 2.2. Previsiones para 2020

- Las **previsiones antes de la crisis** del Covid eran optimistas. Se basaban en predicciones favorables para el año.
- Los informes recientes que incluyen el **efecto de la pandemia** estiman fuertes reducciones de la inversión en todos los segmentos y regiones geográficas.

- Se esperan fuertes caídas del beneficio, en especial en las empresas de países desarrollados, lo que reducirá previsiblemente la IDE.
- En Asia, la mejora de la situación en China puede amortiguar ligeramente la caída en la IDE que se espera en el resto del mundo.
- El **sector energético** no renovable sufrirá fuertes caídas como resultado de los bajos precios energéticos y la caída del transporte internacional.
- La **incertidumbre** es todo caso una constante.

## 2.3. IDE en España

### 2.3.1. Evolución general

- En el último lustro, la evolución de la IDE hacia España fue creciente tanto en términos netos como brutos, aunque especialmente en términos brutos. Sin embargo, en 2019, la tendencia sufrió un importante deterioro.
- La mayor parte de la inversión se llevó a cabo al margen de ETVE.
- Las ETVE muestran una tendencia a la baja continua.
- Evolución más negativa en empresas cotizadas. Refleja inestabilidad de mercados.
- En 2019, la **inversión bruta total** sin ETVE fue de 22.000 M de €. La media anual de los últimos años desde 2015 fue de 30.000. En 2018, el flujo total fue de 50.000 M de €, lo que refleja una fuerte caída en 2019.
- La **inversión neta total en España** alcanzó los 16.000 M de €

#### ETVEs

- Diferenciadas en registro de inversiones
- No generan efectos de inversiones productivas.
- Sin repercusiones relevantes de empleo o activos fijos.
- Objetivos de optimización fiscal.

#### Empresas cotizadas y no cotizadas

### 2.3.2. Tipo de operación

- En 2019, casi reparto a partes iguales entre adquisiciones, otras ampliaciones y greenfield/brownfield. Respecto a 2018, notable caída de adquisiciones.

#### Greenfield y brownfield

- Greenfield: Nuevos proyectos construyendo instalaciones desde cero.
- Brownfield: Compras de instalaciones ya existentes para emprender nueva actividad.
- Disminuyen respecto a media de últimos 5 años.
- Ligeramente por debajo de 2018.
- Aumentan como % en reparto entre greenfield/brownfield, otras ampliaciones y adquisiciones de empresas ya existentes.

#### Otras ampliaciones

- Ni construyen instalaciones ni implementan nueva actividad. Por ejemplo, sanear balances.
- Cae ligeramente respecto a 2018.
- Cae respecto a media de últimos 5 años.

#### Adquisiciones de empresas ya existentes.

- Tomas de control o participaciones mayoritarias. Sin cambios en actividad productiva a priori.
- Cae fuertemente respecto a 2018, y respecto a media de últimos años. Sin embargo, 2018 estuvo muy por encima de la media.

### 2.3.3. Orígenes inmediatos

- Luxemburgo, Reino Unido y Países Bajos dominan los orígenes inmediatos. Destaca también Panamá en los últimos años entre los países de origen inmediato sin importancia en la última instancia.
- Europa canaliza la gran mayoría de la inversión, casi el 90 %.

### 2.3.4. Orígenes de última instancia

- Reino Unido, Francia, Estados Unidos, Alemania, México e Italia fueron los principales orígenes de inversión en los últimos 5 años.
- Estados Unidos es el mayor origen último de inversión en España en los últimos años.
- Reino Unido, Francia y Alemania contribuyeron también de forma importante en los últimos años.
- Se aprecia un patrón consistente con una ecuación de gravedad simple: el tamaño y la distancia aparecen como factores esenciales. Otros factores como la cercanía cultural o vínculos históricos parecen también ser relevantes a la vista de la inversión con origen en Brasil y México.
- Se aprecia una caída de todos estos países respecto a 2018, salvo en el caso de Estados Unidos, Reino Unido y Francia.
- Brasil y México aumentaron notablemente las exportaciones en España.
- España también es un origen de última instancia relevante. Este fenómeno se denomina *round tripping investment*. Esto apunta a un elevado número de inversiones españolas canalizadas a través de jurisdicciones extranjeras por motivos fiscales.
- Europa es el principal origen de inversión, con más del 60 %. Sin embargo, tiene menor cuantía que en el caso de los orígenes inmediatos, dado el peso de Luxemburgo y Países Bajos en la canalización de inversiones.
- América sin tener en cuenta a países latinoamericanos es el segundo origen regional más importante.
- En tercer lugar aparece Asia en los últimos años, aunque en 2019 cayó fuertemente su importancia y Latinoamérica superó la cuantía.

### 2.3.5. Sectores de destino

- En los últimos 5 años, las actividades inmobiliarias, la energía, las finanzas y el sector del comercio y los vehículos fueron los principales sectores receptores.
- En 2019 predominaron las inversiones en servicios financieros, actividades inmobiliarias, papel, publicidad, y química, en un patrón ligeramente diferente al de años anteriores.
- Es necesario considerar que en el análisis de la inversión extranjera, existe una notable volatilidad que hace difícil caracterizar los flujos en un año concreto.
- La **industria manufacturera** fue el principal receptor de IDE en 2019. Aunque aumentó respecto a 2018, no se desvió demasiado de la media anual de los últimos cinco años.
- El **sector del papel** recibió un fuerte impulso como resultado de una operación de compraventa en bolsa.
- El **sector de la construcción** cayó fuertemente respecto a la media de los últimos años.
- El **sector energético** cayó fuertemente en 2019 respecto a los últimos años.
- Las **telecomunicaciones** se mantuvieron en la línea de los últimos años, aunque cayeron respecto al año anterior.
- El **sector de la educación** creció fuertemente en 2019 por la adquisición de centros españoles por fondos de inversión.

### 2.3.6. CCAA de destino

- La IDE muestra generalmente un **alto grado de concentración**. La IDE se computa generalmente en relación a la sede social de las empresas, lo que tiende a sesgar fuertemente los datos a favor de Madrid y Cataluña.
- En los últimos años, las CCAA que más inversión recibieron fueron, por orden:
  1. Madrid
  2. Cataluña
  3. País Vasco
  4. Valencia
  5. Andalucía
  6. Castilla y León
  7. Asturias
  8. Baleares
  9. Navarra
  10. Galicia
  11. Aragón y Canarias
  12. Castilla-La Mancha
  13. Murcia
  14. La Rioja
  15. Cantabria
  16. Extremadura

- Dado la caída general, la mayoría de las CCAA muestran caídas respecto a la media de los últimos años.
- Entre las **CCAA cuya inversión crece** en 2019, aparece Castilla y León, Andalucía y Valencia. En el caso de Castilla y León, el fuerte crecimiento se debe a una única operación de inversión.
- El **País Vasco** continúa la senda descendente en una CCAA que era tradicionalmente receptora de importantes flujos de inversión.
- Algunas inversiones se atribuyen a “todo el territorio nacional”, a discreción del inversor. En este año, la media se situó muy por debajo de lo habitual en este tipo de inversiones.

### 2.3.7. Desinversiones en España

- Se considera inversión la liquidación de la participación o la venta de la participación por parte de un extranjero a un residente en la economía. La venta de participaciones entre dos extranjeros no se considera desinversión.
- En términos generales, la desinversión en la economía española es claramente inferior a la inversión, por lo que **aumenta anualmente el stock total** de inversión extranjera.
- La desinversión bruta cayó ligeramente en 2019, respecto a la media de los últimos años y respecto al año anterior. La mayor parte de la caída se debe a las ETVE. Las no ETVE cayeron mucho menos.
- Las ventas a residentes son mucho mayores que las liquidaciones de inversiones.
- Las liquidaciones se mantuvieron en volúmenes similares a años anteriores, ligeramente por debajo de los 2.000 M de €.

### Desinversiones en términos geográficos

- Las mayores desinversiones en los últimos años corresponden a Estados Unidos, Reino Unido, Luxemburgo y Países Bajos. También son relevantes Francia, Italia y Hong Kong.
- En términos generales, se aprecia una relación entre el stock de inversión y la desinversión en un periodo determinado.
- La OCDE es el principal componente de desinversión, en la media de los últimos años, seguido de la UE-28 y la Zona Euro.
- La comunidad de Madrid y Cataluña son las **principales regiones españolas** de desinversión, en la línea de los stocks de inversión total. Destacaron en el último año las desinversiones en Valencia y Galicia, ligeramente superiores a las medias de los últimos años.

### Desinversión en términos sectoriales

- Las sectores con las **mayores cifras de desinversión** en los últimos años son la información y las comunicaciones, las actividades financieras y de seguros, el inmobiliario, las manufacturas y el sector energético.

### 2.3.8. Otras operaciones

- El Registro de Inversiones contabiliza también operaciones entre no residentes no vinculados y reestructuraciones. Se trata de inversiones que no son nueva inversión efectiva por no afectar a la posición internacional de España frente al exterior.
- Existen tres grupos de operaciones:
  1. El inversor transmite sus participaciones a otro no residente de distinto grupo.
  2. El inversor transmite a otro no residente del mismo grupo societario.
  3. El grupo inversor reestructura sus sociedades mediante fusiones, liquidaciones, absorciones, escisiones... sin llevar a cabo entradas ni salidas de capital.
- Este tipo de operaciones crecieron en 2019 respecto a años anteriores.

## 2.4. IDE española en el exterior

### 2.4.1. Evolución general

- La inversión española en el exterior cayó fuertemente en 2019. Continuó la senda ligeramente descendente de 2018, respecto a la media de los últimos 5 años.
- Entre **2015 y 2019**, la inversión bruta española en el exterior promedió los 40.000 M de € anuales.
- En 2019, la inversión bruta total apenas superó los 16.000 M, frente a 32.000 en 2018 (descontando ETVE).



- En términos de **inversión neta**, España aumentó su participación en el capital extranjero en 2019, aunque mucho menos que en periodos anteriores. En total, la inversión neta aumentó en 3.000 M de € en el año 2019 frente a 20.000 M de € en 2018 y en la media de los últimos 5 años.
- Respecto a los **tipos de operación**, las ampliaciones de plantas ya existentes fueron casi el 90% de la IDE bruta en 2019. Las nuevas constituciones cayeron desde casi 4.000 M de € hasta cifras apenas relevantes. Las adquisiciones cayeron muy fuertemente respecto a 2018, pasando de 14.000 a 2.000. La caída en las adquisiciones fue el principal factor de caída de la inversión española bruta.

#### 2.4.2. Distribución geográfica

- Existen **importantes dificultades** a nivel estadístico para atribuir las inversiones a destinos finales a partir de una serie de destinos inmediatos conocidos. Ello dificulta el análisis geográfico en mayor medida que cuando se analizan las inversiones recibidas por España.
- Se aprecia un **patrón de elevada concentración geográfica de la inversión española**. 20 países concentran más del 90% de la inversión española sin tener en cuenta las ETVE.
- Los **principales países de destino inmediato** en los últimos años fueron Reino Unido, Estados Unidos, Brasil, México, Francia, Países Bajos, Irlanda, Chile y Argentina.
- Se aprecia un patrón consistente con una **ecuación de gravedad** en la inversión extranjera, aunque en menor medida que en lo relativo al comercio. Así, aparece una tendencia a la recepción de IDE española consistente con el tamaño del mercado de destino y la distancia geográfica, que se ve modulado por vínculos lingüísticos e históricos, como es el caso de los países de América Latina.
- Francia destacó en 2019 como única gran economía que aumentó la inversión bruta recibida.
- Por **grupos de países**, destacan la OCDE y la UE-28 como principales destinos en los últimos años. Las inversiones en la zona euro caen menos que en el resto de áreas.
- Por **regiones geográficas**, Europa y América son con gran diferencia las principales receptoras de inversión. Destaca especialmente Latinoamérica.

#### 2.4.3. Sectores de destino

- El **sector bancario y los seguros** fue el principal destino de inversión española en los últimos cinco años.
- La industria manufacturera fue el **segundo principal destino**, seguido de la construcción, las telecomunicaciones, la construcción y la energía.
- En 2019, en un contexto de caídas generalizadas, destacaron las inversiones en información y telecomunicaciones, que lograron crecer, las manufacturas y la construcción que lograr

#### 2.4.4. CCAA de origen

- Los orígenes de IDE muestran una **muy elevada concentración** en las últimas décadas, y también en los últimos 5 años. La mayoría de la inversión tiene origen en la Comunidad de Madrid, seguida muy de lejos por Cataluña y otras comunidades como Galicia, País Vasco, Comunidad Valencia y Cantabria.
- En **2019**, Galicia fue la segunda mayor emisora de IDE después de Madrid. El peso de Inditex en esta región es especialmente relevante en el ámbito de la IDE. Cataluña fue el tercer mayor emisor, seguido de Castilla y León, Asturias, Baleares, País Vasco y Comunidad Valenciana.

#### 2.4.5. Desinversión española

- La **desinversión total** fue de 13.000 M de € en 2019.
- **Respecto a 2018**, se produjo una bajada notable que en cualquier caso fue muy inferior a la bajada en la inversión bruta total.
- Las **desinversiones de ETVE** fueron las que más cayeron.
- Las **desinversiones de empresas no ETVE** cayeron en menor medida.
- La desinversión **en empresas cotizadas** fue muy poco significativa. La desinversión tuvo lugar sobre todo en empresas no cotizadas.
- Las **ventas** fueron el mayor componente de la desinversión. Las **liquidaciones** fueron el segundo componente principal.

#### Desinversión en términos geográficos

- En términos generales, las desinversiones están fuertemente correlacionadas con el stock total de inversión existente y con factores de coyuntura económica tanto nacional como en el país de destino.

- En los **últimos cinco años**, las mayores desinversiones tuvieron lugar en Hungría, Estados Unidos, Países Bajos, Reino Unido y Brasil. Descartando Países Bajos dada su importancia especial como destino intermedio, cabe señalar la importancia de la desinversión en Hungría y Estados Unidos.
- En 2019, destacó la desinversión en Reino Unido y Hungría. El volumen de desinversión es especialmente elevado en Reino Unido, de más de 6.000 M y alcanzando casi la mitad del total de las desinversiones brutas.

#### **Desinversión en términos sectoriales**

- Los principales sectores de desinversión son:
  1. Comercio al mayor y menor, reparación de vehículos motor y motocicletas.
  2. Información y telecomunicaciones.
  3. Información y comunicaciones

#### **2.4.6. Desinversión por Comunidades Autónomas**

- Resulta relativamente complicado asignar CCAA de origen a la desinversión. Asumiendo la sede social de la empresa como elemento de asignación, puede realizarse un análisis aproximado.
- **La mayor CCAA** de desinversión fue Andalucía.
- **Otras CCAA** relevantes fueron Cantabria, Cataluña, Asturias y País Vasco.

# ESQUEMA CORTO

## INTRODUCCIÓN

### 1. Contextualización

- i. *Internacionalización*
- ii. *Apertura de la economía española al exterior*
- iii. *Inversión extranjera directa*

### 2. Objeto

- i. *¿Cómo se ha internacionalizado la economía española en los últimos años?*
- ii. *¿Qué estructura sectorial tiene la inversión extranjera en España?*
- iii. *¿Qué estructura geográfica tiene la inversión extranjera en España?*
- iv. *¿En qué sectores se ha concentrado la inversión extranjera española?*
- v. *¿Qué destinos principales ha tenido la inversión extranjera española?*

### 3. Estructura

- i. *Consideraciones generales sobre inversión extranjera*
- ii. *Inversión exterior en España*
- iii. *Inversión española en el exterior*
- iv. *Posición de inversión internacional neta (PIIN)*

## I. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE INVERSIÓN EXTRANJERA

### 1. Idea clave

- i. *Flujos y stocks*
- ii. *Tipos de inversión*
- iii. *Banco de España*

### 2. Clasificación según la operación

- i. *Greenfield o nueva planta*
- ii. *Brownfield*
- iii. *Otras ampliaciones*
- iv. *Cambios de titularidad*

### 3. Clasificación según origen de los fondos

- i. *Empresas multinacionales*
- ii. *Fondos de inversión*
- iii. *Fondos soberanos*
- iv. *ETVE – Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros*

### 4. Clasificación según si es bruta o neta

- i. *Inversión bruta*
- ii. *Inversión neta*

### 5. Fuentes de información

- i. *BP– Balanza de pagos elaborada por BdE*
- ii. *RIE– Registro de inversiones exteriores de SEComercio*
- iii. *Cuentas financieras de la economía española*
- iv. *INE*

### 6. Hechos estilizados

- i. *Bidireccional y norte-norte prevalece*
- ii. *Predominan IDE intraindustria intensiva en K e I+D*
- iii. *Menor caída con distancia que con comercio*
- iv. *Multinacionales son más grandes que competidores no MN*
- v. *MN matriz especializadas I+D, filiales en venta*
- vi. *F&A son % elevado de IDE y entrada en desarrollados*

### 7. Modelos teóricos de análisis de la IDE

- i. *Modelos de gravedad*
- ii. *Hot money*
- iii. *Sostenibilidad de la deuda*
- iv. *Movimientos internacionales de capital*
- v. *OLI – Ownership, Location, Internationalization*
- vi. *Helpman, Melitz y Yeaple*
- vii. *Antràs y Yeaple (2014)*

## II. **INVERSIÓN EXTERIOR EN ESPAÑA**

### 1. **Análisis funcional**

- i. *Inversión directa*
- ii. *Inversión en cartera*
- iii. *Otra inversión*
- iv. *Derivados financieros*
- v. *Banco de España*

### 2. **IDE: Estructura sectorial**

- i. *Evolución reciente*
- ii. *Flujos*
- iii. *Stocks*

### 3. **IDE: Estructura geográfica**

- i. *Origen*
- ii. *Destinos dentro de España: flujos*
- iii. *Destinos dentro de España: stocks*
- iv. *Importancia sobre el empleo*

### 4. **Valoración**

- i. *Economía muy abierta a inversión extranjera*
- ii. *IDE como motor de crecimiento y empleo*
- iii. *Stocks más diversificados que flujos*
- iv. *Sectores de oportunidad*

## III. **INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR**

### 1. **Análisis funcional**

- i. *Inversión directa*
- ii. *Inversión en cartera*
- iii. *Otra inversión*

### 2. **IDE: estructura sectorial**

- i. *Flujos*
- ii. *Stocks*

### 3. **IDE: Estructura geográfica**

- i. *Flujos por destino*
- ii. *Flujos por origen*
- iii. *Stocks*

### 4. **Valoración**

- i. *Concentración geográfica*
- ii. *Empresas de origen*
- iii. *Internacionalización y recuperación*
- iv. *Interacción con políticas europeas*

## IV. **POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (PIIN)**

### 1. **Idea clave**

- i. *Concepto*
- ii. *Situación*

**2. Evolución**

- i. *Expansión 1999-2007*
- ii. *Crisis a partir de 2008*
- iii. *Actualidad*

**3. Perspectivas**

- i. *Superávits corrientes*
- ii. *Crecimiento del PIB*
- iii. *Efectos valoración*

**4. Factores determinantes de PIIN futura**

- i. *Saldos de CC*
- ii. *Estabilidad política*
- iii. *Incertidumbre de política económica*
- iv. *Cambios fiscales*
- v. *Integración europea*
- vi. *Crecimiento económico*

**CONCLUSIÓN****1. Recapitulación**

- i. *Consideraciones generales sobre IDE*
- ii. *Inversión exterior en España*
- iii. *Inversión española en el exterior*
- iv. *PIIN*

**2. Idea final**

- i. *Transferencia tecnológica vía IDE*
- ii. *Apertura de economía española*
- iii. *Estabilidad económica y política*

# ESQUEMA LARGO

## INTRODUCCIÓN

### 1. Contextualización

- i. Internacionalización
- ii. Apertura de la economía española al exterior
- iii. Inversión extranjera directa

### 2. Objeto

- i. ¿Cómo se ha internacionalizado la economía española en los últimos años?
- ii. ¿Qué estructura sectorial tiene la inversión extranjera en España?
- iii. ¿Qué estructura geográfica tiene la inversión extranjera en España?
- iv. ¿En qué sectores se ha concentrado la inversión extranjera española?
- v. ¿Qué destinos principales ha tenido la inversión extranjera española?

### 3. Estructura

- i. Consideraciones generales sobre inversión extranjera
- ii. Inversión exterior en España
- iii. Inversión española en el exterior
- iv. Posición de inversión internacional neta (PIIN)

## I. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE INVERSIÓN EXTRANJERA

### 1. Idea clave

- i. Flujos y stocks
- ii. Tipos de inversión
  - a. IDE
  - b. Cartera
  - c. Otras inversiones
  - d. Derivados y OCE
- iii. Banco de España
  - a. Variación de reservas internacionales
  - b. Variación de saldos con Eurosistema
  - c. Otros activos y pasivos de BdE

### 2. Clasificación según la operación

- i. Greenfield o nueva planta
  - a. Construcción de nueva planta productiva
- ii. Brownfield
  - a. Compra de instalaciones ya existentes  
→ Para llevar a cabo nueva actividad
- iii. Otras ampliaciones
  - a. Operaciones con otros fines  
Ejemplo: inversión para sanear balance
- iv. Cambios de titularidad
  - a. No hay cambio en actividad productiva
  - b. Se adquiere capacidad productiva ya instalada

### 3. Clasificación según origen de los fondos

- i. Empresas multinacionales
  - a. Mayor parte de IDE a nivel global

- b. Emergentes empiezan a ser origen de IDE

### ii. Fondos de inversión

- a. Partícipes aportan a entidades gestoras
- b. Invierten en diferentes activos financieros

### iii. Fondos soberanos

- a. Propiedad gubernamental
- b. Menor proporción respecto a EMN y FInversión  
Pero significativa en cualquier caso

### iv. ETVE – Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros

- a. “foreign holding companies”
- b. Vehículos societarios para detentar activos extranjeros
- c. Sin actividad real
- d. Presencia física escasa o nula
- e. Fin último es simplemente poseer activos
- f. Múltiples tipos y variedades
- g. Pertenecen en último término a no residentes
- h. Habitual mostrar flujos de inversión  
→ Con y sin ETVE

### 4. Clasificación según si es bruta o neta

- i. Inversión bruta
  - a. Cantidades brutas invertidas
- ii. Inversión neta
  - a. Inversión bruta menos:  
Desinversiones  
Amortizaciones

### 5. Fuentes de información

- i. BP– Balanza de pagos elaborada por BdE
  - a. Variaciones netas de pasivo  
Si positivo → Entrada de capital
  - b. Variaciones netas de activo  
Si positivo → sale capital
  - c. Posición de Inversión Internacional Neta  
Saldos totales de activos y pasivos de IDE  
Variación de saldos totales
- ii. RIE– Registro de inversiones exteriores de SEComercio
  - a. Base de datos DATAINVEX
  - b. Diferencias significativas con datos BP  
BP criterio de caja  
→ Flujos contabilizados a medida que se desembolsan  
RIE criterio de devengo  
→ Flujos contabilizados de una sola vez  
Distinto alcance de medición  
→ RIE no incluye préstamos entre filiales  
→ RIE no incluye inversiones en inmuebles  
BP publica sólo datos de inversión neta  
→ RIE bruta y neta

RIE desagrega entre ETVE y no ETVE

Diferente desglose

→ BP sólo sectores institucionales residentes

→ RIE tipo de operación, país, CCAA

### iii. Cuentas financieras de la economía española

a. Basado en sistema de cuentas nacionales SEC-2010

b. Incluye:

Balances financieros

Variaciones

→ Cuenta financiera

→ Otras variaciones de volumen

→ Cuentas de revalorización

### iv. INE

a. FILINT

Estadística de filiales de empresas extranjeras en interior

b. FILEXT

Estadística de filiales de empresas españolas en exterior

## 6. Hechos estilizados<sup>1</sup>

### i. Bidireccional y norte-norte prevalece

a. PEDs también reciben pero menor proporción

b. Países más ricos:

→ Emiten más IDE

→ Reciben algo más de IDE que pobres

c. Países más pobres:

→ Emiten menos IDE

→ Reciben más IDE que emiten

→ Más propensos a recibir que a emitir

d. Mayor parte de la IDE es entre desarrollados

### ii. Predominan IDE intraindustria intensiva en K e I+D

a. Cuanto menos intensivo en K e I+D

→ Más probabilidad de no IDE

⇒ Comercio con empresas afiliadas, no filiales

b. Sectores intensivos en K e I+D

→ Prefieren IDE a comerciar con afiliados

⇒ Probable debido a especificidad de activos

### iii. Menor caída con distancia que con comercio

a. Ec. de gravedad explica bien comercio e IDE

→ Relación entre comercio/IDE-distancia

b. Caída de IDE respecto distancia

→ Menor a caída respecto distancia

### iv. Multinacionales son más grandes que competidores no MN

a. Más:

→ Grandes

→ Productivas

→ Intensivas en I+D

→ Exportadoras

### v. MN matriz especializadas I+D, filiales en venta

a. Matrices de MN se especializan en I+D

b. Filiales se especializan sobre todo en venta

→ A mercado propio

→ A mercados extranjeros

### vi. F&A son % elevado de IDE y entrada en desarrollados

a. Gran parte de IDE corresponde a F&A

b. Especialmente importante para entrar en desarrollados

→ En PEDs, F&A es % menor

## 7. Modelos teóricos de análisis de la IDE

i. Modelos de gravedad

ii. Hot money

iii. Sostenibilidad de la deuda

iv. Movimientos internacionales de capital

v. OLI – Ownership, Location, Internationalization

vi. Helpman, Melitz y Yeaple

vii. Antràs y Yeaple (2014)<sup>2</sup>

## II. INVERSIÓN EXTERIOR EN ESPAÑA

### 1. Análisis funcional

i. Inversión directa

a. Primeros flujos en s XIX

Código de Comercio de 1885

→ Permite inversión extranjera

Sectores principales

→ Ferrocarril

→ Minería

b. Primeras décadas del s. XX

Sectores principales

→ Electricidad y agua

Práctica total libertad

Guerra Civil frena en seco

c. Posguerra

Restricciones a entrada de capital extranjero

Ley de Ordenación y Defensa de la Industria Nacional de 1939

→ Prohibido >25 % de capital extranjero

→ Prohibidos directivos extranjeros

d. Plan de Estabilización de 1959

Tímida liberalización

Aumento de participación extranjera hasta 50 %

Participaciones >50 % requieren aprobación ministerial

→ También inversión en cartera

En la práctica, 50 % es vía de entrada

→ El otro 50 % sociedades españolas

⇒ Propiedad de empresas extranjeras

⇒ Régimen laxo de supervisión

⇒ Entrada de multinacionales por esta vía

<sup>1</sup>Ver Antràs y Yeaple (2014) pág. 59 y ss..

<sup>2</sup>Ver Antràs y Yeaple (2014).

Restricciones en sectores estratégicos	→ Énfasis en datos a posteriori
Aumento significativo de IDE	Liberalización de inversiones de terceros países en 1999
→ Automóvil, química, metalurgia, inmobiliario	Eliminación de riesgo cambiario con euro
e. Comienzos de los años 70	Salida neta de capital español
⇒ España capta casi 4 % de IDE mundial	→ Saldo negativo en IDE
⇒ Mitad procedente de ex-UE	→ A pesar de entrada de K en BPagos
⇒ Química y automóvil principales sectores	⇒ Aumenta endeudamiento exterior
Texto Refundido de 1974 sobre inversiones extranjeras	Supresión de libertad para restringir mov. de K
→ Simplificación de normativa	→ Ley de 2003
→ Aumenta seguridad jurídica	j. Crisis de punto com
Registro de inversiones extranjeras en 1975	Menor reducción de IDE en España que en RM
f. Años 80 pre-adhesión	k. Crisis financiera y recuperación
Cambio en criterio de IDE	Máximo histórico de IDE recibida en 2008
→ Nacionalidad cede paso a residencia	Frenazo brusco de entrada de inversión
→ Extranjeros residentes invirtiendo en pts. no es IDE	→ Más fuerte que a nivel mundial
Marco regulatorio complejo y confuso	→ Competencia de emergentes
Poca IDE en años previos a adhesión	Recuperación en 2010 y 2011
→ Ante previsión sea más fácil posteriormente	Brusca caída en 2012
Casi la mitad es ex-UE	→ Crisis soberana de EEMM y España
g. Adhesión a la UE	→ Caída de la IDE global
Ley de inversiones exteriores (1986)	→ Aparición de riesgo cambiario
→ Acervo comunitario en materia de inversiones	Recuperación a partir de 2013
→ Libre inversión como regla general	→ Sector inmobiliario vuelve a captar K
Efectos de la adhesión	→ Fuerte crecimiento en 2014, 2015 y 2016
→ Notable aumento de la inversión	→ Inversiones en ETVE
→ Estabilidad institucional	ii. <i>Inversión en cartera</i>
→ Desarrollo del mercado interno	a. Ligado a desarrollo de mercados financieros
→ Auge de la inversión en los 90	b. Entrada en el euro supone un auge importante
h. Camino hacia la UEM	Rúbrica de mayor importancia en CF
Directiva de libre circulación de K de 1988	c. Saldos fluctuantes
→ marco del Acta Única	→ Signo varía con frecuencia
→ Deja obsoleta Ley de 1986	d. Desplome de inversión en deuda
→ Obliga a libre circulación de capital en 2 años	A partir de 2008
Liberalización de Bolsa	Preferencia por el corto plazo entre 2009 y 2011
→ 3 años	e. Volatilidad importante
Adquisición de inmuebles	Diferenciales de tipos de interés
→ 5 años	Incertidumbre
Movimientos a corto plazo	Sensibilidad a la coyuntura
→ 7 años	iii. <i>Otra inversión</i>
Liberalización completa pero gradual	a. Saldo volátil generalmente positivo
⇒ Completada en 1992 (antes de tiempo)	b. Captación de K en fase de crisis
⇒ Consagrada como pilar del mercado único en 1993	Compensa caída en bonos y obligaciones
Nueva Ley de inversiones en 1992	c. Segunda más importante tras ICartera
→ Homogeneizar con otros estados	d. Esperable saldo se reduzca si cae interés
i. UEM y década de expansión 1999-2008	iv. <i>Derivados financieros</i>
RD de 1999 sobre inversiones exteriores	a. Poco peso relativo
→ Reducción al mínimo de tratamiento administrativo	b. Fuerte volatilidad
	c. Transacciones aumenta en momentos de crisis
	v. <i>Banco de España</i>
	a. Tendencia poco clara



- b. Aumento del saldo acreedor del BdE frente € sistema  
Desde inicio de la crisis
- c. A partir entre 2011 y 2012  
Aumento explosivo saldo deudor  
Capital sale de economía española
- d. Recuperación del saldo a partir de verano 2012  
Whatever it takes  
Estabilización de mercados
- e. Crecimiento a partir de APP de 2014  
Compras de activos a tenedores no residentes

## 2. IDE: Estructura sectorial

- i. *Evolución reciente*
  - a. Fuerte crecimiento desde 2017  
Bruta, neta, con y sin ETVE
  - b. Aumento en casi todos los sectores  
Ligera caída de flujos en inmobiliario y financieros
- ii. *Flujos*
  - a. 2018
  - b. Transporte y almacenamiento  
Fortísimo aumento en 2018  
Especialmente actividades anexas a transporte terrestre  
Primer receptor en 2018
  - c. Construcción  
Importante aumento en 2018  
Recuperación del sector de la construcción
  - d. Información y comunicaciones  
→ Programas de televisión  
→ Otras actividades  
Doblan flujos en 2018
  - e. Agricultura, extractivas, suministro y gestión del agua  
Retroceso fuerte en 2018
  - f. Manufacturas  
Ligero retroceso de la inversión
  - g. 2019  
Fuerte caída con respecto a 2018  
Vuelta a tendencia de años anteriores
- iii. *Stocks*
  - a. Volúmenes elevados en:  
→ Sectores con elevadas economías de escala  
→ Sectores con muchas empresas
  - b. Principales sectores:<sup>3</sup>
    - 1 Energía (muy por delante del resto)
    - 2 Materiales de construcción
    - 3 Comercio mayorista
    - 4 Telecomunicaciones
    - 5 Inmobiliario
    - 6 Servicios financieros
    - 7 Metalurgia, fabricación metálica

- 8 Seguros
- 9 Química
- 10 Comercio al por menor
  - 1 Energía
  - 2 Comercio al por mayor
  - 3 Minerales no metálicos
  - 3 Telecomunicaciones
  - 4 Metalurgia y siderurgia
  - 5 Vehículos
  - 6 Química
  - 7 Comercio al por menor
  - 8 Farmacia, fabricación
  - 9 Construcción

## 3. IDE: Estructura geográfica

- i. *Origen*
  - a. Sin ETVE
  - b. Evolución reciente de flujos  
Italia, Australia, Estados Unidos  
→ Importante aumento de inversión bruta en 2018  
Reino Unido, Alemania, Francia, Países Bajos  
→ Caídas entre 2017 y 2018  
Europa aumenta fuertemente su peso en IDE recibida  
LATAM pierde peso en último lustro  
Asia, Oceanía, África aumentan inversiones  
→ Aunque muy de lejos en relación a Europa
  - c. Principales orígenes de flujos  
OECD y UE28 abrumadoramente mayoritarios  
USA, UK, ITALIA, AUSTRALIA, ALEMANIA  
→ Países de origen último principales  
Luxemburgo, Países Bajos y Hong Kong  
→ Intermediarios de origen último
  - d. Origen de stocks  
EEUU, RU, FRA  
→ Principales beneficiario de stocks  
→ Más de 150.000 M de € entre los tres  
ITA, ALE, MEX, CHI  
→ Siguen no muy de lejos  
→ Casi 100.000 M de € en total  
Otros países  
→ Importancia menor  
→ Destacan LUX, SWI, NED, JAP, UAE
- ii. *Destinos dentro de España: flujos*
  - a. Problemas de imputación  
Dependiente de sedes de empresas
  - b. Factores importantes en evolución reciente  
– Inestabilidad política en Cataluña  
– Traslados de sedes a Madrid
  - c. Madrid es siempre principal receptor  
Dobla inversión recibida en 2018

<sup>3</sup>Ver DATAINVEST Inversión Extranjera en España, stock en miles de euros, todos los años.

- De 17.000 M € en 2017 a 39.000 M €
- d. Cataluña segundo receptor
  - Aunque tendencia decreciente en último lustro
- e. País Vasco
  - Tercer receptor de IDE
  - Tendencia decreciente
- f. Comunidad Valenciana
  - Tendencia creciente
  - Iguala a País Vasco en 2018
- g. AND, CLM, NAV
  - Siguen de lejos a anteriores
- iii. *Destinos dentro de España: stocks*
  - a. Madrid muy por encima del resto
    - Tanto como todos los demás juntos
    - Más de 250.000 M de €
  - b. CAT, PV, AST
    - Siguen de lejos
- iv. *Importancia sobre el empleo*
  - a. Empleo en empresas con K extranjero
    - No necesariamente igual a stock de K
    - ¿Cuanto empleo sobre % genera K extranjero?
  - b. Madrid es principal centro de empleo con K extranjero
    - A pesar de ser segunda en empleos totales
  - c. Siguen NAV, CAT, ARA, AST

#### 4. Valoración

- i. *Economía muy abierta a inversión extranjera*
- ii. *IDE como motor de crecimiento y empleo*
- iii. *Stocks más diversificados que flujos*
  - a. Tendencia a diversificación de stocks
    - Porque orígenes actuales son distintos a pasados
- iv. *Sectores de oportunidad*
  - a. Logística y transporte
  - b. Biotecnología
  - c. TIC y Comunicación
  - d. Energías renovables
  - e. Aguas y desalinización

### III. INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

#### 1. Análisis funcional

- i. *Inversión directa*
  - a. Fenómeno relativamente reciente
  - b. Refleja mejora de competitividad española
    - Ventajas competitivas
    - Músculo financiero
  - c. Años 30
    - Inversión libre
  - d. Posguerra
    - Restricciones a salida de divisas
    - Escaso desarrollo interno impide salida de IDE
    - Restricciones a tenencia de activos exteriores

- e. Liberalización a partir de 1973
  - Primeras medidas de liberalización
  - Pero se mantienen restricciones en muchos sectores
  - Banca y gran industria permitidos
  - Crisis del petróleo agrava situación de BP
- f. Liberalización a partir de 1979
  - Autorización desaparece
  - Sólo excepcionalmente necesaria
- g. Entrada en UE
  - Primera liberalización tras entrada
  - Sujeta a periodo gradual
  - ⇒ Evitar salidas masivas de K
  - Liberalización culminada en fases
  - 1992, 1999
  - 2003: sin potestad restricción salida de IDE
- h. Profundo cambio estructural a partir de 90s
  - Privatización de grandes empresas españolas
  - Crecimiento España
  - Bajada de tipos de interés progresiva
  - Desde niveles muy altos a principios de los 90
  - Empresas españolas inician inversiones significativas
  - Emisor neto en algunos años
- i. Explosión de la IDE española
  - Principios de los 2000
  - Adquisiciones en sectores
  - Bancario
  - Inmobiliario
  - 9,7 % del PIB en 2000
  - Noveno emisor mundial de IDE
  - Reducción a partir de 2002
- j. Factores que impulsaron IDE española
  - Contagio de crisis argentina
  - Desaceleración de privatizaciones
  - Cambio en expectativas empresariales
  - Depreciaciones en países LATAM con presencia española
- k. 2002-2007: cambio hacia UE
  - Industria y construcción ganan peso
  - Telecomunicaciones y energía se mantienen
  - Captación de K vía bonos y préstamos
  - Sobre todo, con sector bancario residente
  - Recursos propios pierden peso
  - Aumentan rentas del capital a favor de RM
  - Resultado global
  - Stock de IDE se multiplica por 4
  - De 52.000 a 400.000
  - Stock similar a Alemania como % de PIB
  - Supera a Italia o EEUU
- l. Crisis

Reducción muy notable de inversiones  
Aumentos de valoración compensaron desinversiones

→ Especialmente en primera fase 2008-2013

m. Actualidad

Aumento en términos netos en 2018

→ Aunque cae en términos brutos

⇒ Desinversión cae fuertemente

ii. *Inversión en cartera*

a. Fuertemente ligada a volatilidad financiera

b. Desinversiones de carteras de activos extranjeros

Crisis explica gran parte

iii. *Otra inversión*

## 2. IDE: estructura sectorial

i. *Flujos*

a. Financiero y de seguros

Principal sector

Más de 8000 millones

Fuerte aumento en 2018

b. Agrícola, manufacturas, comercio, construcción

Siguen de lejos

Fuerte aumento en agrícola

Muy fuerte caída en manufacturas

Relativamente estables el resto

ii. *Stocks*

a. Volúmenes elevados en:

→ Sectores con elevadas economías de escala

→ Sectores con muchas empresas

b. Principales sectores:

1 Servicios financieros

2 Energía eléctrica

3 Telecomunicaciones

4 Comercio al por mayor

5 Seguros

6 Minerales no metálicos

7 Petróleo

8 ABT

9 Inmobiliario

10 Comercio al por menor

## 3. IDE: Estructura geográfica

i. *Flujos por destino*

a. Europa y LatAm principales destinos

Latam aumenta en 2018

Europa cae fuertemente

→ Freno a inversión en UK

→ Inversión muy fuerte en UK en años revios

b. Siguen resto de áreas

ii. *Flujos por origen*

a. Madrid predomina

Tendencia decreciente en últimos años

b. Cataluña sigue de lejos

Tendencia creciente

c. Otras regiones relevantes

Cantabria (Banco Santander)

Comunidad Valenciana

Galicia

País Vasco

iii. *Stocks*

a. Principales países

EEUU, UK, BRA, MEX, ARG

CHILE, FRANCIA, ITALIA, PAÍSES BAJOS,

→ Más del 50%

b. ALE, CHI, SWI, POR

Siguen de lejos

Stocks cercanos al 4 % cada uno

→ Alrededor de 17.000 M cada uno

## 4. Valoración

i. *Concentración geográfica*

a. Factor de riesgo

b. Sensibilidad a shocks cíclicos

ii. *Empresas de origen*

a. Fundamentalmente grandes multinacionales españolas

iii. *Internacionalización y recuperación*

a. Clave para sostenibilidad del crecimiento

b. Mejor aprovechamiento de escala y alcance

c. Mayor rendimiento de stock de capital en extranjero

iv. *Interacción con políticas europeas*

a. Acuerdos de promoción y protección de inversiones

b. Competencia de UE en materia de IDE

## IV. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (PIIN)

### 1. Idea clave

i. *Concepto*

a. Balance estadístico

b. Tenencias de activos y pasivos financieros externos

c. Resultado de:

Transacciones pasadas

→ Cuenta financiera

Revalorizaciones

Otros cambios de valor

ii. *Situación*

a. Fuertemente deficitaria

b. RM posee más de España que España de RM

c. Tendencia deficitaria hasta crisis

d. Ligera recuperación posterior

### 2. Evolución

i. *Expansión 1999-2007*

a. Fortísima expansión de la posición deudora

b. Cuenta financiera principal causante

Grandes déficits corrientes

Financiación de IDE mediante pasivos

ii. *Crisis a partir de 2008*

a. Deterioro inicial

Principalmente vía otra inversión

b. Freno a partir de 2011

Salida de capital vía otra inversión

Reversión de la cuenta corriente

Desinversión de activos de cartera españoles

iii. *Actualidad*

a. Tendencia favorable

b. Aún cercana al 80 %

c. Principales componentes

Inversión de cartera muy deficitario

Banco de España aumenta posición deudora

→ Vía saldos TARGET

Otra inversión reduce peso

IDE aumenta posición deudora ligeramente

→ Pero poco peso en conjunto

**3. Perspectivas**

i. *Superávits corrientes*

a. Se mantienen a pesar de crecimiento

b. Cambio estructural en tendencia

ii. *Crecimiento del PIB*

a. Permite reducir peso sobre %

Si se mantiene cap. de financiación

iii. *Efectos valoración*

a. Aumento de valor de activos españoles

Aumentan posición deudora española

→ No son síntoma de preocupación

**4. Factores determinantes de PIIN futura**

i. *Saldos de CC*

ii. *Estabilidad política*

iii. *Incertidumbre de política económica*

iv. *Cambios fiscales*

v. *Integración europea*

vi. *Crecimiento económico*

**CONCLUSIÓN**

**1. Recapitulación**

i. *Consideraciones generales sobre IDE*

ii. *Inversión exterior en España*

iii. *Inversión española en el exterior*

iv. *PIIN*

**2. Idea final**

i. *Transferencia tecnológica vía IDE*

a. Factor no examinado

b. Objeto de política económica

c. Cada vez mayor relevancia

ii. *Apertura de economía española*

a. Enormes avances en últimas décadas

b. Economía española nunca tan integrada

Especialmente con Europa

iii. *Estabilidad económica y política*

## GRÁFICAS

# CONCEPTOS

## **Saldos en TARGET y programa de compra de activos del Banco Central Europeo**

Durante la crisis financiera, los saldos acreedores de la cuenta del Banco de España respecto al Eurosistema aumentaron considerablemente. Entre 2013 y 2014 volvieron a caer significativamente ante la estabilización en los mercados de deuda pública y las caídas de las primas de riesgo. Sin embargo, a partir de mediados de 2014 el saldo acreedor inició de nuevo una senda creciente. ¿Por qué aumenta el saldo acreedor de la cuenta del Banco de España con el sistema TARGET al iniciarse el programa de compras de activos?

El programa de compra de activos del Banco Central Europeo se implementa de forma descentralizada, de manera que son los bancos centrales nacionales (BCNs) los que llevan a cabo la mayor parte del volumen de compras. El reparto entre BCNs se realiza de acuerdo con la clave de capital que le corresponde a cada BCN. Las claves de capital se definen de forma independiente a la localización de las contrapartes de las compras de activos, y dependen de factores tales como el PIB y la población respectiva. Sin embargo, los activos comprados se encuentran en manos de entidades residentes en centros financieros cuyo peso relativo en términos de activos mantenidos en balance no corresponde con el peso relativo en términos de PIB o población. Así, cuando un BCN realiza una compra de un activo a una contraparte residente en un país distinto al del BCN, el BCN debe aumentar el pasivo con el Eurosistema para transferir los fondos correspondientes a la compra del activo en cuestión. Así, el programa de compras está implicando una expansión del saldo TARGET global, porque aumentan los pasivos de los BCNs de países cuyos residentes detentan pocos activos comprados.

Teniendo en cuenta este proceso, cabe afirmar que el aumento de los saldos TARGET de los últimos años (desde 2014) no está relacionado con un contexto de estrés en los mercados financieros resultante de dudas sobre la solvencia de determinados EEMM, sino con el programa de compra de activos y por ello, no debe ser un motivo de preocupación respecto a la solvencia o inestabilidad de los sistemas financieros de países miembros.

## **PREGUNTAS**

## NOTAS

Curro y Sahuquillo están contruidos a partir de la misma base. Curro un año más actual. Necesario actualizar con informe de la balanza de pagos del BdE.



# BIBLIOGRAFÍA

Mirar en Palgrave:

■

Antràs, P; Yeaple, S. R. (2014) *Multinational firms and the Structure of International Trade* Handbook of International Economics, Volume 4 – En carpeta del tema

Boletín de Inversiones Exteriores de MINCOTUR – SEComercio. Informe de flujos y posiciones 2018

Base de datos DATAINVEX – <http://datainvex.comercio.es/>