

Las inversiones directas españolas en América Latina en el período 2000-2003

ALFREDO ARAHUETES

Profesor de Economía Mundial de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE), Universidad Pontificia Comillas de Madrid.

AURORA GARCÍA DOMONTE

Profesora del Departamento de Gestión Financiera de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE), Universidad Pontificia Comillas de Madrid.

RESUMEN

Las inversiones directas españolas han acompañado la tendencia seguida por los flujos internacionales de inversión directa. Registraron un importante *take off* en la etapa 1996-2000 y desde entonces han seguido una trayectoria descendente que apenas ha comenzado a cambiar en 2004. Sin embargo, en este año pasado la drástica y preocupante reducción de la entrada de inversiones extranjeras directas en España ha supuesto que las inversiones directas realizadas hayan vuelto a superar de nuevo a las recibidas. El elevado flujo de inversiones directas en el exterior en esta etapa se concentró sobre todo en los países de América Latina, lo que determinó que las instituciones financieras y las empresas españolas se constituyesen en los segundos inversores internacionales en la región, apenas por detrás de Estados Unidos.

ABSTRACT

The direct Spanish investment follows the international flow of direct investment. They registered an important «take off» in the 1996-2000 period and since then has been following a descendent tendency that barely has started to change in 2004. None the less, in the last year the drastic and worrying reduction of the entrance of the foreign direct investment in Spain has assumed that the already done direct investment have come to exceed once again the once that were received. The high flow of foreign direct investment in this period was concentrated most of all in the Latin America countries, which determined that Spanish financial institutions and enterprises became the second international investors in the region, only behind of the United States.

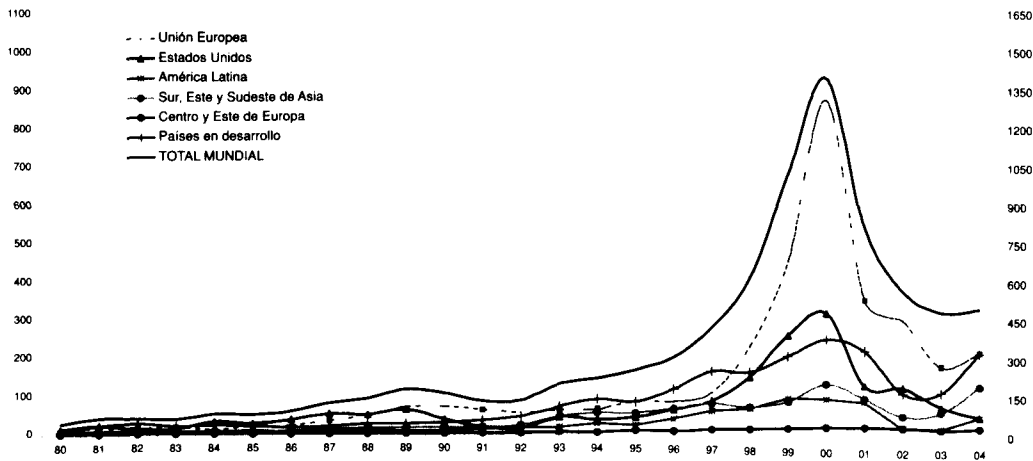
RASGOS DE LA EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES DIRECTAS INTERNACIONALES EN EL PERÍODO 2000-2004

La larga fase de expansión de las inversiones directas internacionales en el período 1993-2000 dio paso a una nueva etapa de desaceleración en la que, sin embargo, los flujos anuales mantuvieron una cuantía muy superior, incluso, a las fases expansivas registradas en anteriores etapas (véase Gráfico n.º 1). En el año 2000 las inversiones directas registraron un record histórico y su cuantía representó algo más de 6 veces los niveles de mediados de los años noventa, considerados entonces los más elevados de la historia. En 2001 los flujos de inversiones directas sufrieron una contracción del 54 por 100, lo que suponía el inicio de

un significativo cambio de tendencia. Con todo, esta brusca contracción debía analizarse con cierta cautela. La elevada dimensión de las inversiones directas mundiales en los años 1999 y 2000 estuvieron determinadas por el alto nivel alcanzado por el proceso de fusiones y adquisiciones internacionales, y en particular, a que éste registró un grupo de operaciones de muy elevada cuantía tanto en 1999 como, sobre todo, en 2000.

De este modo, era lógico que en 2001 se registrase una significativa reducción de las inversiones directas, puesto que era poco probable que tuviesen lugar nuevas operaciones de fusiones y adquisiciones transfronterizas de cuantías similares a las que se verificaron en los dos años anterior-

Gráfico n.º 1: Flujos de Inversiones directas internacionales por áreas de destino, 1980-2004, (miles de millones de €)



A la escala de la izquierda están referidas las inversiones directas de las distintas áreas, y a la escala de la derecha las inversiones totales mundiales.

Fuente: Elaboración propia según datos de UNCTAD (2001 a 2004) y OCDE (2003 y 2004).

res. En 1999 y 2000 los sectores más activos para las operaciones de fusiones y adquisiciones internacionales fueron los vinculados a actividades de la «nueva economía» y, por tanto, en ellos también se verificaron las mayores concentraciones de inversiones directas. La importancia de las inversiones en actividades relacionadas con las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones se pone de relieve al observar que mientras en 1995 las inversiones directas de estas actividades ascendieron a 18.000 millones de dólares, en 2000 alcanzaron los 400.000 millones de dólares¹. El cambio de los «*animal spirits*» reflejado en la caída del Índice Compuesto de Precios de *Standard & Poor's* en marzo de 2000 introdujo una nueva atmósfera que cambiaría el ánimo de los agentes económicos a medida que transcurría ese año.

El continuo aumento de las cotizaciones bursátiles que había tenido lugar durante los seis años anteriores había constituido un importante mecanismo para la financiación de las inversiones de las empresas y, por tanto, de las inversiones internacionales. El nivel alcanzado por las cotizaciones bursátiles motivó que el *chairman* de la Reserva Federal —Alan Greenspan— señalase, en 1998, que los mercados atravesaban por una fase de «exuberancia irracional». Sin embargo parecía que esta vez el crecimiento de la productividad podía ser esgrimido como el verdadero fundamento de la nueva valoración de las empresas. Poco había que temer, ya que la «nueva economía» había traído, además de nuevas tasas de productividad, el ansiado fin de los ciclos económicos.

Pero de nuevo, por causas poco explícitas, en marzo de 2000 la realidad fundamental de la economía volvía a mostrarse como siempre. El abismo entre el nivel de las cotizaciones bursátiles y los beneficios empresariales volvía a aparecer como una ley inexorable. El sueño del *Dow Jones* en 36.000² no estaba a la vuelta de la esquina, sino que quizá tendría que esperar hasta 2070. Mientras tanto, la burbuja bursátil había comenzado a desinflarse con la suave caída del índice *Dow Jones* en diciembre de 1999, y los malos presagios se confirmaban tanto con la caída del *Standard & Poor's*, desde marzo de 2000, como con la precipitación abrupta del índice de la «nueva economía», el *Nasdaq*. En los dos años siguientes «las empresas perdieron [por la caída de sus cotizaciones] 8,5 billones de dólares sólo en las bolsas estadounidenses (...), la Nueva Economía no había puesto fin al ciclo económico (...), y el mayor auge de la economía de Estados Unidos desde la II Guerra Mundial dio paso también a la mayor caída»³.

De esta forma, se inició una nueva fase de intensa desaceleración de la economía internacional motivada por la crisis de la economía estadounidense, en la que los desequilibrios financieros del sector empresarial y el cambio en los «*animal spirits*» se convirtieron en los principales lastres para una rápida recuperación. La nueva atmósfera venía cargada de expectativas muy pesimistas sobre la obtención de beneficios, y fue precisamente la percepción de que «los beneficios permanecerían esquivos lo que determinó que las empresas multinacionales europeas que habían invertido con fuerza en Estados Unidos [y en otras áreas como América La-

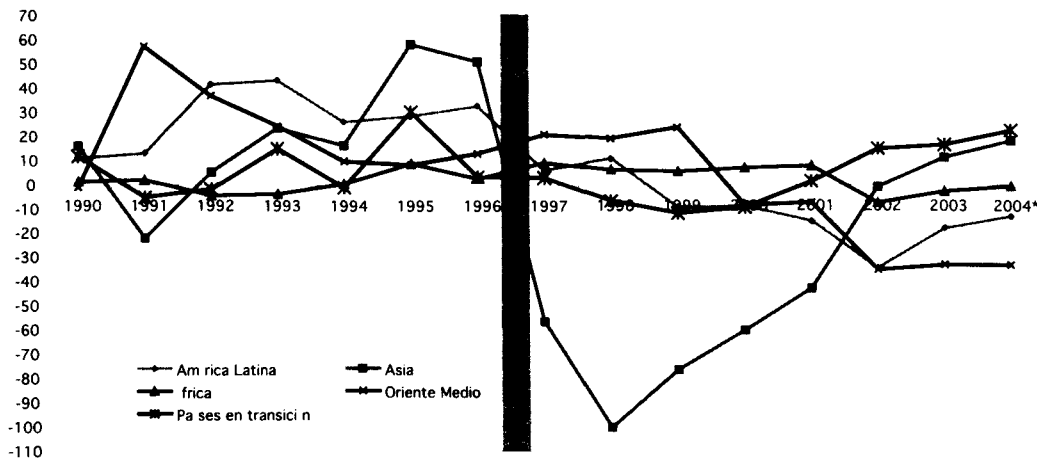
tina] comenzasen a recortar sus inversiones en todas partes. En términos más generales, la necesidad de llevar a cabo ajustes para adaptarse a las caídas sin precedentes registradas en los mercados bursátiles supuso otro motivo de freno para la marcha de la economía mundial»⁴.

El cambio de estrategia de las empresas supuso una importante reducción de las fusiones y adquisiciones transfronterizas y de las inversiones directas. Así, las inversiones directas internacionales sufrieron en 2001 una abrupta contracción del 54 por 100, que se acentuó en 2002 con una nueva caída del 20 por 100 y en 2003 con una nueva

reducción del 28 por 100 (véase Gráfico n.º 1). Apenas en 2004 parece haberse quebrado la tendencia decreciente iniciada en 2001 y los flujos internacionales han registrado, por primera vez desde entonces, una tasa positiva⁵ del 6 por 100.

En el ciclo expansivo 1995-2000, los flujos internacionales de inversiones directas se originaron y se destinaron a los principales países industrializados, pero continuó aumentando de forma destacada la participación, como destinatarios, de los países asiáticos y, de manera creciente, de los países de América Latina y las economías europeas en transición (véase Gráfico n.º 1). Los países de la

Gráfico n.º 2: Evolución de los Flujos Financieros Internacionales netos en Países en Desarrollo y Economías en Transición deducidas las Inversiones Directas, 1990-2004
(miles de millones de euros)



* Datos previsionales.

En este caso los flujos financieros netos internacionales incluyen sólo las inversiones de cartera y otras inversiones (cuyo componente principal son los préstamos), de forma que al excluir las inversiones directas se observe mejor la retracción de los capitales.

Fuente: Elaboración propia según datos del *World Economic Outlook* del FMI, varios números.

Unión Europea y Estados Unidos eran los principales inversores y sus economías eran también las grandes destinatarias de las inversiones directas. Sin embargo, las economías asiáticas —y en ellas, particularmente, China— y las de América Latina recibieron una importante oleada de inversiones extranjeras, proceso al que se incorporaron, en una dimensión menor, las economías en transición.

La desaceleración de la economía internacional, iniciada en el segundo semestre de 2000, representó un segundo *shock* adverso para los países en desarrollo y las economías en transición. Estas áreas todavía estaban sufriendo los efectos negativos de un primer *shock* que se produjo a consecuencia de la crisis asiática de 1997. La naturaleza de esta crisis hizo que se convirtiese en la primera crisis financiera de la globalización y sus efectos negativos fueron tan amplios que desencadenaron la crisis rusa de agosto de 1998, y fuertes turbulencias sobre los países de América Latina. Este primer *shock* se tradujo en la retracción de los flujos financieros internacionales (véase Gráfico n.º 2) de casi la totalidad de los países emergentes, lo que originó que sus economías vieses amenazada su estabilidad y entrasen, de forma abrupta, en fases recesivas.

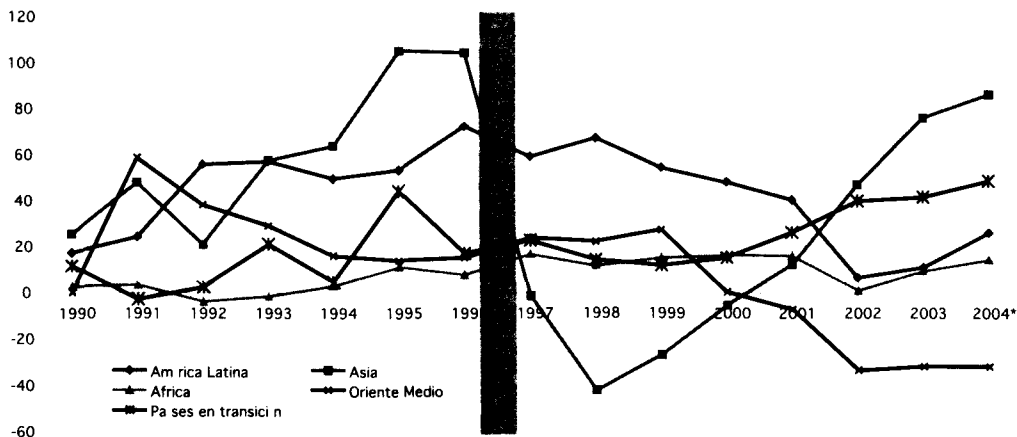
La contracción de los flujos financieros netos internacionales, que se refleja en el gráfico n.º 2, no revistió la intensidad de otras épocas porque la evolución de las entradas de inversiones directas en los países en desarrollo y economías en transición compensó la intensidad de las salidas de capitales en las categorías de inversiones de cartera y de flujos de préstamo. La nueva importancia

de las inversiones directas puede observarse en el gráfico n.º 3. Al considerar los flujos netos de inversiones directas junto a los demás flujos financieros da la impresión de que la única área afectada por la crisis de 1997 es la propia región asiática, y sin embargo es la dinámica diferencial de las inversiones directas la que explica que, mientras se retiraban los demás flujos financieros, los movimientos de capitales internacionales de las empresas siguieron dirigiéndose a las economías asiáticas —y en éstas en particular a China—, a los principales países de América Latina, a las economías en transición de los países del antiguo bloque comunista e incluso a un grupo de países en África.

La volatilidad de las inversiones de cartera y de los flujos de préstamo desde 1997 contrasta con la sostenida expansión de los flujos de inversiones directas que se mantuvieron creciendo en las economías emergentes hasta el año 2000 y comenzaron a reducirse en 2001. Desde este año y hasta 2003, sin embargo, las inversiones directas siguieron la misma evolución que se había iniciado un año antes en los países industrializados. El comportamiento de las inversiones directas en los países industrializados, por una parte, y en los países en desarrollo y economías en transición, por otra, no se sincronizó porque todavía en 2001 se registraron importantes inversiones directas en China, India, Brasil, México y la República Checa, países que en la etapa 1990-2001 absorbieron algo más de la mitad de los flujos totales de inversiones directas que se dirigieron al mundo no desarrollado⁶.

La crisis asiática de 1997-1998, la desaceleración de la economía internacional a par-

Gráfico n.º 3: Evolución de los Flujos Financieros Internacionales netos en Países en Desarrollo y Economías en Transición, 1990-2004 (miles de millones de euros)



* Datos previsionales.

Los flujos financieros netos internacionales incluyen: inversiones directas, inversiones de cartera y otras inversiones cuyo componente principal son los préstamos.

Fuente: Elaboración propia según datos del *World Economic Outlook* del FMI, varios números.

tir del segundo semestre de 2000 y la contracción de los flujos de inversiones directas en los países en desarrollo desde 2001 han convertido a estos países –en distintos momentos– en exportadores netos de capital. Obviamente, primero fueron los países asiáticos y después los países de América Latina. Esta nueva situación les abocó a ajustar sus economías y obtener importantes superávits en sus balanzas por cuenta corriente que les permitiesen no sólo cumplir sus compromisos financieros sino acumular reservas para despejar incertidumbres. Teniendo en cuenta las exportaciones netas de capitales que han realizado los países en desarrollo en el período 1999-2003 y las entradas que se registraron en la etapa anterior, desde

1990, cabe afirmar que los recursos netos⁷ acumulados por los capitales invertidos en los países emergentes entre 1990 y 2003 ascienden, aproximadamente, a 130.000 millones de US\$, o lo que es lo mismo, representan apenas el 1,2 por 100 del PIB conjunto de los países en desarrollo en 2003, lo que refleja que también en esta etapa ha tenido lugar una excesiva aversión al riesgo de los flujos internacionales de capitales privados.

También se verifica un fenómeno importante respecto a la disponibilidad de divisas por parte de las economías emergentes. Cuando se compara la evolución de las entradas netas de inversiones directas con las

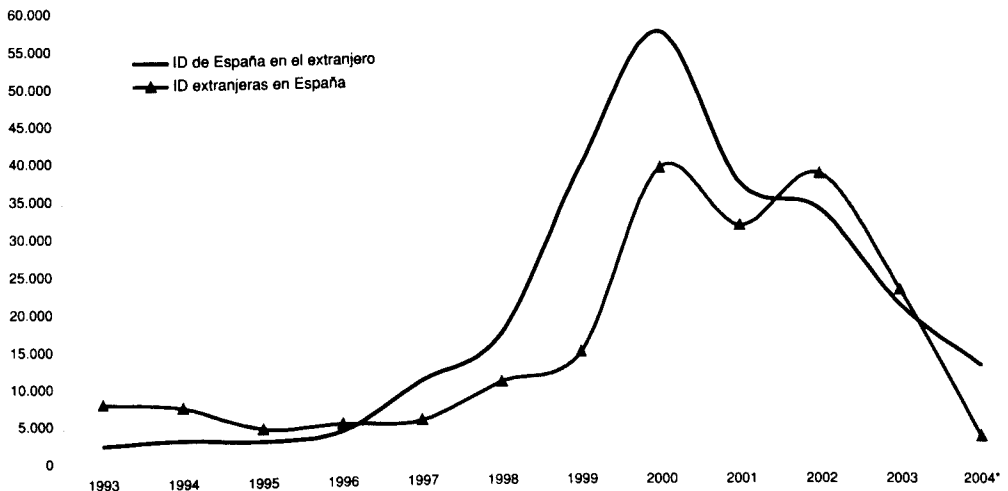
salidas netas en concepto de rentas derivadas de estas inversiones se observa que desde el año 2000 las empresas extranjeras han disminuido sus flujos de inversión y han mantenido las rentas de capital que remiten al exterior. Estas rentas representan cantidades importantes, como pone de relieve el caso de los países de América Latina, desde los que las empresas extranjeras transfieren al exterior, anualmente, en concepto de dividendos alrededor de 20.000 millones de dólares desde 1997⁸.

LOS NUEVOS RASGOS DE LAS INVERSIONES ESPAÑOLAS EN AMÉRICA LATINA EN EL PERÍODO 2000-2003

Las inversiones directas españolas han acompañado la tendencia seguida por los

flujos internacionales de inversión directa. Registraron un importante «take off» en la etapa 1996-2000 y desde entonces han seguido una trayectoria descendente que apenas ha comenzado a cambiar en 2004. El salto cuantitativo que tuvo lugar en la etapa 1996-2000 (véanse Gráficos n.º 4 y n.º 5) contribuyó a que la economía española se convirtiese por primera vez en su historia, y en particular desde 1997, en inversora directa neta internacional, al menos hasta 2001, cuando volvió a la situación tradicional de receptora neta de inversiones. Sin embargo, en 2004 la drástica y preocupante reducción de la entrada de inversiones extranjeras directas en España ha supuesto que las inversiones directas realizadas hayan vuelto a superar de nuevo a las recibidas, lo

Gráfico n.º 4: Flujos de Inversiones directas de España en el exterior y de Inversiones directas extranjeras en España, 1993-2004 (millones de euros)



* Datos a septiembre de 2004.

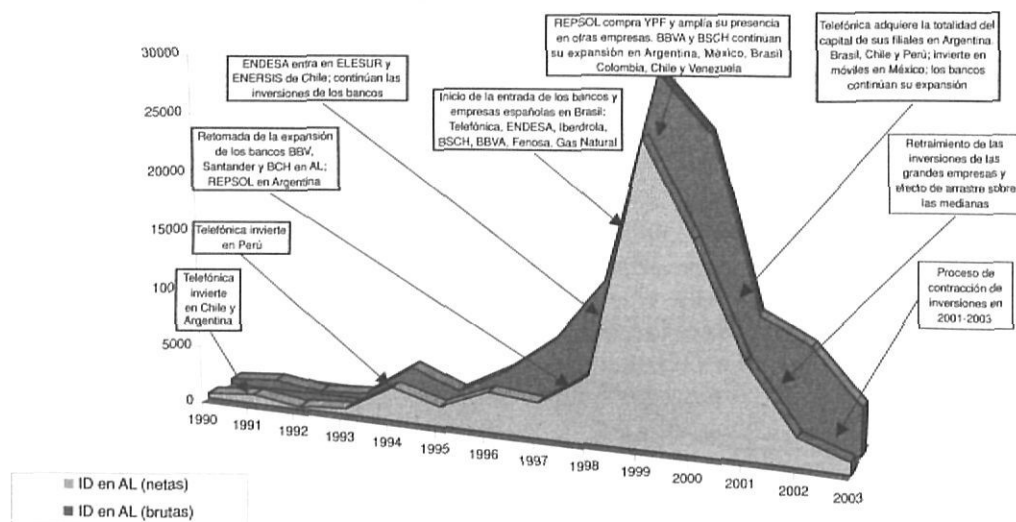
Fuente: Elaboración propia según datos de *Balance of Payments Statistics Yearbook* del FMI, varios años, y Boletín Estadístico del Banco de España.

que no deja de constituir una seria adversidad en un año récord en el déficit de la balanza por cuenta corriente.

El elevado flujo de inversiones directas en el exterior en esta etapa se concentró sobre todo en los países de América Latina, lo que determinó que las instituciones financieras y las empresas españolas se constituyesen en los segundos inversores internacionales en la región, apenas por detrás de Estados Unidos⁹. La dinámica de este ciclo de inversiones en los países de América Latina estuvo determinada por el sector servicios –actividades financieras y servicios públicos (*utilities*)–, que absorbió el 57 por 100 de los flujos, seguido del manufacturero (28 por 100) y actividades primarias (15 por 100).

El ciclo expansivo de las inversiones directas de las empresas españolas en América Latina del período 1995-2000¹⁰ (véase Gráfico n.º 5) dio paso, desde los primeros meses de 2001 (véase Gráfico n.º 5), a una nueva fase de intensa retracción inversora que continuó hasta 2003, tras la cual parece haberse iniciado en 2004 una nueva fase de suave aumento de inversiones. En esta nueva etapa la intensa desaceleración de los flujos españoles de inversiones directas ha hecho que su cuantía haya vuelto a situarse en niveles inferiores a los del comienzo del ciclo expansivo anterior, pero su evolución ha sido similar a la de los flujos de inversiones directas internacionales. Esta evolución de las inversiones directas de las empresas e instituciones financieras españolas, es un claro

Gráfico n.º 5: Evolución de las ID de las principales empresas españolas en la fase expansiva 1994-2000 y en la nueva etapa 2001-2003



Fuente: Casilda (1999), Arahuetes (2001), Arahuetes y Casilda (2004) y elaboración propia según datos de la Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Economía.

reflejo tanto de la atmósfera de incertidumbre vigente en la economía internacional, como de la cautela que inspiran las expectativas y los «*market sentiments*» sobre algunas de las economías de América Latina y en particular sobre la argentina.

Las empresas extranjeras que, como las españolas, se instalaron principalmente en actividades de servicios destinados al mercado interno han sido las que han sufrido en mayor medida el impacto de la desaceleración de la economía internacional y de las crisis de los mercados internos en las economías latinoamericanas. Los mercados financieros internacionales pronto les restringieron el crédito, que con tanta abundancia les proporcionaron en el ciclo expansivo de los noventa, al percibir que las empresas registraban un elevado endeudamiento en divisas. Las crisis de las economías de la región originaron la contracción de los mercados internos al tiempo que las devaluaciones mermaban los ingresos en dólares que podían obtener tras convertir sus ganancias en moneda nacional a un tipo de cambio muy desfavorable. Esta situación se complicó ante la falta de claridad de los marcos reguladores, por lo que resultaba difícil aumentar las tarifas en momentos en los que la población asistía a un estancamiento de sus ingresos cuando no a una clara disminución. Era una situación muy diferente de la que tenían los inversores en actividades primarias, ya que sus ingresos seguían obteniéndose en dólares y algunas materias primas registraban importantes aumentos de precios en el mercado internacional.

En el período 1995-2001, los países de América Latina se convirtieron en el princi-

pal destino de las inversiones de las empresas españolas, absorbiendo, en promedio anual, el 60 por 100 de las mismas, al tiempo que los países de la Unión Europea se situaban en segundo lugar con el 26 por 100¹¹. Sin embargo, en la nueva etapa a partir de 2001 la situación se ha invertido. Las inversiones españolas se han orientado mayoritariamente hacia los principales países de la Unión Europea (55 por 100), y los países de América Latina se han situado como la segunda área de destino (25 por 100) (véanse Gráficos n.º 6 y n.º 7). Este cambio es fácil de entender. Al contrario de lo que ocurría en el ciclo expansivo de los noventa, las dificultades que encuentran las empresas para conseguir financiación internacional hacen muy difícil que las empresas matrices dediquen recursos propios a la financiación de las operaciones de las filiales, en los países latinoamericanos, en momentos de contracción de sus mercados internos y cuando éstos no acaban de despejar las incertidumbres de los marcos regulatorios.

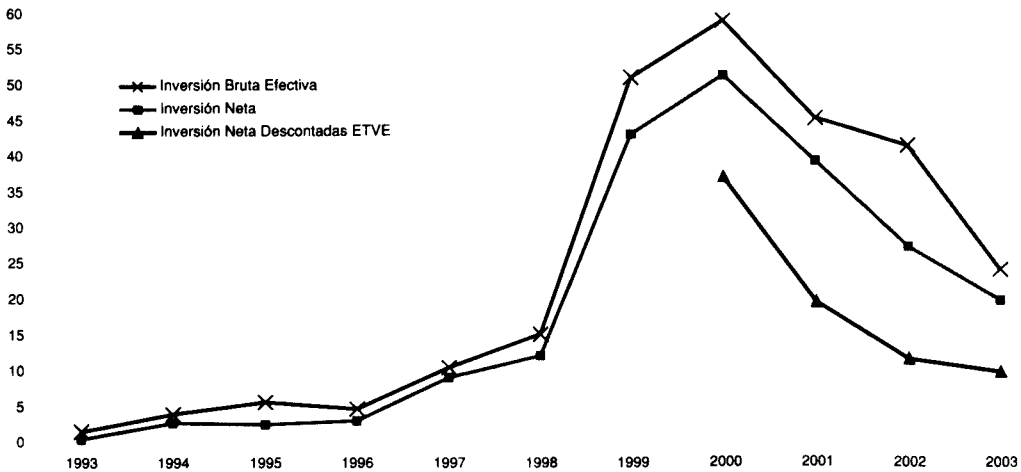
En el ciclo 1995-2000, las inversiones españolas en América Latina estuvieron determinadas por la atmósfera propicia de la economía internacional y la gran atracción que ejercieron, sobre las grandes empresas españolas, las oportunidades de inversión en procesos de privatización puestos en marcha por las principales economías de la región en los sectores de telecomunicaciones, prospección, explotación y distribución de petróleo y derivados, energía eléctrica, agua, gas. La atracción que ejercían de las privatizaciones se reforzó con las políticas de liberalización y desregulación de actividades del sector servicios, en especial del financiero,

que también otorgaban un tratamiento favorable a las inversiones extranjeras. Este conjunto de factores constituye el núcleo explicativo de la alta concentración geográfica y sectorial de los flujos españoles de inversión directa en la región, ya que el 86 por 100 de los mismos se localizaron¹² en: Argentina (30 por 100), Brasil (28 por 100), Chile (13 por 100), Colombia (8 por 100) y México (7 por 100)¹³.

Los factores de localización de las principales economías de la región, y las ventajas de

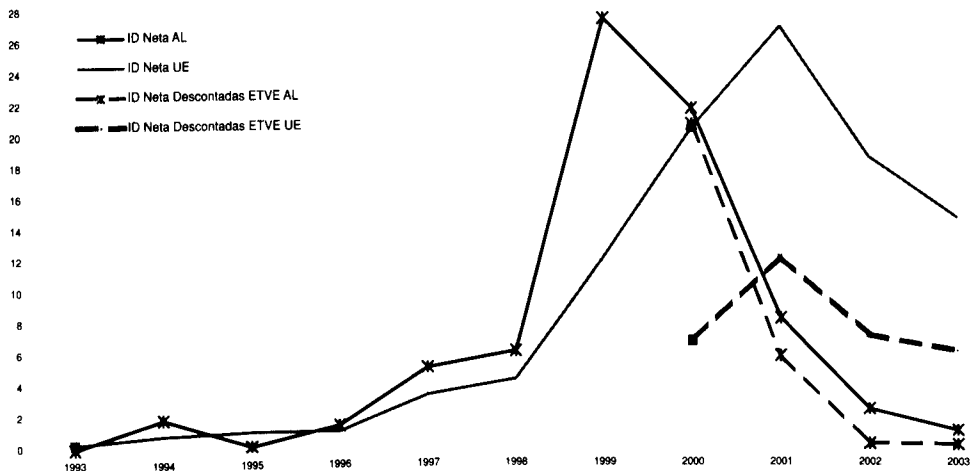
tamaño y necesidad de ampliación de mercados de las grandes empresas españolas fueron, también, determinantes de un cambio significativo en el patrón sectorial de las inversiones españolas. Junto a la tradicional hegemonía de las inversiones en actividades financieras –banca y seguros– llevadas a cabo por los actuales dos grandes bancos –SCH y BBVA– y en segundo término por la compañía de seguros MAPFRE, se iniciaba un proceso de diversificación en el que estos intermediarios comenzaron a tomar importantes posiciones en sociedades gestoras de fondos de pensiones¹⁴.

Gráfico n.º 6. Inversiones Directas de las empresas españolas, 1993-2003: Flujos totales de ID brutas efectivas, netas totales y netas descontadas las realizadas por empresas tenedoras de valores extranjeros (ETVE) (miles de millones de euros)



Fuente: Arauñetes (2001) y Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Economía. La nueva metodología de las inversiones directas las cataloga en cuatro categorías: a) las inversiones brutas registradas, son las nuevas inversiones que incrementan los activos españoles en el exterior, b) las inversiones brutas efectivas son las obtenidas de deducir de las inversiones brutas registradas las inversiones realizadas mediante la compra, por residentes en España, de acciones o participaciones a otros residentes en España o por reestructuración de grupos empresariales –por lo que no constituyen un incremento de los activos españoles en el exterior–, c) las inversiones netas proceden de deducir las desinversiones de la inversión bruta efectiva, y d) las inversiones netas descontadas las inversiones realizadas a través de Entidades Tenedoras de Valores Extranjeros (ETVE) son las inversiones netas a las que se ha deducido las realizadas mediante ETVE de no residentes, por tanto de empresas extranjeras.

Gráfico n.º 7. Inversiones Directas de las empresas españolas en América Latina y la Unión Europea en el período 1993-2003: Flujos de ID netas y de ID netas deducidas las inversiones realizadas a través de ETVE, (millones de euros)



Fuente: Arahetes (2001) y Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Economía.

La dinámica de las actividades de servicios y de privatizaciones en la región propició la expansión de las inversiones directas en nuevos sectores: telecomunicaciones –TELEFÓNICA–, energía eléctrica –ENDESA, IBERDROLA y FENOSA–, extracción de petróleo y comercialización de derivados –REPSOL, sobre todo con la adquisición en 1999 de YPF en Argentina–. En segundo término se situaron otro grupo de inversiones importantes pero de inferior cuantía realizadas en infraestructuras (grandes constructoras), gas (GAS NATURAL), gestión de agua (Aguas de Barcelona), hostelería, alimentación, y pesca.

Como estaba cambiando la dinámica sectorial en los mercados de la región, el nuevo patrón sectorial de las inversiones directas

de las empresas españolas en América Latina también registró un cambio significativo respecto al tradicional. El nuevo patrón se caracterizó por la elevada concentración en telecomunicaciones, actividades bancarias, seguros y fondos de pensiones, petróleo y derivados, energía eléctrica, gas, agua e infraestructuras. La cuantía de las inversiones realizadas por las grandes firmas españolas en estos sectores representaron, al menos, el 85¹⁵ por 100 de las inversiones directas realizadas en el período 1995-2000 y determinaron la alta intensidad del ciclo que se refleja en el gráfico n.º 5. El perfil de las inversiones en actividades de servicios ensombrece el menor relieve de las inversiones industriales que, concentradas en Brasil y México, representaron el 6,7 por 100 del conjunto de las inversiones netas. Sin embargo, debe

señalarse que una parte significativa de estas inversiones fueron realizadas por empresas extranjeras residentes en España, lo que reduce todavía más el perfil industrial de las inversiones de empresas españolas en la región¹⁶.

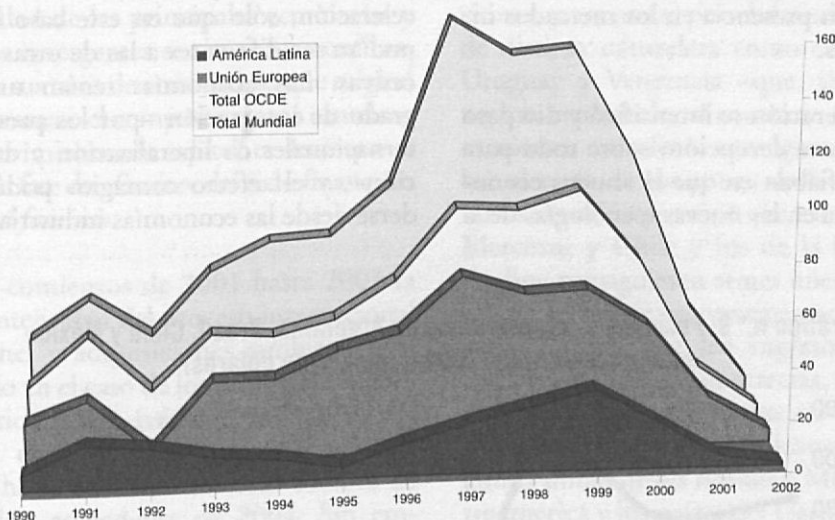
Las compañías españolas, en esta etapa, realizaron sus inversiones mediante adquisiciones –tanto de empresas privatizadas como de empresas privadas–, en segundo lugar a través de aportaciones de capital en sociedades propias o participadas, y sólo en tercer lugar, y con escasa significación, se llevaron a cabo mediante la creación de nuevas empresas o *greenfields*¹⁷ (inferior al 5 por 100 del total). La estrecha afinidad cultural y la diversa naturaleza de los mercados y de las oportunidades de inversión entre los países de América Latina y de la Unión Europea determinaron en buena medida las opciones estratégicas de las empresas inversoras españolas¹⁸.

La estrategia de las instituciones financieras en los países de América Latina de tomar el control a un coste y en plazos inferiores a los que hubiesen sido necesarios para crear una red de sucursales «ha permitido a los grandes bancos españoles ganar un tamaño adecuado para situarse competitivamente bien en el mercado internacional e incluso ocupar posiciones de liderazgo»¹⁹. Se pone, así, de relieve el contraste entre las favorables condiciones para las adquisiciones en los países de América Latina y la complejidad en la Unión Europea. Es por eso que América Latina ha ocupado y seguirá constituyendo un área estratégica para las inversiones directas de las empresas de servicios

españolas y en particular para las instituciones financieras y la compañía Telefónica y Telefónica Móviles. Su necesidad de crecer trascendiendo el estrecho mercado interno mediante su expansión en América Latina es una muestra de necesidad convertida en ventaja competitiva²⁰. De esta forma, los bancos españoles y en particular el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y el Banco Santander Central Hispano (BSCH) se han convertido en los mayores bancos internacionales²¹ en la región –por delante del Citibank, ABN Amor Bank, FleetBoston Financial Corp. y del HSBC–, y sus operaciones en los distintos países forman una parte fundamental de su negocio total, ya que sus resultados cuentan con una participación creciente en los resultados consolidados de ambas instituciones. Por tanto, las posiciones de éstas instituciones en la región deben contribuir a fortalecer las estrategias que sigan para ganar cuotas crecientes en el mapa bancario europeo²².

El salto cuantitativo que se verificó en la nueva etapa, tanto en Latinoamérica como en Europa, también está relacionado con el desarrollo del mercado de capitales doméstico. Resulta difícil imaginar la intensa expansión internacional de las empresas españolas y la dimensión alcanzada por sus inversiones a partir de 1997 sin el acceso, de las grandes empresas y de las instituciones financieras, a recursos a gran escala captados en el mercado de capitales doméstico, así como a la difusión de nuevas modalidades de operaciones de intercambio de acciones gracias al avance del proceso de innovación financiera. Estos cambios en el panorama patrimonial de las empresas no financieras y

Gráfico n.º 8: Localización geográfica de los Procesos de Privatización en la etapa 1990-2002 (miles de millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia según datos de Financial Market Trends, OCDE, varios números; e Informes anuales sobre la Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, CEPAL, varios números.

financieras están vinculados a su expansión internacional y a su participación en el proceso de «globalización de la propiedad»²³, ya que la captación de recursos a gran escala en el mercado de capitales mediante ampliaciones de capital ha hecho posible las enormes inversiones directas realizadas por las empresas españolas, mediante adquisiciones, en primer término en América Latina y en segundo lugar en un grupo de países de la Unión Europea²⁴.

En América Latina las empresas privatizadas y muchas empresas privadas de las principales economías fueron incorporadas a este proceso —aunque los principales actores y escenarios, por número de empresas y

cuantía de las inversiones, estuviesen en los países de la OCDE y dentro de este grupo en los de la Unión Europea—, por lo que no cabe duda de que el proceso de fusiones y adquisiciones ha constituido el principal mecanismo de estímulo y realización de las inversiones directas también en los principales países de América Latina²⁵ (véase Gráfico n.º 8).

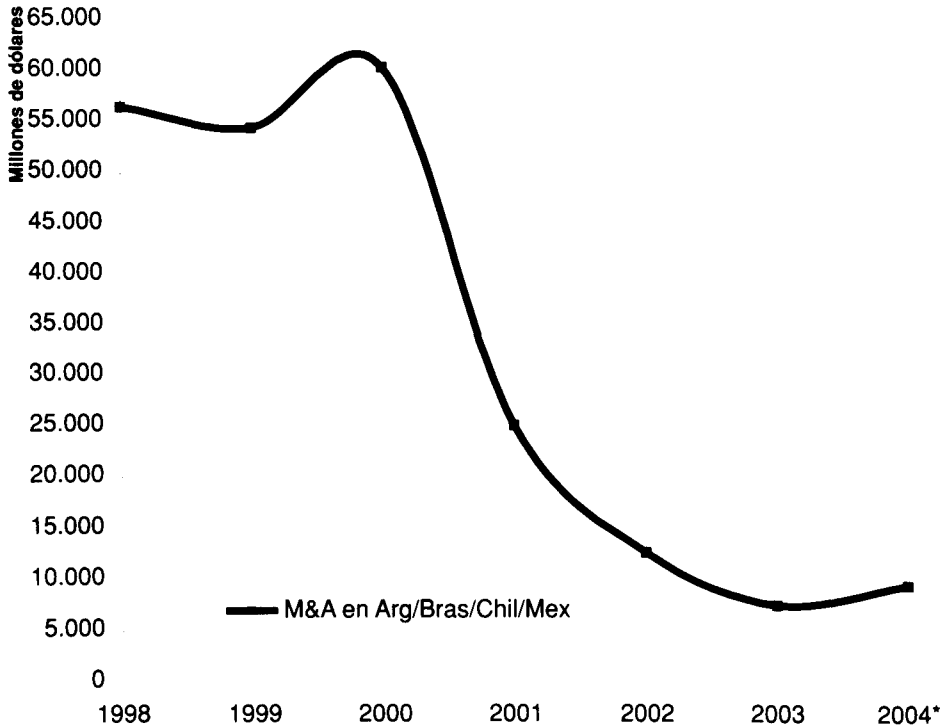
El cambio de rumbo en la economía internacional en el segundo semestre de 2000 con la brusca desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía de Estados Unidos, acompañada por la de los países emergentes de Asia y América Latina, y en menor medida de los países europeos que

incluso consideraban que podrían verse poco afectados, iba a afectar de manera significativa el comportamiento inversor de las empresas con presencia en los mercados internacionales.

La desaceleración se intensificó y dio paso a una creciente decepción, sobre todo para quienes confiaban en que la «nueva economía» –basada en las nuevas tecnologías de la

información y las telecomunicaciones– había hecho de los ciclos económicos algo del pasado. Volvía a producirse una nueva desaceleración, sólo que en este caso las cosas podían ser diferentes a las de otras fases recesivas. Las economías tenían un mayor grado de integración –por los procesos internacionales de liberalización y desregulación–, y el «efecto contagio» podía extenderse desde las economías industrializadas a

Gráfico n.º 9: Fusiones y adquisiciones en Argentina, Brasil, Chile y México en el período 1998-2004 (millones de dólares)



* Datos previsionales.

Fuente: UNCTAD (2000, 2002 y 2003) y CEPAL (2000, 2002 y 2003) y Dealogic, M&A Review, varios números.

las economías en desarrollo y en transición, aunque con distintos grados de intensidad. Y así sucedió. Las oscilaciones de los niveles de actividad de las principales economías y mercados emergentes se sincronizaron²⁶ reduciendo sus tasas de actividad, lo que originó que se acentuase el comportamiento cauteloso de los movimientos de capital, es decir que se acentuó la fase de «*famine*» del ciclo financiero «*feast and famine*».

Desde comienzos de 2001 hasta 2003 la menor intensidad del proceso internacional de fusiones y adquisiciones también se ha verificado en el caso de los principales países de América Latina (véase Gráfico n.º 9), y también en el ámbito internacional este proceso ha iniciado un discreto cambio de orientación ascendente en 2004. Sin embargo, todo parece indicar que la reducción de las inversiones directas en países como Brasil, Chile y México —que han conservado un significativo atractivo económico y mantienen condiciones muy valoradas por las empresas— ha sido similar a la registrada en el caso de los países asiáticos —a excepción de China—. En este sentido, cabe pensar que la principal causa, desde luego no la única, de la disminución de las inversiones directas en los países emergentes se encuentra, en primer término, en la situación de las empresas inversoras y las expectativas que tienen sobre las perspectivas de la economía internacional y, en segundo término, entran en juego las condiciones que presentan las distintas áreas y los principales países receptores dentro de ellas.

En este breve período 2001-2003, las condiciones internas en los países de la re-

gión se deterioraron, en unos casos, por el aumento de la inestabilidad, las menores tasas de crecimiento económico y las devaluaciones, y, en otros, por el desenlace de crisis de distinta naturaleza como en Argentina, Uruguay y Venezuela —que, sin embargo, no han trasladado, al contrario que en otras ocasiones, un «efecto contagio» negativo sobre el resto de los países de la zona—. Esta nueva situación permitió que, en 2001, los del Mercosur y Chile y los de la Comunidad Andina consiguiesen atraer nuevas inversiones en forma de nuevas aportaciones de capital, por lo que los ingresos promedio anuales de inversiones directas, aun habiéndose reducido, se situaron un 15 por 100 por debajo del promedio alcanzado en la segunda mitad de los noventa; México y Centroamérica y los países del Caribe recibieron entradas de inversiones por una cuantía incluso superior que el promedio de los noventa y que en el año 2000. Sin embargo, en los años 2002 y 2003 los flujos registraron una reducción en el conjunto de la región del 25 y del 19 por 100, tendencia que se ha revertido por primera vez, desde 2000, en 2004²⁷.

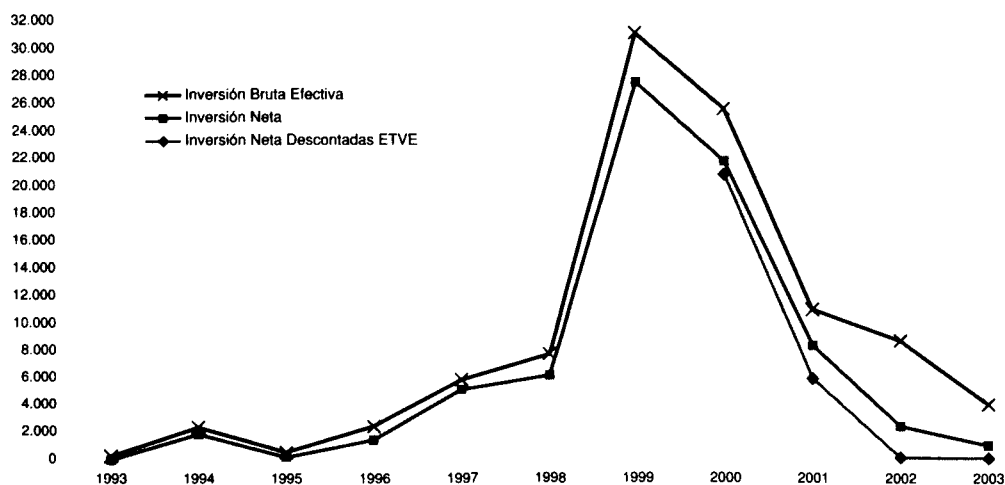
2001 parecía todavía, para las inversiones directas españolas, un año de expansión por el dinamismo de las inversiones dirigidas hacia los países de la Unión Europea, pero el crecimiento de los flujos hacia los países europeos no estuvo acompañado por el mantenimiento de las inversiones hacia América Latina, sino que por el contrario las inversiones españolas iniciaron un intenso ciclo descendente en el conjunto de las economías de la región (véase Gráfico n.º 10).

La intensidad de la contracción se observa tanto en el comportamiento de las inversiones netas como de las inversiones netas descontadas las ETVE²⁸. Así, mientras que en 2001 las inversiones españolas netas en la región alcanzaron 6.142 millones de euros y las netas descontadas las realizadas por las ETVE de no residentes 3.966 millones de euros, en 2002 se situaron en los niveles de los años previos al ciclo expansivo de los noventa con 4.297 y 1.118 millones de euros respectivamente, y en 2003 los flujos continuaron la tendencia descendente registrando 905 millones en inversiones netas y 167 en netas descontadas las ETVE debido a las intensas desinversiones que se produjeron en México (véanse Gráficos n.º 10 y n.º 11).

En 2001 las inversiones netas fueron negativas apenas en el caso de Argentina (que re-

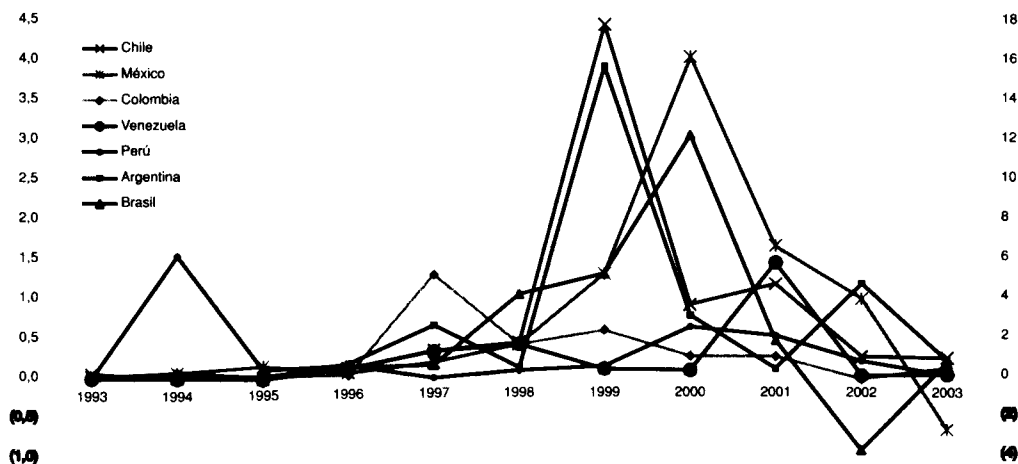
presentaron el -7 por 100 de las inversiones españolas en la región), y registraron un alto grado de concentración al localizarse, principalmente, en México y Brasil (51 por 100) y Chile, Venezuela, Uruguay y Colombia (42 por 100). En 2002 las inversiones netas se volvieron negativas en Brasil, Chile, Venezuela y Colombia, y los flujos positivos se registraron sólo en México y Argentina (véase Gráfico n.º 11). Y en 2003 se concentraron en un 95 por 100 en Argentina y Brasil, y registraron una salida neta de 689 millones de euros en México. Una reducción similar se observa en la evolución de las inversiones netas descontadas las ETVE de no residentes. En 2001 las inversiones netas descontadas las ETVE fueron negativas sólo en Argentina, mientras que en 2002 lo fueron también en los casos de Brasil, Chile, Colombia y Venezuela, y fue-

Gráfico n.º 10: Flujos de Inversiones Directas brutas y netas de empresas españolas en América Latina, 1993-2003 (millones de euros)



Fuente: Elaboración propia según datos Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Economía.

Gráfico n.º 11: Inversiones Españolas Directas Netas en los principales países de destino de América Latina, 2000-2003 (millones de euros)



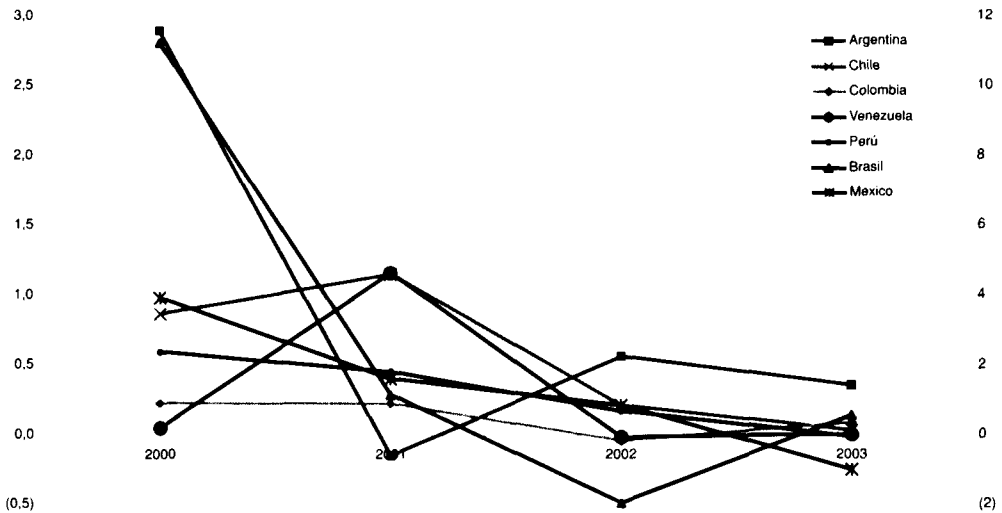
Al eje de la derecha están referidas las inversiones directas netas en Argentina y Brasil y al eje de la izquierda el resto.
 Fuente: Elaboración propia según datos de la Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Economía.

ron positivas en México y Argentina (véase Gráfico n.º 11). Sin embargo en 2003, las inversiones netas descontadas las ETVE también se concentraron en Brasil y Argentina, y registraron un saldo positivo en los demás países excepto en México y Perú (véase Gráfico n.º 11).

Las inversiones netas en el período 2001-2003 se han concentrado, en términos sectoriales, en un 80 por 100 en «actividades de intermediación financiera», «telecomunicaciones» y «sociedades holding», y en el 20 por 100 restante las inversiones se han dirigido a «alimentación, bebidas y tabaco», «otras manufacturas», «extracción de petróleo y comercialización de derivados», y «construcción», y también en «energía eléc-

trica», «gas», «distribución de agua», si bien en estas tres actividades las inversiones netas agregadas han registrado cifras negativas. El perfil sectorial de las inversiones se altera de manera significativa cuando se observa desde la perspectiva de las inversiones realizadas por las compañías españolas *strictu sensu*, es decir, al considerar sólo las inversiones netas descontadas las llevadas a cabo desde España por empresas extranjeras no residentes, es decir ETVE. En 2001 y 2002 las inversiones netas de las compañías españolas han supuesto la mitad de los flujos netos totales, lo que significa que las inversiones realizadas por las ETVE de no residentes en América Latina han representado casi el 50 por 100, participación que ascendió a cerca de 5.000 millones de euros. Sin embargo en

Gráfico n.º 12: Inversiones Españolas Directas Netas descontadas las realizadas por ETVE de no residentes en los principales países de destino de América Latina, 2000-2003 (miles de millones de euros)



Al eje de la derecha están referidas las inversiones directas netas en Brasil y México y al eje de la izquierda el resto.

Fuente: Elaboración propia según datos de la Dirección General de Comercio e Inversiones, Ministerio de Economía. Para las inversiones netas descontadas las realizadas a través de ETVE de no residentes sólo existen datos desagregados para el período señalado 2000-2003

2003, las inversiones netas españolas han supuesto apenas el 20 por 100 de las que realizaron las ETVE de no residentes.

La separación entre las inversiones realizadas por compañías españolas y ETVE de no residentes en España permite identificar el patrón de especialización sectorial de ambos tipos de empresas. Las compañías españolas han dirigido sus flujos de inversión hacia actividades de «intermediación financiera» (BSCH y BBVA), «telecomunicaciones» (TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES), «otras manufacturas», «construcción» (ACS, FERROVIAL-AGROMAN, SACYR Y OHL), «hostelería», y

«actividades inmobiliarias y servicios a empresas», y conservan su presencia en el sector de «petróleo» (REPSOL-YPF) con cifras de inversiones netas reducidas, y en «energía eléctrica» (ENDESA, IBERDROLA y FENOSA), «gas» (GAS NATURAL), «distribución de agua» (AGUAS DE BARCELONA) a pesar de haber registrado cifras de inversiones netas negativas. Por su parte, las ETVE de no residentes han dirigido sus inversiones hacia «petróleo y tratamiento de combustibles», «alimentación, bebidas y tabaco», «industria textil», «industria de papel y editorial», «otras manufacturas», «actividades comerciales» y «sociedades holding»²⁹.

En esta etapa, las inversiones de las ETVE de no residentes han revelado casi su predominio en los sectores de «alimentación, bebidas y tabaco», «industria textil», «industria de papel y editorial», y «actividades comerciales», y han representado cerca de la mitad de las inversiones en el sector de «otras manufacturas». El perfil sectorial de las inversiones de las ETVE pone de manifiesto que las inversiones de las compañías españolas en la región están especializadas en actividades de «servicios» –financieros, telecomunicaciones, energía eléctrica, gas, agua, y hostelería–, «petróleo», y «construcción», por lo que las inversiones en manufacturas cuentan con una baja participación circunscrita a los sectores de «otras manufacturas» (principalmente empresas fabricantes de partes y componentes para automóviles) y la industria de «papel y editorial»³⁰.

La información sobre las inversiones de las compañías españolas *strictu sensu* y la de las ETVE de no residentes permite conocer la especialización geográfica y sectorial de las compañías españolas y de las extranjeras realizadas desde España en los distintos países de la región. Así, las inversiones directas netas de las empresas españolas se han dirigido casi en su totalidad a Brasil, Chile, Colombia, Perú y México; y su perfil sectorial se caracteriza por la especialización en «actividades de intermediación financiera», «telecomunicaciones», «otras manufacturas», «construcción», «hostelería», «petróleo y tratamiento de combustibles» y «actividades inmobiliarias y servicios a empresas».

Sin embargo, las inversiones netas de ETVE de compañías no residentes se han localizado

en Argentina y Uruguay, puesto que ambos mercados absorben cerca del 90 por 100 de las inversiones de esas compañías. En Argentina las inversiones de las ETVE se han realizado en los sectores de «petróleo y tratamiento de combustibles», «alimentación, bebidas y tabaco», «industria textil», «otras manufacturas», «actividades comerciales» y «sociedades holding», y en Uruguay en el sector de «alimentación, bebidas y tabaco».

La alta concentración de las inversiones directas de las ETVE en Argentina y Uruguay permite conocer la orientación sectorial de las inversiones directas de las compañías españolas en los siete países de la región en los que se han concentrado los flujos en el período 2001-2003, es decir en México, Brasil, Chile, Venezuela, Perú, Colombia y Argentina. En México, la cuantía de las inversiones en «sociedades holding» ensombrece la posibilidad de estudiar el perfil sectorial, pero por la información disponible complementaria cabe señalar que las compañías españolas han dirigido sus inversiones a «telecomunicaciones» (Telefónica ha invertido siguiendo su estrategia de afianzar su posición en el segmento de telefonía móvil, y no sólo ha realizado nuevas inversiones sino que en 2002 adquirió la operadora de telefonía móvil Pegaso PCS, con lo que se ha situado como la segunda operadora de móviles del país), «energía eléctrica», «agua» y «gas», «intermediación financiera», «hostelería» y «otras manufacturas».

En Brasil, predominan las inversiones en «intermediación financiera», «energía eléctrica» y «gas», «comercio», «construcción», y «otras manufacturas» e «industria de papel

y editorial», y «telecomunicaciones», sector que constituye una clara opción estratégica de Telefónica. En este sentido, Portugal Telecom vendió, en 2002, a Telefónica Móviles el 14,7 por 100 de TCP como parte de una estrategia de fusión de sus empresas de móviles en Brasil mediante la formación de un holding –BrasilCel– que se constituyó en la mayor compañía de móviles del país³¹. En 2003, BrasilCel compró Tele Centro Oeste Celular Participações (TCO), y aunque perdió a manos de América Móvil la compañía de Bellsouth en Brasil a comienzos de 2004, en marzo de este mismo año llegó a un acuerdo con Bellsouth para adquirir todas sus filiales en América Latina.

En Chile, las inversiones se concentran en «intermediación financiera», «telecomunicaciones», «energía eléctrica», «gas» y «agua», y en menor medida en «comercio», «construcción» y actividades de «agricultura y pesca». En construcción las empresas españolas han realizado una importante apuesta por Chile, en particular en concesiones de infraestructuras, de forma que en cuatro de las cinco autopistas urbanas están presentes tres de las grandes constructoras españolas: ACS, ACCIONA y SACYR-VALLEHERMOSO. En Perú, a pesar de la distorsión de las cifras en «sociedades holding», las inversiones se concentraron en «intermediación financiera», «energía eléctrica» y «telecomunicaciones», y en menor medida en «otras manufacturas». En Venezuela, las inversiones se concentraron sobre todo en «intermediación financiera», y en Colombia en «intermediación financiera» y «energía eléctrica». Y en Argentina en «industria química» y «telecomunicaciones».

CONSIDERACIONES FINALES

A finales del año 2000 se inició una nueva etapa en el comportamiento de las inversiones directas internacionales, y, por tanto, también para las inversiones españolas en América Latina. Los factores determinantes de esta nueva etapa se encuentran, principalmente, en la economía internacional, y, en particular, en las economías de los países industrializados, y sólo en segundo término en la situación económica de los países receptores de estos flujos. La rápida desaceleración de la economía de Estados Unidos, desde el segundo semestre de 2000, el ajuste de las cotizaciones bursátiles, así como las bajas expectativas de crecimiento de las economías de la Unión Europea y Japón, han trasladado sus efectos sobre los movimientos de capitales y, en particular, sobre las inversiones directas. El nuevo contexto ha provocado también una drástica reducción del proceso de fusiones y adquisiciones transfronterizas, lo que ha acentuado el descenso de los flujos de inversiones directas, por más que la reducción de éstos revista una menor intensidad que la del proceso de fusiones y adquisiciones.

La menor dimensión de los flujos de inversión directa hacia las economías latinoamericanas –al que han contribuido factores de incertidumbre propios de la región y, en particular, las crisis de Argentina, Uruguay y Venezuela– también se ha verificado en el caso de las economías asiáticas, a excepción de China. Así, la situación internacional y las condiciones vigentes en las distintas economías han determinado la redefinición de las estrategias de los distintos tipos de empresas multinacionales pre-

sentes en la región (CEPAL, 2003) de acuerdo a la naturaleza de sus modalidades de inserción: las extractoras de materias primas, las que forman parte de sistemas industriales internacionales de producción integrada, las que compatibilizan los mercados internos con una estrategia exportadora y las compañías especializadas en actividades de servicios destinados a los mercados internos.

Las empresas españolas —especializadas en servicios financieros y servicios públicos (*utilities*) para los mercados internos— han seguido, en esta nueva etapa, la estrategia de contener las inversiones en Argentina y concentrarse en un reducido grupo de países formado por Brasil, México y Chile, y, en segundo término, Perú, Venezuela y Colombia. La nueva metodología adoptada por el Registro de Inversiones ha permitido, por fin, diferenciar las inversiones realizadas por compañías españolas *strictu sensu* de las realizadas por ETVE de no residentes. Así, en esta fase de retracción, se confirma que las empresas españolas han dirigido sus flujos de inversión hacia actividades de «intermediación financiera» (SCH y BBVA), «telecomunicaciones» (TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES), «otras manufacturas», «construcción» (DRAGADOS, FERROVIAL-AGROMAN, SACYR Y OHL), y «hostelería» (MELIÁ, BARCELÓ, RIU), y conservan su presencia en el sector de «petróleo» (REPSOL-YPF) con cifras de inversiones netas reducidas, y en «energía eléctrica» (ENDESA, IBERDROLA y UNIÓN FENOSA), «gas» (GAS NATURAL), «distribución de agua» (AGUAS DE BARCELONA), a pesar de haber registrado

cifras de inversiones netas negativas en algunos años. Por tanto, las inversiones en manufacturas cuentan con una reducida participación relativa circunscrita a los sectores de «otras manufacturas» (empresas fabricantes de partes y componentes para automóviles) y la industria de «papel y editorial». Por su parte, las ETVE de no residentes han dirigido sus inversiones hacia «petróleo y tratamiento de combustibles», «alimentación, bebidas y tabaco», «industria textil», «industria de papel y editorial», «otras manufacturas», «actividades comerciales» y «sociedades *holding*»

A pesar de la reducción de los flujos de inversión en esta fase, son significativos el stock de las inversiones directas y la presencia de las empresas e instituciones financieras en los principales países de la región en donde cuentan con posiciones de «liderazgo» en sus sectores correspondientes. Por eso, la menor cuantía de los flujos de ID en el período 2001-2003, respecto a la fase de auge 1995-2000, debe interpretarse como una adecuación estratégica acorde con las condiciones vigentes en la economía internacional y con las circunstancias de las economías latinoamericanas. En 2004 todo parece indicar que se han dado condiciones favorables a una mayor actividad de las empresas en los mercados exteriores y que las inversiones directas a América Latina han vuelto a situarse en niveles de significativa recuperación (con crecimiento del 37 por 100 según UNCTAD), lo que quizá abra la puerta a una nueva fase que deje atrás la reducida atracción de inversiones directas de los años 2002 y 2003. •

1. OCDE (2003).
2. Dow 36.000 es el título de un bestseller, de James Glassman y Kevin Hassett, criticado por Krugman en su libro *El gran engaño* porque éstos suponían, en medio de la atmósfera de exuberancia irracional, que la cota de 36.000 estaba al alcance de la mano, mientras que en su opinión ese nivel no se alcanzará antes del año 2070.
3. Stiglitz (2003), pp. 39 y 40.
4. BIS (2003).
5. UNCTAD (2005).
6. IMF (2003).
7. Definimos los recursos netos como las entradas de capitales en los países descontados los incrementos en las reservas, si bien hay que tener en cuenta que los países en desarrollo han doblado sus reservas entre 1995 y 2002 como mecanismo de seguridad para hacer frente a las posibles crisis cambiarias que puedan presentarse; este esfuerzo con las reservas ha sido mayor en los casos de los países asiáticos, Brasil y México.
8. CEPAL (2003), pág. 29.
9. CEPAL (2000, 2001, 2002 y 2003), Casilda (2002).
10. Para un análisis amplio y detallado de este periodo véase Casilda Béjar, R. (2002) y BID (2002 y 2004).
11. Arahuetes (2002b) y Arahuetes (2004).
12. Arahuetes (2002a).
13. Arahuetes, (2002a); CEPAL (2000).
14. Arahuetes (2002a y 2002b), Casilda (2002) y CEPAL (2002).
15. Arahuetes (2002a).
16. Arahuetes y Casilda (2004).
17. Arahuetes (2002a).
18. Casilda Béjar, R. (2001).
19. CEPAL (2003).
20. Arahuetes (2004).
21. CEPAL (2003).
22. Es opinión de los presidentes tanto del BBVA como del SCH.
23. Expresión utilizada por Naredo y Carpintero (2001).
24. Arahuetes y García Domonte (2003).
25. CEPAL, 2000, 2001 y 2002; UNCTAD, 2000 y 2002; OCDE, 2002.
26. Sobre la sincronización cíclica véase FMI (2003).
27. CEPAL (2003) y UNCTAD (2005).
28. Las ETVE son las empresas tenedoras de valores extranjeros, es decir, empresas de no residentes instaladas en España.
29. Arahuetes (2004b y 2004c).
30. Arahuetes (2004b y 2004c).
31. (CEPAL, 2002).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Amann, E. y Ziga Vodusek, (2004): Foreign Direct Investment in Latin America. The role of European Investors: Overview, en *Foreign Direct Investment in Latin America. The Role of European Investors: An Update*, Z. Voduzek (ed.), Banco Interamericano de Desarrollo, París.

Amann, E. y Ziga Vodusek, (2002): Sinopsis: tendencias y principales hallazgos, en *Inversión extranjera directa en América Latina. El Papel de los inversores Europeos*, Z. Voduzek (Ed.), Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.

Arahuetes, A. y R. Casilda (2004a), Foreign Direct Investment in Latin America. The role of European Investors: Spain, en *Foreign Direct Investment in Latin America. The Role of European Investors: An Update*, Ziga Voduzek (ed.), Inter-American Development Bank, junio, París.

Arahuetes, A. (2004b), Les investissements directs en Amérique Latine des entreprises espagnoles durant les premières années du XXI^e siècle, en *Problèmes D'Amérique Latine*, n.º 53, verano, París.

– (2004c), El ciclo reciente de la IED española en América Latina, en *Perspectivas Exteriores*, 2004.

Los intereses de España en el mundo, Política Exterior, FRIDE, Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos y Biblioteca, marzo, Madrid.

– (2002a), Las inversiones directas de España en América Latina, Cap. 4 en Ziga Vodusek (Ed.) *Inversión extranjera directa en América Latina. El papel de los inversores europeos*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.

– (2002b), *Las inversiones directas españolas en América Latina, ¿retirada o repliegue?*, Análisis del Real Instituto Elcano, julio, Madrid.

– (2001), Foreign Direct Investment in Latin America: Spain, en *Foreign Direct Investment in Latin America, The Role of European Investors*, Ziga Vodusek (Ed.), Inter-American Development Bank, Washington.

Arahuetes, A. y A. García Domonte (2003), *Las inversiones directas de las empresas españolas en la Unión Europea, 1986-2002*, Working paper 2003/12, marzo, Real Instituto Elcano, Madrid.

BID (2002), *Inversión extranjera directa en América Latina. El papel de los inversores europeos*, Ziga Vodusek (Ed.), Washington.

Buckley, P. J. y Casson, M. (1976): *The Future of the Multinational Enterprise*. Londres, Macmillan.

Casilda, R. (2003), Inversiones españolas directas en América Latina, *Boletín Información Comercial Española*. Ministerio de Economía, n.º 2778, Madrid.

– (2002a), *La Década Dorada. Economía e inversiones españolas en América Latina 1990-2000*. Servicio de Publicaciones, Universidad de Alcalá. Madrid, 2002

– (2002b). Coordinador. Empresas Multinacionales Españolas. *Revista Información Comercial Española*, n.º 799, abril-mayo 2002. Ministerio de Economía, Madrid.

Casilda, R., Fernández, Ana R., Pampillón, R. (2002), Los sectores bancario, energético y construcción en Iberoamérica. *Perspectivas exteriores 2002. Los intereses de España en el mundo. Política Exterior*, Biblioteca Nueva, FRIDE 2002.

CEPAL, (2003), *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas, Santiago de Chile.

– (2002), *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas, Santiago de Chile.

– (2000), *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas, Santiago de Chile.

Chislett, W. (2003), *La Inversión Española Directa en América Latina: Retos y Oportunidades*, Real Instituto Elcano, Madrid.

Ffrench-Davis, R. (1999), *Macroeconomía, Comercio y Finanzas para Reformar las Reformas en América Latina*, McGraw Hill, Santiago de Chile.

IMF (2002), Three Essays on How Financial Markets Affects Real Activity, Cap. II de *Recessions and Recoveries*, World Economic Outlook, abril, Washington.

Kuczynski, P.-P. y Williamson, J. (2003), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington.

Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2001): *El balance nacional de la economía española 1984-2000*, Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS), Madrid.

OECD, (2004), *Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment*, junio, París.

– (2003), *Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment*, junio, París.

– (2001), *Financial Market Trends n.º 79*, junio, París.

UNCTAD, (2005), World FDI Flows grew an estimated 6 por 100 in 2004, Ending downturn, enero 2005, Naciones Unidas, Ginebra y Nueva York.

– (2004), *World Investment Report 2004. The shift towards Services*, Naciones Unidas, Ginebra y Nueva York.

– (2002), *Transnational Corporations and Export Competitiveness, World Investment Report 2002*, Naciones Unidas, Ginebra y Nueva York.

– (2000), *World Investment Report 2000. Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, Naciones Unidas, Nueva York.

Williamson, J. (2003), No hay Consenso en el significado, *Finanzas y Desarrollo*, FMI, septiembre.