

Global LATAM 2019

Series Inversión
Extranjera

Institución colaboradora



Secretaría General
Iberoamericana
Secretaria-Geral
Ibero-Americana

Institución promotora



GOBIERNO
DE ESPAÑA

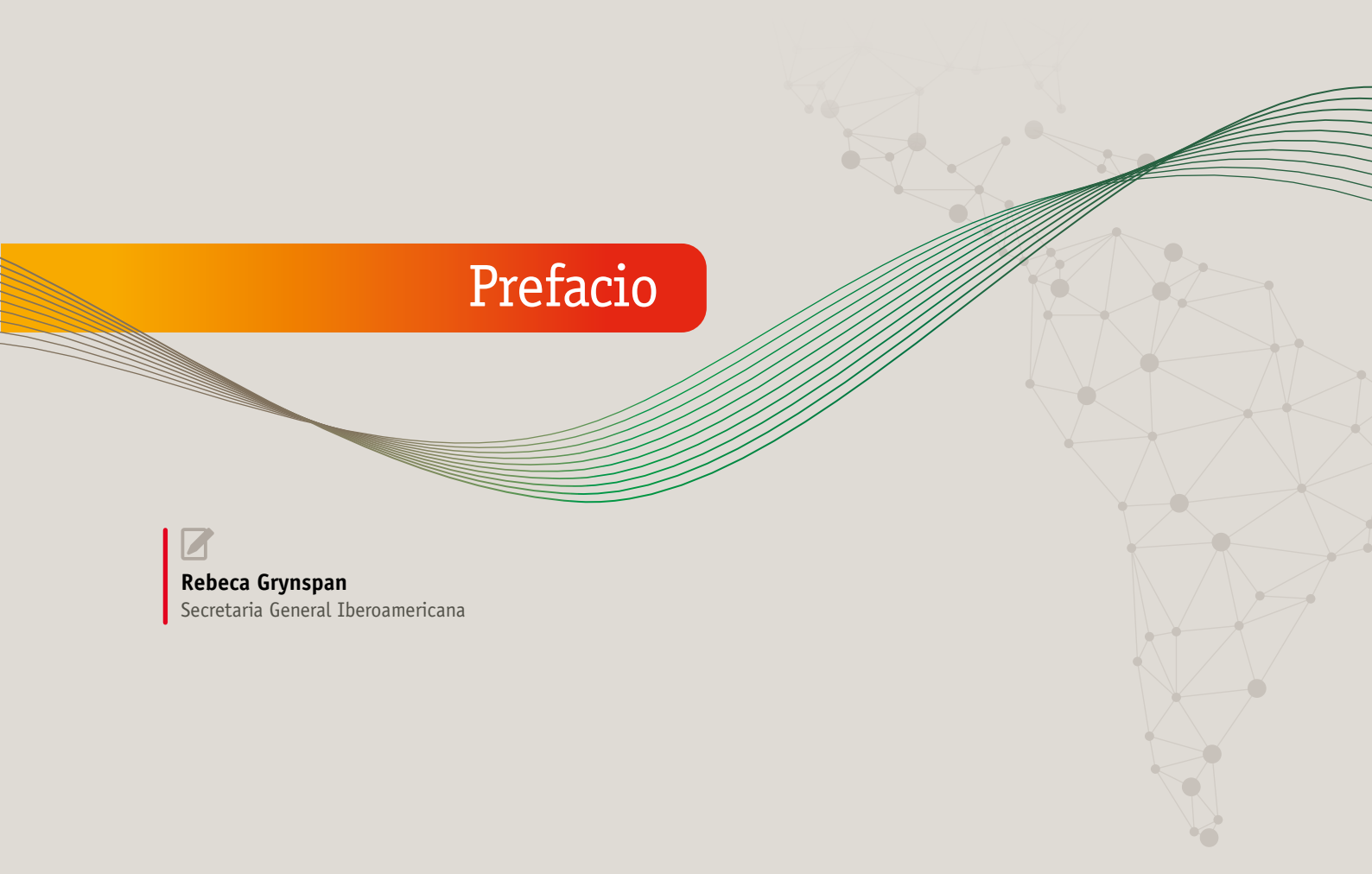
MINISTERIO
DE INDUSTRIA, COMERCIO
Y TURISMO

ICEX

INVESTIN
SPAIN

Índice

Prefacio SEGIB	3
Prefacio ICEX	5
Introducción	7
La internacionalización de las empresas latinoamericanas	11
A. LAS MULTINACIONALES DE AMÉRICA LATINA CONSOLIDAN SU EXPANSIÓN INTERNACIONAL	14
B. LOS PAÍSES EMERGENTES GANAN TERRENO	18
C. MÉXICO Y BRASIL DOMINAN LAS GRANDES OPERACIONES, PERO LOS PAÍSES MEDIANOS Y PEQUEÑOS TAMBIÉN INVIERTEN EN EL EXTERIOR	21
D. LOS PRÉSTAMOS Y LAS TRANSFERENCIAS TIENEN UN MAYOR PESO QUE LA IED EN LA INVERSIÓN EXTERIOR LATINOAMERICANA	29
E. LOS MERCADOS GLOBALES DE CAPITAL JUEGAN UN PAPEL CLAVE EN LA FINANCIACIÓN DE LA INTERNACIONALIZACIÓN	31
F. LA MITAD DE LAS INVERSIONES DESDE AMÉRICA LATINA SALEN DE LA REGIÓN	32
G. ESTRATEGIAS DIFERENTES PARA CADA SECTOR	35
H. ¿QUÉ OCURRE CUANDO LA MULTINACIONAL ES DEL ESTADO?	38
I. PERSPECTIVAS	38
Brasil, un inversor global consolidado	41
A. ¿ESTRATEGIA, OPORTUNIDAD O PROTAGONISMO? DE EMPRESAS ESENCIALMENTE EXPORTADORAS, LAS MULTINACIONALES BRASILEÑAS AVANZAN EN SUS PROCESOS DE INTERNACIONALIZACIÓN	44
B. ¿COYUNTURA O ESTRUCTURA? CÓMO LOS FLUJOS Y EL VOLUMEN DE IED EXPLICAN LA INTERNACIONALIZACIÓN BRASILEÑA Y SU TRAYECTORIA DE RECIENTE EXPANSIÓN	45
C. CRECIMIENTO ORGÁNICO INTERNACIONAL: EL DESAFÍO DE LA EXPANSIÓN PROPIA Y LA INVERSIÓN PRODUCTIVA	54
D. INTERNACIONALIZACIÓN ESTRATÉGICA: LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES Y EL CRECIMIENTO DE LAS MULTINACIONALES BRASILEÑAS	60
E. DE LAS POLÍTICAS DE INDUSTRIALIZACIÓN NACIONAL A LA INTERNACIONALIZACIÓN DE BRASIL: EL BNDES COMO PROPULSOR DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS	63
F. MINICASOS DE ÉXITO: LA INTERNACIONALIZACIÓN DE CUATRO EMPRESAS BRASILEÑAS	66
Desafíos para la internacionalización de las empresas brasileñas y el papel de FIESP en el posicionamiento empresarial	71
Una fotografía del capital latinoamericano en España: características y nuevos actores	75



Prefacio



Rebeca Grynspan
Secretaria General Iberoamericana

América Latina siempre ha visto en el comercio una vía hacia el desarrollo. A pesar de la ascendencia de la retórica proteccionista en algunos rincones del mundo, un reciente estudio del Banco Interamericano de Desarrollo muestra que el 73% de los latinoamericanos sigue respaldando que su país incremente el comercio con otros países, y una mayoría estima que el comercio se asocia con el aumento de empleo.

Los números les dan la razón. Los momentos de nuestra historia en que más hemos crecido han sido los momentos en los que más nos hemos abierto al mundo; el caso más reciente y más grande fue el del boom de los últimos 25 años, en el que la región cuadruplicó su ingreso per cápita (de \$2.300 en 1990 a \$8.200 en 2015) a la vez que multiplicó por 14 su comercio exterior (\$130bn en 1990, \$1.8 tn en 2015). En este período nada menos que 66 millones de personas ingresaron a al mercado laboral, la mayoría de ellas mujeres, y los salarios del quintil más desfavorecido de nuestros trabajadores se duplicaron.

Este boom comercial latinoamericano, por supuesto, dependió de varias partes. Desde SEGIB, por un lado apostamos decididamente por identificar y mejorar la calidad de nuestras relaciones comerciales con nuestros socios extranjeros, y por otra, de un sinfín de inversores de fuera (compañías, gobiernos, fondos de inversión, etc.) que confiaron en nosotros y compartieron los frutos de nuestro crecimiento. Esta es la historia que conocemos, y la que ha abarcado la mayor cantidad de titulares hasta la fecha.

La iniciativa, pionera sin duda, de GLOBAL LATAM es la de contar otra historia. Una historia no necesariamente alternativa, pero sí paralela. La historia de las miles de compañías y personas latinoamericanas que apostaron a su vez por invertir en el extranjero, y de honrar de esa forma el compromiso de la comunidad internacional con más compromiso de nuestra parte.

Los datos que hemos revelado con este estudio son realmente sorprendentes. La inversión extrajera directa de América Latina en el exterior para el año 2018 fue nada menos que 38.225 mil millones de dólares, una cifra equivalente al Producto Interior Bruto de Bolivia ese año. Veinte de las mayores multinacionales de Brasil, que suman algo más de 100 mil millones de dólares de activos en el extranjero, generaron casi 200 mil empleos fuera de su país. Y tan solo América Móvil, telefónica mexicana, genera más de 100 mil empleos y tiene activos en el exterior valorados en casi 50 mil millones de dólares.

En esta historia Iberoamérica cumple un rol protagónico. Entre las inversiones en la Unión Europea, España es el país con mayores entradas y Portugal el tercero; México y Brasil siendo los principales inversores en cada caso, respectivamente. Esto es una muestra clara de que el Atlántico sigue siendo un puente fundamental para la expansión de las empresas de habla hispana o portuguesa. En este sentido, la historia que traza este informe es la historia de Iberoamérica, un espacio que fue poblado por nuestros empresarios mucho antes de que existieran Cumbres Iberoamericanas de Jefes de Estado, o de que existiera la propia Secretaría General Iberoamericana que represento.

Esta segunda edición de GLOBAL LATAM marcará el camino a seguir, en un contexto de tensiones comerciales globales, para continuar apostando por el comercio como vía de desarrollo para nuestra región. Como evidenciaba al comienzo, a nuestros ciudadanos no hay que convencerlos. Y a los que ya trabajan con nosotros, tampoco. Pero necesitamos comerciar más y con más países y sectores para lograr diversificar nuestra estructura productiva y aumentar nuestra productividad. Y qué mejor manera de hacerlo que demostrando que los caminos que trazamos son tanto de ida como de vuelta. Que pagamos el compromiso con compromiso. Que, muestra de nuestra creciente horizontalidad, somos tanto fuente como destino de inversión de calidad.

Prefacio



María Peña Mateos
Consejera Delegada de ICEX

En los últimos años se ha producido lo que podríamos calificar como la época dorada de la Inversión Extranjera Directa (IED) en el mundo. Nunca antes se invirtió tanto, y la IED acumulada alcanzó un pico de 32 billones de dólares en 2017, un 60% más que a principios de la década y un 330% más que a principios de siglo. Un conjunto de factores como la globalización económica y financiera, favorables condiciones de financiación, reducción de los costes de información, transacción y logísticos, o la multilocalización de la producción empresarial constituyen los principales factores explicativos.

Un rasgo fundamental de este auge de la IED es una mayor participación de los países emergentes, que actualmente concentran un 24,2% del total, frente a un 14,7% en 2010 o un 9,4% en 2000. Junto a la economía china, América Latina ha sido una de las principales protagonistas de la irrupción del mundo emergente en el mapa de la IED. Como es bien conocido, el debate y el foco de las políticas en el ámbito de la IED en la región ha estado tradicionalmente caracterizada en la recepción de inversión, tan necesaria para incrementar las capacidades del tejido empresarial de sus economías. Pero en los últimos años la inversión exterior de las empresas latinoamericanas ha registrado un incremento continuado, que ha llevado a 655.000 millones emitidos y un crecimiento del 60% desde 2010.

Esta oleada inversora se ha transformado en un fenómeno empresarial consolidado y crecientemente complejo. Grandes inversores en el exterior, como Brasil o México, han incrementado notablemente su presencia exterior en la presente década, mientras que otras economías como Chile o Colombia se han sumado como inversores internacionales crecientemente relevantes. Además, donde antes había fundamentalmente grandes empresas públicas que operaban en el sector primario, hoy encontramos un gran número de actores que, adicionalmente a los anteriores, enriquecen y configuran un nuevo mapa inversor. Numerosas pymes de servicios, startups, fondos *midmarket* y de *venture capital*, o *family offices*, entre otros, son protagonistas de una oleada inversora que se expande no solo en la propia región sino más allá de sus fronteras.

Con el objetivo de profundizar en lo anterior, en 2018 iniciamos la iniciativa GLOBAL LATAM, que tiene como objetivo convertirse en herramienta de análisis y seguimiento de los flujos y tendencias inversoras en el exterior de las firmas latinas. El informe consta de dos capítulos principales que dan continuidad a los contenidos recogidos en la primera edición. En el primero se analizan las principales tendencias y evolución de la internacionalización del capital latino y sus empresas. Además de los principales países, sectores o tipología de inversión, se profundiza en algunos aspectos de interés, como el acceso a mercados de capitales o los criterios de sostenibilidad de las inversiones. En el segundo capítulo, la presente edición se centra en Brasil, principal inversor exterior de América Latina, en el que realizamos un profundo análisis de la internacionalización de las empresas brasileñas desde las últimas décadas hasta la actualidad. Finalmente, concluimos con un breve análisis sobre las principales características de la inversión latinoamericana en España.

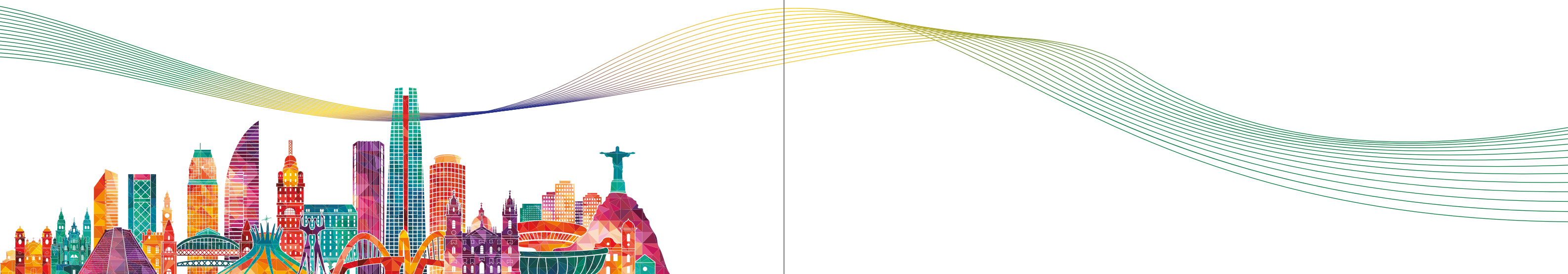
GLOBAL LATAM es una iniciativa de ICEX España Exportación e Inversiones, entidad pública cuya misión es la internacionalización de la economía española, tanto apoyando una mayor presencia de las empresas españolas en mercados internacionales como atrayendo inversión extranjera hacia España. El proyecto está apoyado por la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB), organismo internacional de apoyo a los 22 países que conforman la comunidad iberoamericana, y que apoya de manera decidida la construcción y ampliación de los vínculos económicos y comerciales dentro del espacio iberoamericano. Además, en el segundo número, hemos colaborado con distintos expertos internacionales que nos han apoyado en la elaboración del informe, destacando la Fundação Dom Cabral en el caso del análisis sobre Brasil.

Esperamos que este informe sea de su interés y que contribuya a una mejor comprensión del fenómeno de la internacionalización de las empresas latinoamericanas.

Introducción



Adrián Blanco Estévez
ICEX - Invest in Spain



La economía de América Latina avanzó un 1% en 2018, y se espera que el PIB regional se desacelere hasta el 0,2% en 2019. Pese a la marcada heterogeneidad de los distintos países que conforman la región, la mayoría se encuentran actualmente en una fase baja del ciclo económico. Brasil creció un 1,1% en 2018 y se estima que se desacelere hasta el 0,9% en 2019, mientras que México se estima que pase del 2% 2018 al 0,9% 2019. Incluso las economías andinas y que miran al Pacífico, que en los últimos años presentaron un crecimiento más vigoroso, como Perú o Chile, prevén desaceleraciones de su actividad para el presente ejercicio, mientras que otras como Argentina atraviesan por una severa recesión. Esta coyuntura caracterizada por bajas tasas de actividad económica es en todo caso transitoria, y los organismos internacionales coinciden en señalar que 2018 y 2019 serán un punto de inflexión para la región, a partir de los cuales comenzará un nuevo ciclo de crecimiento para situarse en un crecimiento alrededor del 2-2,5% a medio plazo.

La ralentización experimentada en 2018 y 2019 se explica fundamentalmente porque los vientos de cola que impulsaron a la región en el largo ciclo de crecimiento 2003-2008 han ido perdiendo fuerza. En particular las condiciones financieras favorables, auge del precio de las materias primas y fuerte crecimiento de China. El alza emprendida por los tipos de interés por parte de Estados Unidos en 2015 y los años sucesivos presionó a los Bancos Centrales latinoamericanos a endurecer su política monetaria, dificultando el acceso a financiación, que tampoco fue capaz de evitar una importante salida de capital de la región hacia el norte. Algunas importantes *commodities* como el hierro o el cobre se sitúan actualmente un 35% por debajo de máximos de 2011. Y China, el gran cliente de productos primarios de la región, ya no crece a tasas del 10%, si no al 6-7%, demandando en consecuencia menos productos primarios y limitando la entrada de ingresos.

Añadido a lo anterior, las tensiones comerciales entre bloques disminuyen el apetito inversor por el riesgo, a la espera de un horizonte más despejado, lo que penaliza particularmente a las economías en desarrollo como las latinoamericanas.

En un momento de en el que la coyuntura no acompaña y se apagan los vientos de cola, quedan al desnudo los fundamentales y el crecimiento potencial pasa a depender de sus capacidades estructurales. La productividad es el elemento que sintetiza todos los desafíos de la región y que resta capacidad de crecimiento, y, concretamente la productividad total de los factores, que, al contrario que los factores de trabajo y capital, ha traído crecimiento al PIB regional en los últimos años. A este respecto cabe destacar que pese a que se han registrado avances, y teniendo en consideración las acusadas disparidades regionales, existe un espacio de mejora y actuación de las políticas públicas en factores como innovación, infraestructuras, educación o funcionamiento institucional, entre otras.

En la IED de salida de la región está estrechamente relacionada y determinada por el ciclo económico por diferentes vías que actúan como correas de transmisión, como la capacidad de las empresas de generar ingresos por su actividad, la capacidad de acceder a financiación para acometer nuevas inversiones o las expectativas empresariales. Así, en los últimos años caracterizados por una desaceleración del crecimiento, el volumen de inversión anual ha retrocedido ligeramente, esto es, la IED emitida ha crecido pero a menor ritmo estabilizándose entorno a 35.000 o 40.000 millones de dólares anuales. A esto se ha añadido los elevados niveles de deuda corporativa registrados en los últimos años que han llevado a no pocas grandes empresas o bien a enfriar sus planes de inversión o a acometer fuertes planes de desinversión.

Con todo, lo anterior no ha sido óbice para que en los últimos años el acumulado de la inversión exterior latinoamericana haya seguido creciendo y consolidándose como fenómeno económico, en un contexto más amplio de una mayor relevancia del mundo emergente. Pese a las menores tasas de crecimiento las empresas latinoamericanas han continuado su proceso de crecimiento e internacionalización empresarial, y la IED en términos acumulados ha seguido creciendo de manera sostenida. Es precisamente el objetivo del presente informe GLOBAL LATAM, analizar la evolución y características de esta oleada inversora latina, que es cada vez una realidad más sofisticada, antes conformada por inversores más tradicionales a los que se van uniendo otros actores y tipologías de inversores, que invierten en nuevas geografías y en sectores de actividad hasta ahora escasamente representativos.

De acuerdo con datos de la UNCTAD, 2018 fue el tercer año de caída consecutiva de la IED emitida en el mundo, quedando ligeramente por encima del billón de dólares, lo que supone un 28,9% menos que en el año anterior y el volumen más reducido desde 2005. En todo caso la caída se ha repartido de un modo muy desigual, y ha afectado principalmente a las economías desarrolladas, que invirtieron en el exterior un 40% menos, debido fundamentalmente a una inversión neta negativa en el caso de Estados Unidos, por la repatriación masiva de beneficios desde las filiales. La caída de los países emergentes fue mucho más moderada, del 9%, lo que condujo a que las economías desarrolladas invirtieran 4 de cada 10 dólares en el mundo en el pasado año.

Por lo que respecta a la inversión latinoamericana, de acuerdo con los datos del GLOBAL LATAM, en 2018 la IED emitida (que recoge tanto adquisiciones de empresas, como nueva inversión y reinversión) por la región se situó en 38.255 millones de dólares, ligeramente por

debajo del año anterior. Este descenso está en línea con la tendencia en el resto del mundo, pero es inferior al registrado en otras regiones económicas e indica una consolidación de la inversión. Además, tanto las adquisiciones de activos como los proyectos *greenfield* anunciados se incrementaron, destacando estos últimos que se colocaron en número cerca de máximos históricos.

Como era de esperar, las dos grandes economías, Brasil y México, lideran la inversión exterior, y debido a su peso estadístico los vaivenes de su ciclo inversor acaban determinando el resultado para toda la región. Sus caminos en 2018 fueron opuestos: mientras Brasil descendió acusadamente (-31%), con algunas de sus grandes empresas acometiendo importantes desinversiones, México aumentó notablemente su inversión en el exterior. Pero la historia de las inversiones exteriores va mucho más allá que la actividad de estas dos economías. Por ejemplo, Colombia y Argentina aumentaron su ritmo de inversión en el exterior, mientras que países como Costa Rica y Panamá registraron récord en sus operaciones de salida de IED.

En el presente informe GLOBAL LATAM destacamos además otros rasgos relevantes para comprender la inversión latina en el mundo. Así, se observan distintos patrones en la exportación de capitales en la región, en la que predominan los préstamos y transferencias bancarias, siendo solamente un 31% del total IED, al contrario de lo que sucede en geografías como Unión Europea y Estados Unidos. Destaca asimismo la importancia del acceso a la financiación en los mercados globales como una variable determinante en la capitalización y posterior inversión exterior de las compañías.



La internacionalización de las empresas latinoamericanas



Miguel Pérez Ludeña
Economista especializado
en inversión extranjera



Resumen ejecutivo

- La superación de la crisis de 2015-2016 y el comienzo de un nuevo ciclo de crecimiento en 2017-2018 ha permitido a las empresas mejorar los resultados en sus mercados domésticos, reducir deuda y afrontar con mayor optimismo los planes de expansión. Como consecuencia, los indicadores de inversión extranjera directa (IED) se han estabilizado, después de haber sufrido caídas notables en años anteriores.
- La IED alcanzó los 38.255 millones de dólares en 2018, volumen ligeramente inferior a lo registrado en 2017 (quedando el stock en 654.785 millones de dólares, 3 % del total mundial). Las adquisiciones de activos tuvieron una fuerte subida en 2017, mientras que los anuncios de inversiones extranjeras por parte de empresas de América Latina en 2018 aumentaron un 163 %.
- Brasil es la mayor economía de la región y, de largo, la mayor fuente de IED. El acumulado de inversiones directas brasileñas en el exterior alcanza los 377.584 millones de dólares. En 2018 las inversiones quedaron 14.695 millones de dólares, 31 % menos que el año pasado y menos que la media de la última década
- La IED en México aumentó notablemente en 2018 hasta los 10.704 millones de dólares. En años anteriores, muchas de las grandes empresas mexicanas se habían endeudado excesivamente y sufrieron las consecuencias de la devaluación del peso y la subida de tipos de interés, por lo que tuvieron que recortar sus planes de expansión.
- Las inversiones chilenas en el exterior se han reducido mucho en los últimos tres años, hasta alcanzar solo 1.949 millones de dólares en 2018, la décima parte de lo que se registraba en 2011 y 2012. Esto responde fundamentalmente a que durante los últimos años las empresas chilenas hayan sufrido el impacto del ciclo económico adverso y esto haya reducido sus planes de expansión.
- En Colombia la IED en el exterior llegó a los 5.122 millones de dólares, uno de los mayores niveles nunca alcanzado y el mayor desde 2013. Las cifras de IED desde Uruguay, al igual que las de Chile, también están condicionadas por flujos financieros de empresas extranjeras. En 2018 se registraron 2.280 millones de dólares, pero la mayoría de ellos fueron de préstamos entre filiales, probablemente de empresas extranjeras que circulan su capital a través de filiales en el Uruguay.
- Argentina sufrió en 2018 una fuerte recesión acompañada de inestabilidad cambiaria, pero eso no impidió que las empresas argentinas invirtieran en el exterior 1.802 millones de dólares, que es uno de los mayores montos nunca registrados. Por el contrario la crisis económica en Venezuela sí que ha arrastrado a las empresas de aquel país que invierten en el extranjero. Por su parte, la IED hacia el exterior desde el Perú despegó a partir del año 2008, cuando Perú accedió a la categoría de "investment grade" y alcanzó una media de 648 millones de dólares entre 2010 y 2018, a pesar de que en este último año se quedó en 19 millones.
- Las inversiones directas desde Centroamérica han aumentado continuamente en los últimos años, y en 2018 alcanzaron un monto total de 1.683 millones de dólares, la mayor cantidad nunca registrada. Panamá registró 811 millones de IED hacia el exterior. Desde Costa Rica se invirtieron 581 millones de dólares en 2018, y desde Guatemala 211 millones de dólares, la mayor cantidad nunca registrada. Varias economías de la región todavía no reportan datos oficiales de IED hacia el exterior. Entre ellos quizás el más importante sea la República Dominicana que ha sido en los últimos años, junto con Panamá, la de mayor crecimiento en la región.
- De total de la inversión que sale de la región, el 49% de la IED se canaliza a través de préstamos y transferencias bancarias, el 20 % de la inversión es de cartera, y solo el 31 % es IED. Esta composición de la inversión exterior es distinta a lo que ocurre en Estados Unidos y la Unión Europea, geografías en las que la mayor parte de los flujos al exterior son en forma de IED. Las diferencias en los patrones de inversión son consecuencia de diferencias institucionales entre los países. Por ejemplo, el alto nivel de inversión de cartera desde Chile es consecuencia, entre otros factores, del desarrollo de fondos de pensiones privados en ese país que invierten buena parte de sus activos en títulos extranjeros.
- Además de la financiación del proceso de internacionalización empresarial por la vía del ahorro interno, las multinacionales de América Latina acuden con mayor frecuencia a financiarse a los mercados internacionales de capital. Este proceso, que ha ganado importancia en los últimos años, constituye uno de los principales factores explicativos de la inversión exterior latinoamericana en los últimos quince años. Quince de la veinte mayores multinacionales de Brasil y siete de las veinte mayores de México cotizan en la bolsa de Nueva York y otros mercados internacionales. Asimismo las emisiones de bonos alcanzaron en 2018 los 56.000 millones.
- El porcentaje de inversión intraregional en América Latina se mantiene en un 60 % de las inversiones anunciadas y no ha variado mucho durante la última década. Del 40 % restante, Estados Unidos es el destino preferido, especialmente por las empresas mexicanas (aunque en los últimos años las inversiones brasileñas en los Estados Unidos han superado a las mexicanas). Entre las inversiones en la Unión Europea, España sigue siendo el país que registra mayores entradas, seguido del Reino Unido y de Portugal.
- La crisis de 2015 y 2016 empujó a las empresas de la región hacia una mayor diversificación geográfica. Incluso entre las mayores empresas, relativamente pocas tienen alguna filial en Asia, Europa Oriental, Medio Oriente o África. Es destacable la escasa presencia de multinacionales latinoamericanas en Asia y especialmente en China, principalmente porque las mayores multinacionales de América Latina están en sectores como la explotación de recursos naturales, las industrias pesadas y los servicios, en los que China apenas recibe IED.
- Las empresas públicas (destacando las petroleras) continúan siendo de las más internacionalizadas en la región, ya que, a pesar de mantener casi todos sus activos en su país de origen, tienen inversiones importantes en el extranjero. Una dificultad diferencial para las empresas estatales es mantener una estrategia de internacionalización que sobreviva a los cambios de gobierno.
- Para el año 2019 se espera que continúe la tendencia de los últimos años. Durante la primera mitad del año la IED registrada en aquellos países que compilan datos alcanzó los 18.810 millones de dólares; de seguir esta tendencia la cifra total de IED para el año 2019 sería similar a la que se alcanzó en 2018.

A. LAS MULTINACIONALES DE AMÉRICA LATINA CONSOLIDAN SU EXPANSIÓN INTERNACIONAL

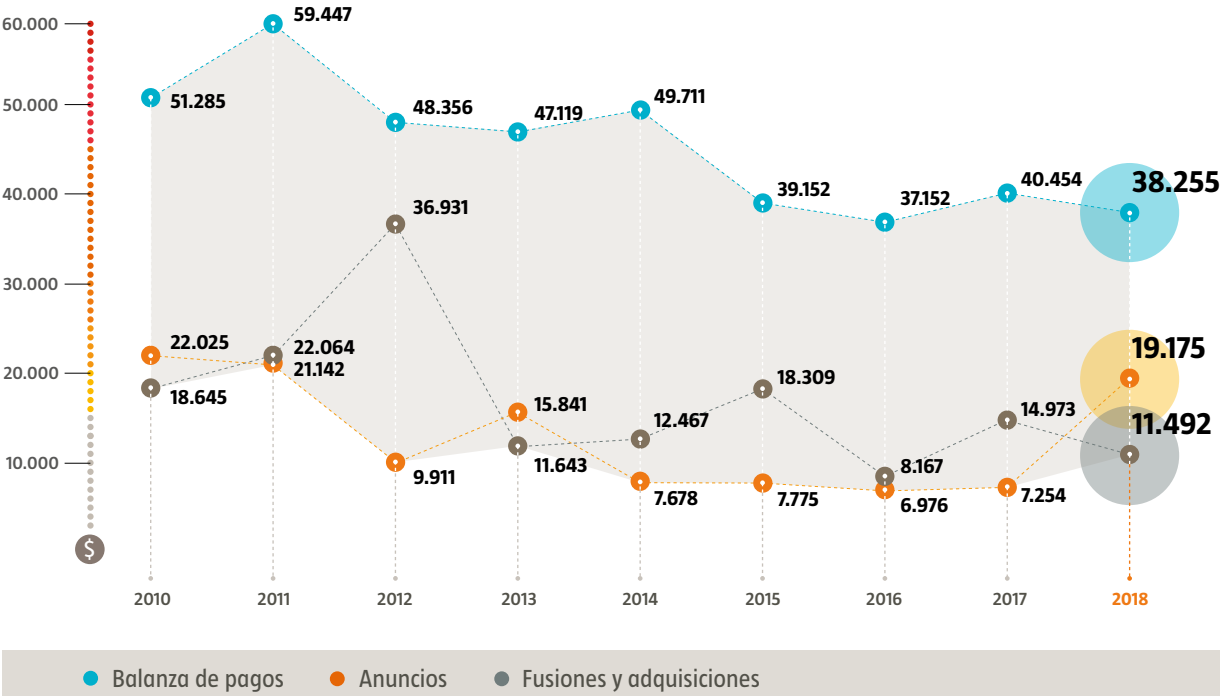
Las economías de América Latina han dejado atrás la recesión de 2015 y 2016 y enlazado dos años seguidos de crecimiento en 2017 y 2018, ralentizado en 2019 al 0,2 %, pero con perspectivas de recuperación para 2020, cuando se espera un crecimiento del 1,8 %¹. Este crecimiento ha permitido a las empresas mejorar los resultados en sus mercados domésticos, reducir deuda y afrontar con mayor optimismo los planes de expansión hacia otras economías de América Latina. Como consecuencia, los indicadores de inversión extranjera directa (IED) se han estabilizado, después de haber sufrido caídas notables comparado con los años anteriores. La IED registrada, que recoge tanto las adquisiciones de empresas como las inversiones de nueva planta y la reinversión de utilidades, alcanzó los 38.255 millones de dólares en 2018, volumen ligeramente inferior a lo registrado en 2017.

Otros indicadores de la actividad de las multinacionales de América Latina han tenido un repunte en los últimos años. Las adquisiciones de activos tuvieron una fuerte subida en 2017, mientras que los anuncios de inversiones extranjeras por parte de empresas de América Latina en 2018 aumentaron un 163 % y se colocaron en niveles cercanos a los registrados en 2010 y 2011, la época de mayor expansión en la IED regional (Gráfico 1).

1. World Economic Outlook July Update, 2019. Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 1

Flujos de IED hacia el exterior, fusiones y adquisiciones ejecutadas y proyectos de inversión anunciados por empresas de América Latina (millones de dólares), 2010 - 2018



Fuente: ICEX basado en Fuentes oficiales y privadas.

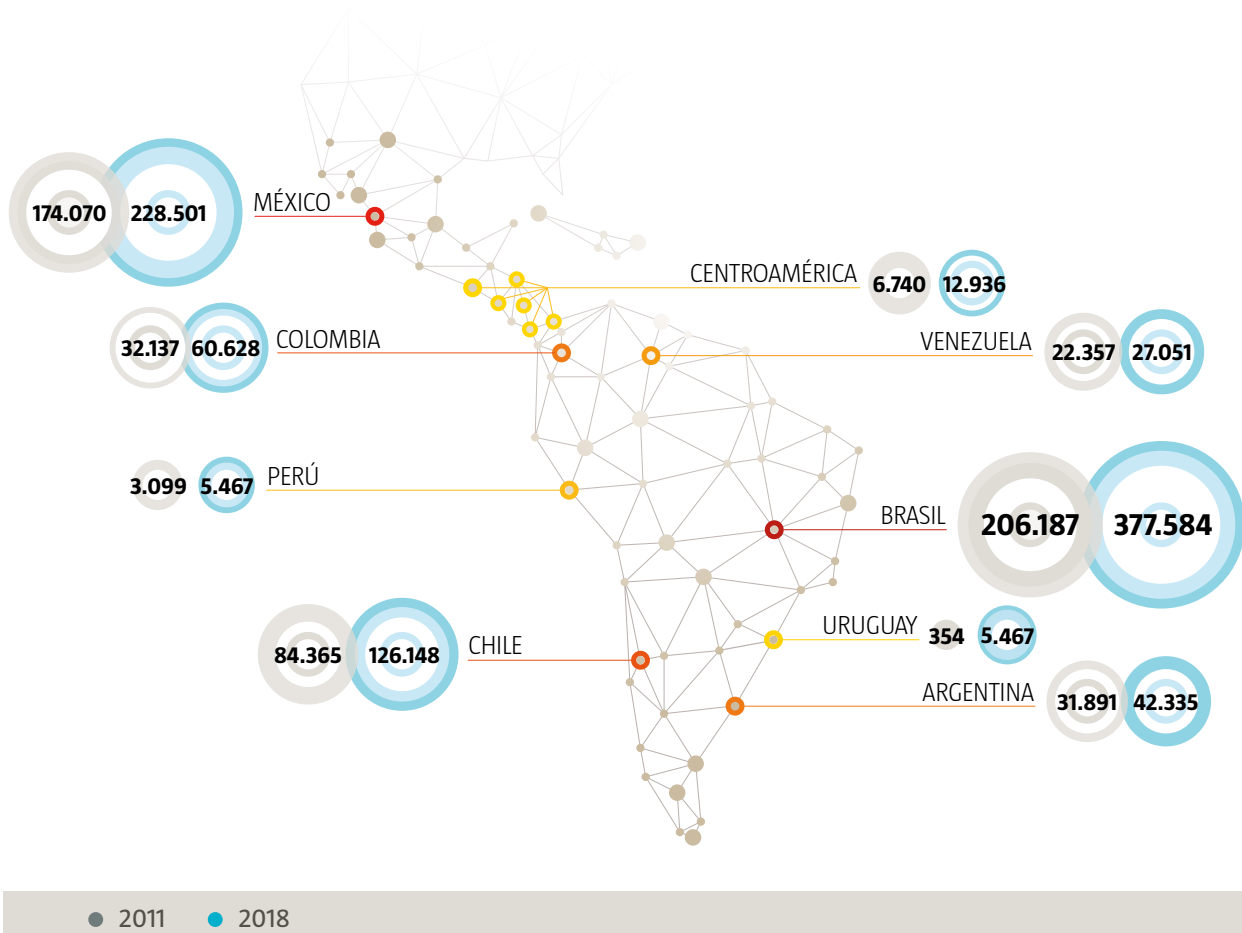
Nota: Los anuncios de inversión se refieren al total que las empresas de América Latina han anunciado cada año que invertirán fuera de su país. Estas inversiones pueden implementarse a lo largo de varios años, o nunca llegar a implementarse totalmente.

Las nuevas inversiones registradas en 2017 y 2018 están todavía por debajo de lo que se alcanzó en 2010 porque las empresas han reducido el ritmo de expansión internacional, pero no lo han detenido. El acumulado de IED (stock), que mide los activos que

estas empresas tienen fuera de su país, continúa aumentando, y en 2018 se situó en 654.785 millones de dólares (el 3 % del total mundial) principalmente concentrado en las empresas de Brasil, México, Chile y Colombia (Gráfico 2).

Gráfico 2

IED emitida acumulada en las principales economías de América Latina (millones de dólares), 2011 y 2018



Fuente: ICEX basado en fuentes nacionales.

Los datos de acumulado evidencian el impacto positivo que las multinacionales tienen fuera de su país y que se materializa en producción, exportaciones, pago de impuestos o creación de empleo. Por ejemplo, veinte de las mayores multinacionales de Brasil, que en 2016 sus sumaban algo más de 100.000 millones de dólares de activos en el extranjero, generaron empleo para casi doscientos mil personas fuera de Brasil. Solo América Móvil, la empresa de telefonía mexicana que está presente en 25 países, mantenía en ese mismo año activos fuera de México por un valor estimado de casi 50.000 millones de dólares y daba empleo a 100.000 personas.

Más allá de la creación de empleo, las multinacionales latinoamericanas aportan nuevas capacidades y transferencia de conocimientos a los países donde invierten. Su impacto es especialmente fuerte en los países de menor tamaño de la región, como por ejemplo

en Centroamérica donde llega más inversión desde la propia América Latina (21 % del total recibido) que desde los Estados Unidos (20 %) o Europa (14 %). De hecho, en estos países, las inversiones que llegan desde los países vecinos son a menudo fundamentales para el funcionamiento de sus economías. Por ejemplo, la empresa colombiana Argos es el único productor o importador de cemento en muchas de las islas del Caribe, mercados demasiado pequeños para despertar el interés de empresas cementeras de Europa o de los Estados Unidos.

Además, la expansión internacional de las empresas les permite crecer y acumular capacidades, y esto redunda también en importantes beneficios en sus países de origen, donde se suelen localizar las funciones de mayor valor agregado (dirección, planificación, servicios legales y financieros, investigación y desarrollo, etc.).



Nota metodológica

El análisis de este capítulo se basa principalmente en los datos oficiales de inversión extranjera directa (IED) extraídos de la balanza de pagos de cada uno de los países de América Latina, siguiendo la metodología más reciente recogida en el Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (6 edición). Estos datos son los más completos y fiables, especialmente para hacer comparaciones internacionales, aunque presentan limitaciones importantes, como no estar bien desagregados por sectores o países de destino, o incluir también flujos financieros que no se generan en la economía declarante.

Los datos oficiales incluyen: a) el acumulado de IED, que recoge el valor de los activos que las empresas multinacionales tienen fuera de sus países y b) los flujos de IED, que muestran las nuevas transacciones que han tenido lugar en el último año entre las empresas multinacionales y sus filiales en el extranjero. Estas transacciones pueden ser resultado de comprar empresas, inyectar capital en nuevas plantas, reinvertir los beneficios u otorgar y devolver préstamos a las filiales del grupo.

Los anuncios de inversión se obtuvieron de la base de datos FDI Markets del Financial Times, que recoge estimaciones de las inversiones que han anunciado las empresas de América Latina fuera de su país. Las inversiones se asignan en el año en que se anunciaron, aunque se implementen a lo largo de varios años, y aunque una parte de ellas no lleguen nunca a implementarse. En este capítulo estos datos se usan para mostrar tendencias en el tiempo y estimar la distribución geográfica de las inversiones.

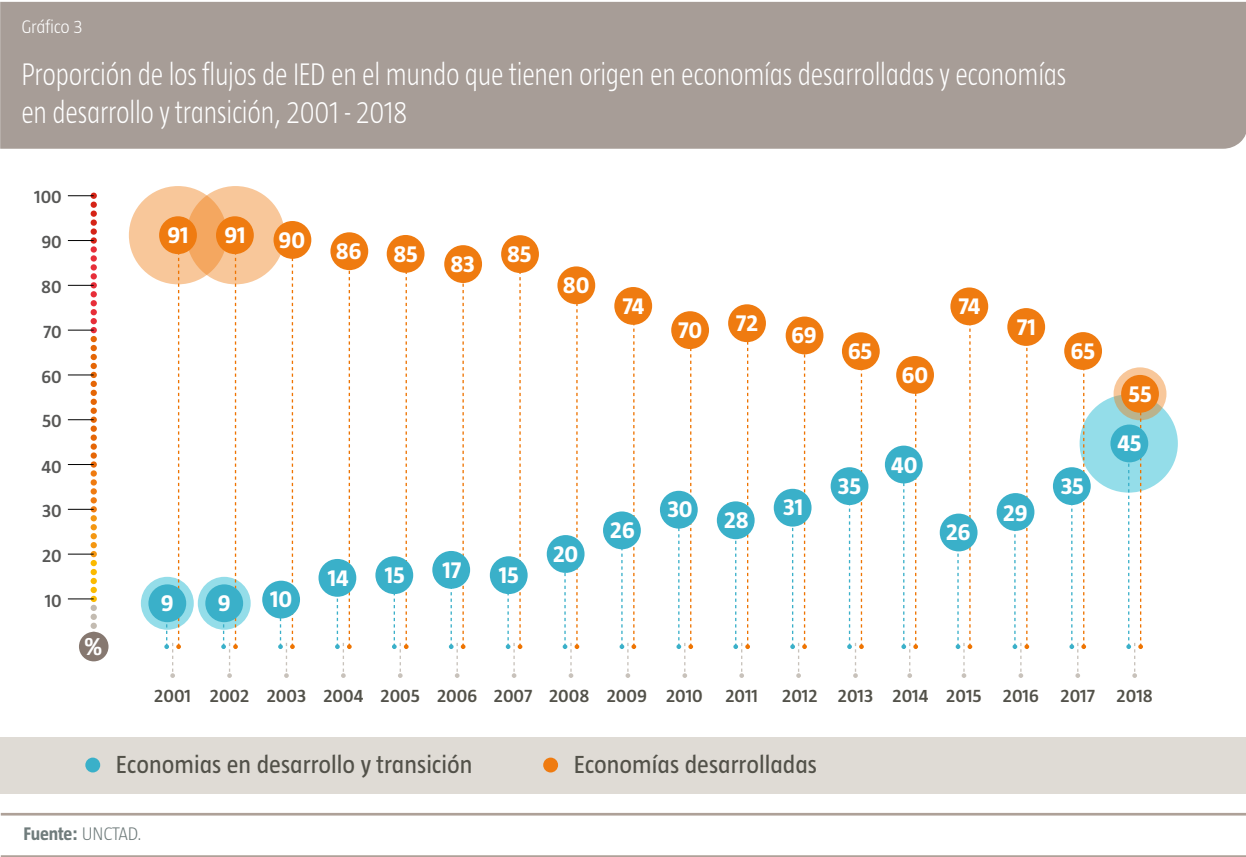
Los datos de fusiones y adquisiciones se obtuvieron de Zephyr y para las estrategias de inversión de empresas particulares se recurrió a notas de prensa y comunicaciones a los inversores de las mismas empresas. Algunos datos se obtuvieron de la CEPAL, el Fondo Monetario Internacional y la UNCTAD.

Datos de las mayores multinacionales de Brasil y de México se obtuvieron de los Informes que sobre estos países ha publicado el proyecto Emerging Markets Global Players.

B. LOS PAÍSES EMERGENTES GANAN TERRENO

Uno de los cambios más relevantes que ha sufrido la economía mundial en lo que va de siglo es el nuevo papel protagonista de los países en desarrollo, ya sea en términos de PIB, comercio, capacidades productivas o inversión extranjera directa. Si en 2001 el 91 % de la

IED se generaba en los países desarrollados, en 2018 ese porcentaje se ha reducido al 55 %. Esto quiere decir que mientras que en 2001 casi todas las empresas multinacionales que contaban en el mundo procedían de los Estados Unidos, Europa o Japón, en 2018 casi la mitad de los nuevos negocios internacionales se originan en empresas de países en desarrollo (Gráfico 3)².



2. En el año 2018 la IED que salió de los países desarrollados fue extraordinariamente baja por el efecto de la reforma fiscal en los Estados Unidos, que incentivó a las empresas de ese país a repatriar una parte de los beneficios que tenían acumulados en sus filiales en el extranjero. Como consecuencia, la IED de los Estados Unidos se redujo en casi 400.000 millones de dólares. El efecto de la reforma fiscal no se repetirá en 2019, y se espera por tanto que el porcentaje de IED que sale de los países desarrollados se recupere hasta un nivel similar al registrado en 2017.

La causa principal de esta tendencia es el mayor crecimiento económico de los países emergentes, que ayudó a las empresas de estos países a crecer y acumular capacidades que luego supieron explotar a través de la IED.

Además, la crisis financiera global desencadenada en 2008 y que afectó principalmente a las economías desarrolladas también ayudó a acortar distancias entre las multinacionales del Norte y el Sur. En los años posteriores a la crisis, mientras las multinacionales de Europa o los Estados Unidos, ante la caída de ingresos en la mayoría de sus mercados, recortaban sus inversiones y vendían algunos de sus activos periféricos para reducir deuda, las empresas de países en desarrollo aceleraban su expansión, animadas ante el crecimiento económico en sus países de origen. De hecho, es en los años inmediatamente posteriores al estallido de la crisis que la proporción de IED emitida por las economías en desarrollo y transición creció más rápido, pasando del 15 % al 30 % del total mundial entre 2008 y 2010.

En el año 2014 las economías emergentes llegaron a representar el 40 % de todas las inversiones extranjeras directas en el mundo, antes de caer sustancialmente (en términos absolutos y relativos) en los siguientes años por condiciones económicas y financieras adversas. Entre 2013 y 2016 las principales materias primas de exportación (petróleo, hierro, cobre) perdieron entre la mitad y tres cuartos de su valor, a lo que siguió una serie de devaluaciones de las principales monedas de los países emergentes, que fueron más dramáticas para el rublo ruso y el real brasileño y más limitadas, pero también importantes, para el yuan chino y la rupia india. Las bolsas se resintieron (el índice MSCI para mercados emergentes perdió un 30 % entre 2015 y 2016) y las multinacionales de estos países tuvieron que frenar su expansión internacional³.

3. China ha sido la excepción a esta tendencia. Mientras que a partir de 2014 la mayoría de las economías emergentes reducía el nivel de IED hacia el exterior, China seguía creciendo a fuerte ritmo. A pesar de las restricciones impuestas en 2017 por el propio gobierno chino a ciertos tipos de inversiones, en ese año la IED china fue mayor que la del resto de economías en desarrollo juntas.

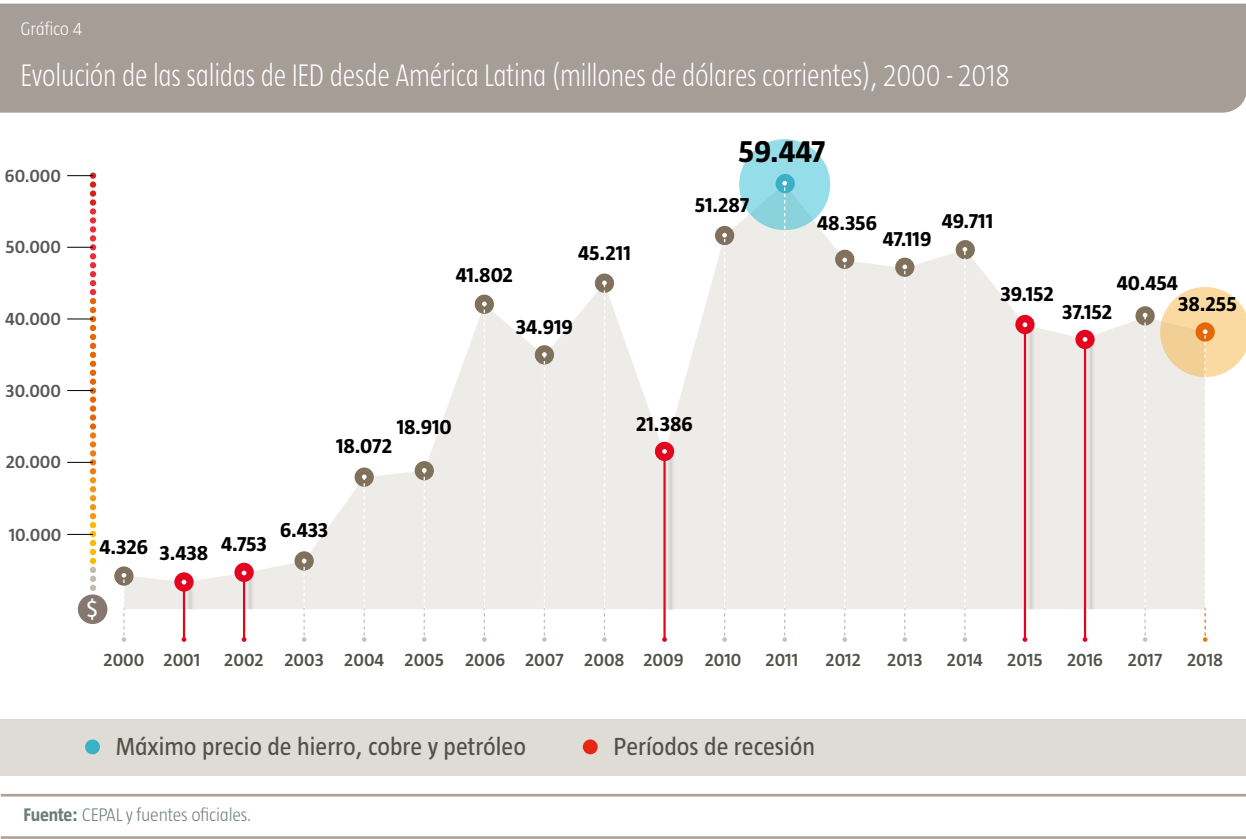
4. El tamaño de las multinacionales se mide por el valor de sus activos en el extranjero.

La IED desde América Latina ha seguido esta tendencia global y su evolución a largo plazo se puede resumir en tres etapas: la etapa de las reformas económicas (1992-2001), el boom de las materias primas (2002 a 2012) y la última etapa de consolidación (2013 hasta la fecha).

La primera fase de fuerte expansión de las multinacionales de América Latina fue consecuencia de las reformas económicas de los años 1990. Entre 1995 y 2000 la IED desde América Latina alcanzó una media de 4.000 millones de dólares anuales, el doble de lo que invertía China entonces. Además de Brasil, México y Chile, Argentina y Venezuela fueron protagonistas activos de esta fase. En el año 2000 la petrolera venezolana PDVSA era la mayor empresa multinacional de todas las economías en desarrollo y la argentina YPF ocupaba el puesto 13 en la lista, por delante de las coreanas LG, Hyundai o Samsung, por ejemplo⁴. Esta etapa terminó cuando la crisis de los mercados emergentes golpeó a Argentina en 2001, lo que redujo la capacidad de expansión de las multinacionales de América Latina y facilitó que muchas de ellas acabaran en manos de empresas europeas y norteamericanas, como la propia YPF, comprada por Repsol en su momento o la chilena Enersis, comprada por Endesa.

A partir de 2003 y a medida que suben los precios de las materias primas, los flujos de IED desde los países de la región se recuperan y alcanzan los 40.000 millones de dólares anuales de media, aunque con mucha volatilidad (Gráfico 4). La crisis financiera global apenas les afectó, al contrario, en los años posteriores a la crisis muchas empresas de América Latina aprovecharon las dificultades financieras de las empresas europeas para hacerse con algunos de sus activos en la región. Los bancos Santander, BBVA, HSBC e ING, entre otros, vendieron en aquellos años algunas de sus filiales en América Latina, y lo mismo hicieron empresas en otros sectores, como Carrefour (comercio minorista) y Lafarge (Cemento), ambas francesas.

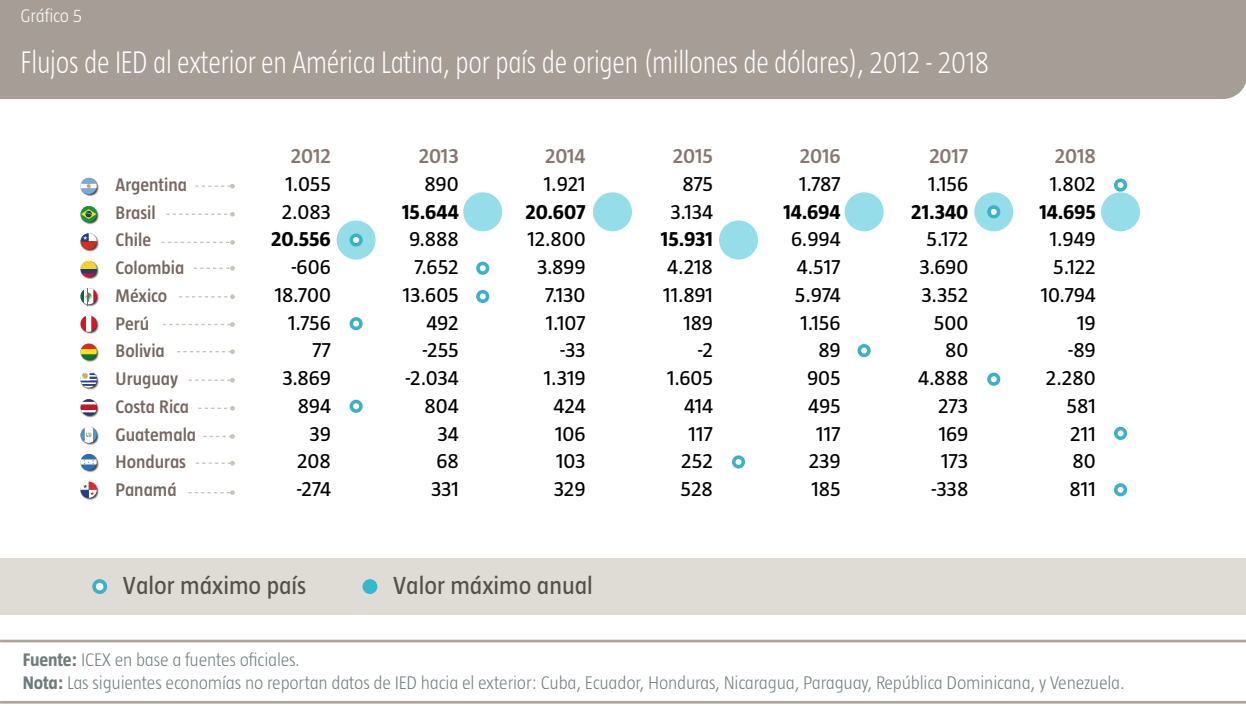
Pero a partir de 2015, el doble golpe de la caída de los precios de las materias primas y la recesión en Brasil y otras economías de Sudamérica redujo substancialmente las salidas de IED desde la región, al igual que reducía también las entradas. Esto no quiere decir que las empresas renunciaran a la internacionalización, sino tan solo que redujeron su ritmo como respuesta momentánea a la coyuntura económica. En cualquier caso, no todos los países de América Latina han seguido el mismo ciclo económico y entre las empresas hay una gran variedad de estrategias.



C. MÉXICO Y BRASIL DOMINAN LAS GRANDES OPERACIONES, PERO LOS PAÍSES MEDIANOS Y PEQUEÑOS TAMBIÉN INVIERTEN EN EL EXTERIOR

Las inversiones en el exterior para toda América Latina se han mantenido estables durante los últimos tres años, pero las cifras individuales para cada país han variado mucho (Gráfico 5). Entre 2017 y 2018 todos los países que presentan datos oficiales han tenido variaciones de más del 25 % hacia arriba o hacia abajo y dos de ellos incluso pasaron de flujos positivos a negativos, o viceversa⁵. Si bien la IED es por naturaleza una inversión

estable, que responde a decisiones estratégicas de largo plazo de las empresas, se suele concretar en grandes adquisiciones o proyectos de nueva planta que no se distribuyen homogéneamente en el tiempo. De este modo, las cifras oficiales registran un gran flujo de IED en el año en que se ejecuta la inversión, pero en los años sucesivos, mientras la empresa consolida sus nuevos proyectos, apenas se registran nuevos flujos. Para los países de América Latina, en los que solo un puñado de empresas pueden acometer grandes inversiones, esto genera grandes alzas y bajas en la IED de año en año que no indican necesariamente cambio en las estrategias de las empresas o en los determinantes macroeconómicos.



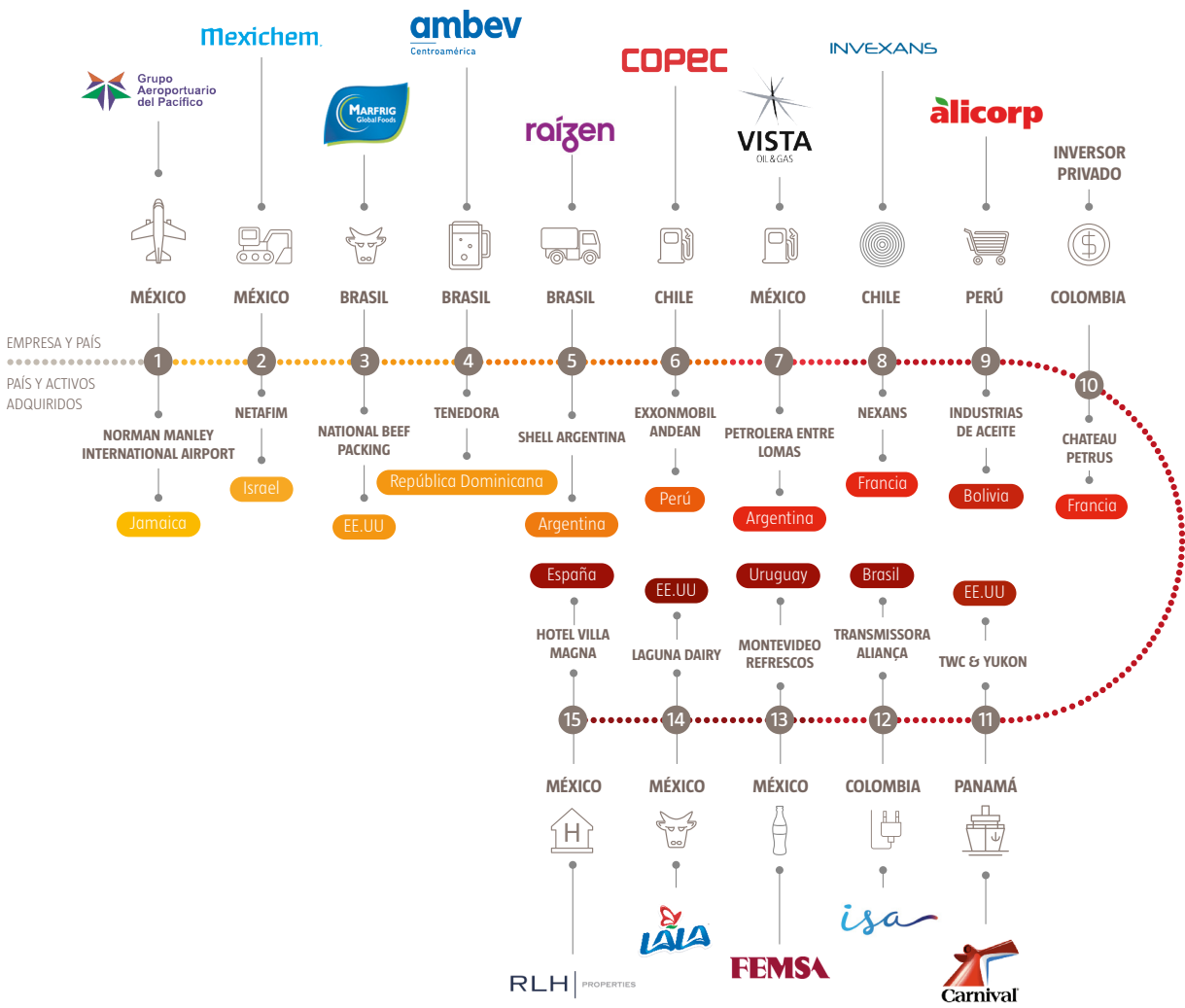
En 2018 destacaron las fuertes subidas en las inversiones desde Argentina, México y, en menor medida Colombia, que se compensaron con las fuertes caídas desde Brasil y Chile. Tanto México como los países de América del Sur se mantienen lejos de los niveles de inversión que

registraban antes de 2015, mientras que las empresas de Centroamérica, y especialmente las de Costa Rica y Panamá, invirtieron en el extranjero en 2018 más que nunca, empujadas por el alto crecimiento económico de estos países.

5. Cuando un país reporta flujos de IED hacia el exterior negativos, quiere decir que sus empresas han desinvertido en el exterior más de lo que han invertido, por ejemplo, por la venta de activos.

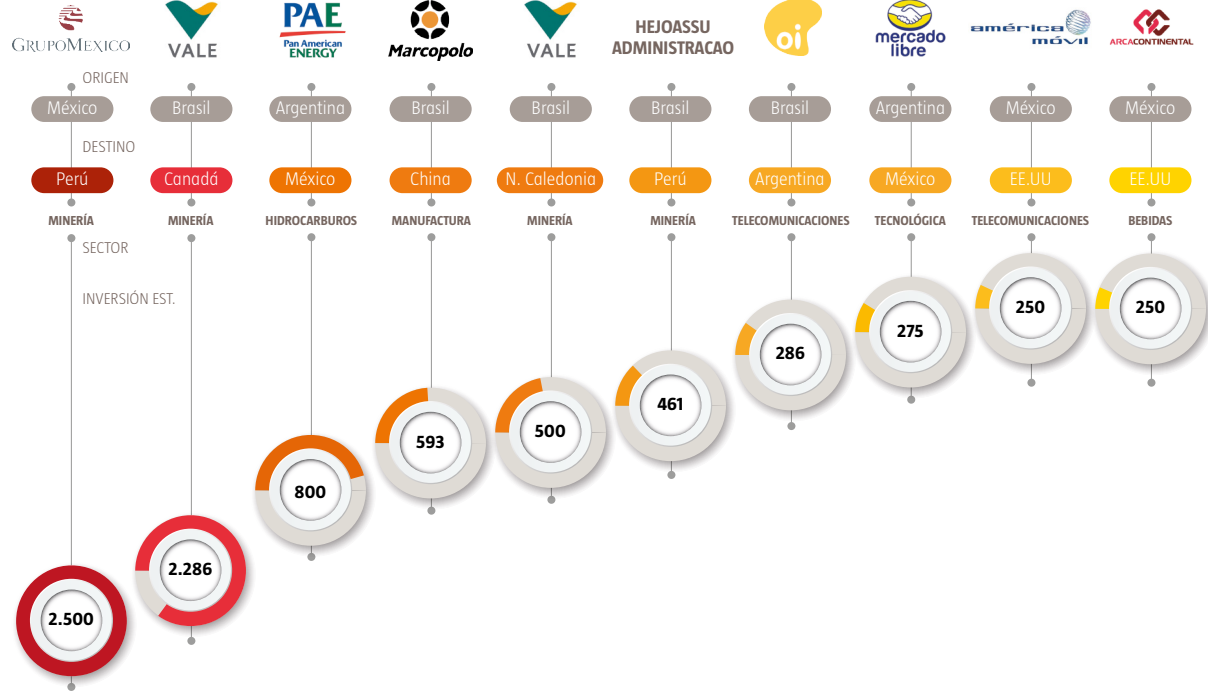
De todos modos las grandes operaciones en 2018 siguieron dominadas por empresas de Brasil y de México, con importantes añadidos desde Perú y Chile en el caso de las fusiones y adquisiciones (Gráficos 6 y 7).

Gráfico 6
10 Mayores fusiones y adquisiciones anunciadas en 2018



Fuente: ICEX en base de datos privadas.

Gráfico 7
10 mayores inversiones anunciadas en 2018 (millones de dólares)



Fuente: ICEX en base a datos de FDI Markets.

Brasil es la mayor economía de la región y, de largo, la mayor fuente de IED. El acumulado de inversiones directas brasileñas en el exterior alcanza los 377.584 millones de dólares pero en 2018 las inversiones en el exterior se quedaron 14.695 millones de dólares, 31 % menos que el año pasado y menos que la media de la última década. Las multinacionales brasileñas se han visto afectadas en los últimos años por la crisis económica que ha atravesado el país, con caídas del PIB del 3,5 y 3,3 % en 2015 y 2016 respectivamente, parcialmente revertidas por una lenta recuperación en 2016 y 2017. Los activos y ventas totales de las mayores multinacionales brasileñas habían caído un 14 % y 16 % respectivamente en 2016, y como consecuencia se vieron obligadas a recortar planes de expansión⁶. En 2018 sí se registró un alza importante en los anuncios de inversión en el extranjero que hicieron las empresas brasileñas, lideradas por la minera Vale, que anunció el relanzamiento de un gran proyecto minero de níquel en Canadá. Las estrategias de las multinacionales brasileñas se analizarán en más detalle en el Capítulo 2.

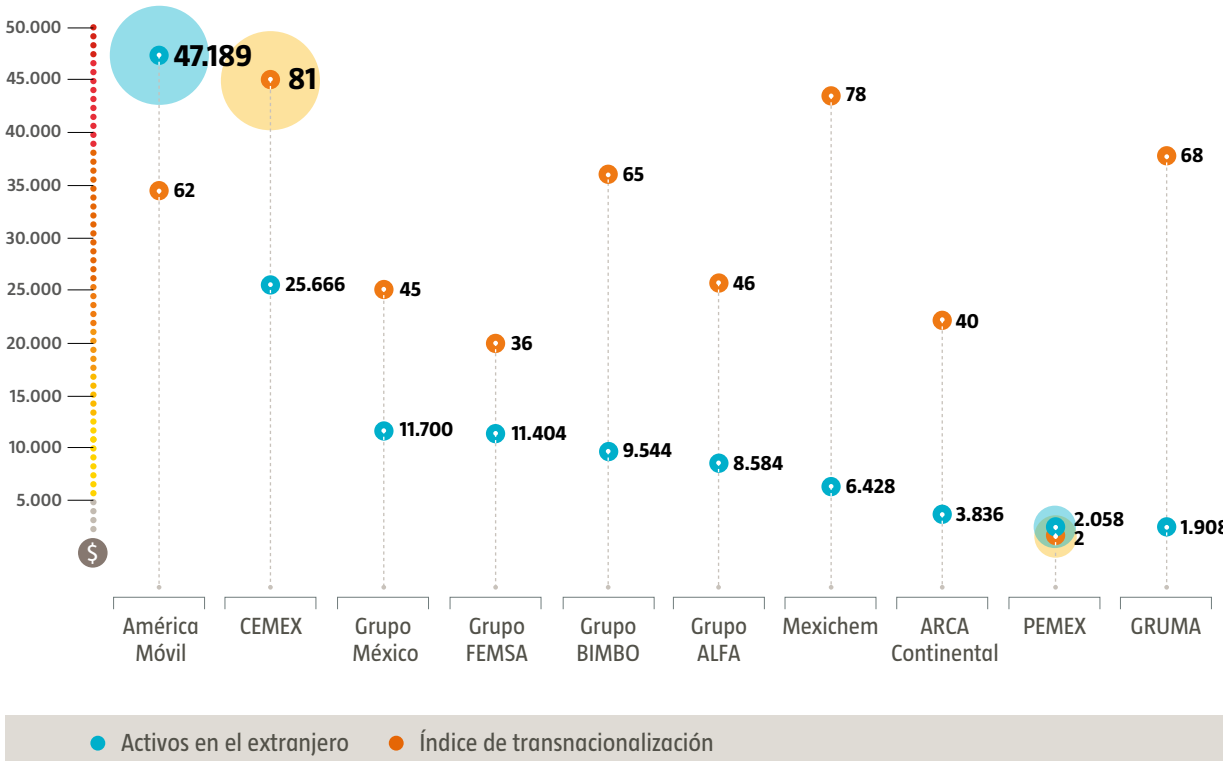
La IED en **México** aumentó notablemente en 2018 hasta los 10.704 millones de dólares, después de varios años de flujos muy inferiores a la media. Entre 2014 y 2017 la media de salidas de IED no llegó a los 7.000 millones de dólares anuales, poco más de la mitad que en los cuatro años anteriores. Entre 2010 y 2013 muchas de las grandes empresas mexicanas se habían endeudado excesivamente y sufrieron las consecuencias de la devaluación del peso y la subida de tipos de interés, por lo que tuvieron que recortar sus planes de expansión.

Entre las mayores multinacionales mexicanas, por el valor de sus activos en el extranjero, destaca América Móvil, el operador de telefonía que disputa el liderazgo en América Latina con la española Telefónica, seguida por la cementera Cemex y la minera Grupo México. Por sectores, cuatro de las diez mayores multinacionales son del sector de alimentos y bebidas (FEMSA, Bimbo, Arca-Continental y Gruma) y entre las mayores veinte figuran dos cementeras (la ya citada Cemex y Cementos Chihuahua) y otras dos de materiales de construcción (Grupo Vitro y Elementia). A pesar del tamaño de México, la mayoría de las grandes empresas tienen una buena parte de su actividad fuera del país, con la notable excepción de la estatal PEMEX (Gráfico 8).

6. Sheng, Hsia Hua, and Jose Marcos Carrera 2019. The Top 20 Brazilian Multinationals: A Long Way Out of the Crises. EMGP. CCSI. <https://emgp.org/report/the-top-20-brazilian-multinationals-a-long-way-out-of-the-crises/>, accessed April 11, 2019.

Gráfico 8

Las 10 mayores multinacionales mexicanas por el valor de sus activos en el extranjero, 2016



Fuente: EMGP 2016.

Nota: El índice de transnacionalización mide el peso que las filiales en el extranjero tienen dentro de la actividad de una empresa y se calcula como una media de tres indicadores: el valor de los activos, las ventas y en número de empleados.

Las empresas mexicanas anunciaron inversiones extranjeras por más de 5.000 millones de dólares en 2018, el triple que lo anunciado el año anterior y la mayor cantidad nunca registrada, con la excepción de 2011. Buena parte de esos anuncios corresponden a dos empresas: el Grupo México, que planea iniciar las obras para una mina de cobre en Perú por 2.500 millones de dólares y América Móvil, que anunció varias inversiones en los Puerto Rico, Brasil, Costa Rica y la República Dominicana, por un total de 1.162 millones de dólares. Las mayores adquisiciones empresariales en 2018 fueron la concesión del principal aeropuerto de Jamaica que consiguió el Grupo Aeroportuario del Pacífico, en

una operación valorada en 2.000 millones de dólares y la compra de la empresa israelí de sistemas de riego Netafim por parte de Mexichem, por 1.500 millones de dólares.

Las inversiones **chilenas** en el exterior se han reducido mucho en los últimos tres años, hasta alcanzar solo 1949 millones de dólares en 2018, la décima parte de lo que se registraba en 2011 y 2012. Estos flujos son difíciles de interpretar porque muchas empresas extranjeras canalizan flujos de capital a terceros países a través de Chile, generando una altísima correlación entre entradas y salidas de IED⁷.

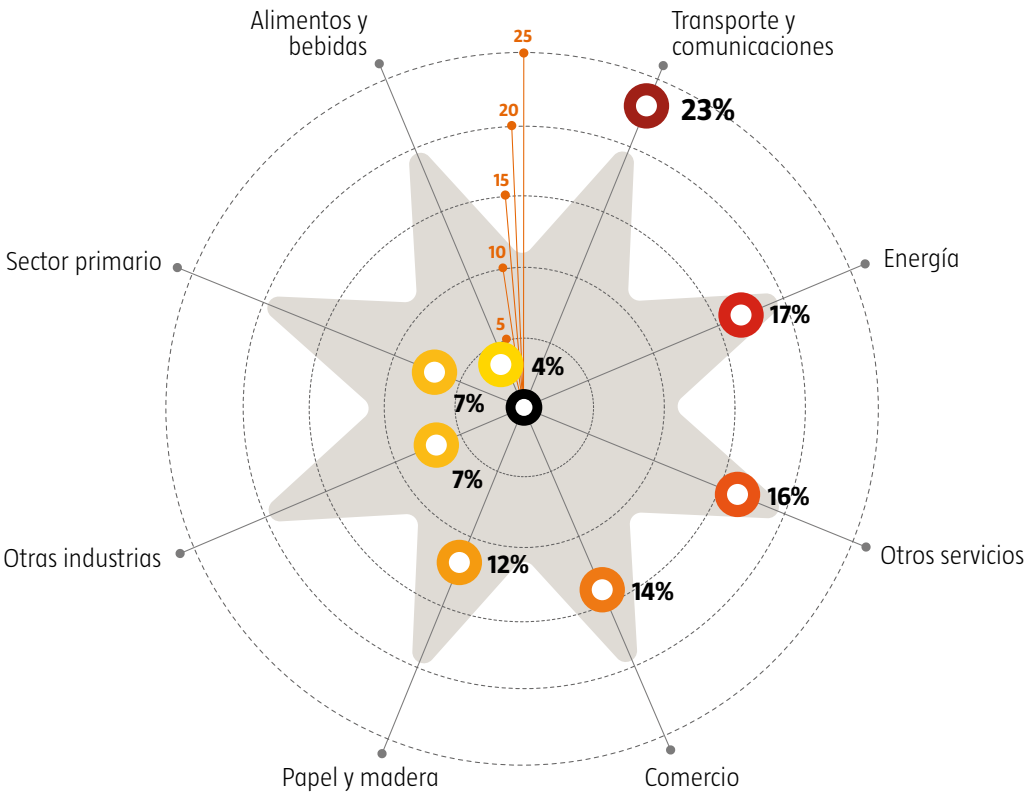
7. La correlación entre entradas y salidas de IED trimestrales entre 1990 y 2015 para Chile es de 0.9, la segunda más alta tras Hungría, del grupo de 25 países para los que hay datos. La media de estos países fue de 0.51, y Brasil, México, Argentina y Perú se encontraban por debajo de la media (Blanchard and Acalin 2016). En el mes de junio de 2018 se registraron flujos negativos de entrada y de salida por un valor de 5.000 millones de dólares, lo que hace sospechar que se trató de una sola operación que redujo extraordinariamente tanto las entradas como las salidas de IED en Chile.

De todos modos, es comprensible que durante los últimos años las empresas chilenas hayan sufrido el impacto del ciclo económico adverso y esto haya reducido sus planes de expansión. Las multinacionales chilenas se caracterizan por focalizarse en América Latina, donde concentran el 85 % de sus activos, de los que la gran mayoría están en solo cuatro países: Argentina, Brasil, Colombia y Perú⁸.

Por sectores, la mayoría de la IED chilena se concentra en servicios, particularmente el transporte y comunicaciones (donde destacan la aerolínea LATAM, la naviera SAAM, y el operador de telefonía Entel) y el comercio (Cencosud, Falabella o Ripley). En cuanto a la industria, la mayoría de las inversiones al exterior se concentran en la industria forestal (CMPC, Arauco y Masisa). A pesar del gran peso que tiene la minería en el país, solo el 5 % de la IED chilena se da en este sector, que está dominado por una gran empresa estatal que no invierte en el extranjero (Codelco) y grandes multinacionales extranjeras (Gráfico 9).

Gráfico 9

Desglose porcentual por sectores de inversión de Chile entre 1990 y 2017



Fuente: Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales, Chile.

8. Presencia de Inversiones Directas de Capitales Chilenos En El Mundo. 1990-Diciembre 2017¹¹ Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales, MINISTERIO DE RELACIONES EXTERIORES 2018).

Muchas de las mayores multinacionales chilenas han alcanzado en su país una altísima cuota de mercado y buscan necesariamente el crecimiento en otros mercados vecinos. Algunas de las mayores empresas del país tienen ya la mayor parte de su actividad en el extranjero, como son los casos de Cencosud (comercio minorista), LATAM (transporte aéreo), SAAM (Terminales Portuarios, Remolcadores y Logística), Embotelladora Andina (bebidas) o Sonda (software).

Las cifras de IED desde **Uruguay**, al igual que las de Chile, también están condicionadas por flujos financieros de empresas extranjeras. En 2018 se registraron 2.280 millones de dólares, pero la mayoría de ellos fueron de préstamos entre filiales, probablemente de empresas extranjeras que circulan su capital a través de filiales en el Uruguay. De todos modos, hay empresas uruguayas que se expanden fuera del país. En el 2018 destacó el anuncio de la empresa tecnológica UruIT, que anunció una inversión de 18 millones de dólares en Colombia. El año anterior dLocal, otra empresa tecnológica había anunciado su entrada en la India con una inversión de 8 millones de dólares.

En **Colombia** la IED en el exterior llegó a los 5.122 millones de dólares, uno de los mayores niveles nunca alcanzado y el mayor desde 2013. Los servicios financieros fueron el sector más importante con el 39 % del total, seguido por las manufacturas con el 21 %. Las multinacionales colombianas del sector financiero se destacan por tener una fuerte presencia en Centroamérica; Bancolombia ocupa posiciones de liderazgo en El Salvador, Guatemala y Panamá; Davivienda compró en el año 2012 los activos centroamericanos de HSBC por 830 millones de dólares y desde entonces mantiene una presencia importante en Honduras, Costa Rica, El Salvador y Panamá; el grupo Aval, la mayor empresa del sector en Colombia, está presente en todos los países de Centroamérica, donde mantiene casi un tercio de su actividad total. El crecimiento económico de Centroamérica en los últimos años, mayor que el de Colombia, sin duda ha estimulado las inversiones en estas filiales. Por otra parte, la aseguradora Sura (propietaria de Bancolombia) es la única empresa financiera colombiana que se ha expandido más allá de Centroamérica y ahora está presente en México y las mayores economías de Sudamérica.

Las empresas de infraestructuras también están entre las más destacadas multinacionales colombianas. En 2018 destaca la expansión de la Empresa de Electricidad de Bogotá (EEB), a través de su filial de distribución de gas en el Perú, que triplicó el número de clientes en los últimos cuatro años y en los que anunció inversiones por 500 millones de dólares. La mayor empresa de este

sector es ISA que entre transmisión eléctrica, carreteras y telecomunicaciones maneja proyectos de inversión por un valor de 3.868 millones de dólares, tres cuartas partes de ellos divididos entre Brasil, Chile y Perú. Tanto ISA como EEB y EPM, otra empresa del sector con actividad en Centroamérica y México, son de propiedad estatal o municipal.

En cambio, ha habido un retroceso claro de las inversiones colombianas en el sector extractivo, que entre 2009 y 2015 representaban el 29 % del total y que en 2018 fueron solo el 8 %. La mayor empresa en este sector es Ecopetrol, de propiedad estatal, y que tiene operaciones en Perú, Brasil, México y los Estados Unidos. Como casi todas las empresas del sector, en los últimos años ha visto caer sus ingresos y se ha centrado en el control de costes más que en la expansión. En 2019 destinará el 3 % de sus inversiones a la producción en otros países.

Argentina sufrió en 2018 una fuerte recesión (caída del 2,6 % del PIB) acompañada de inestabilidad cambiaria, pero eso no impidió que las empresas argentinas invirtieran en el exterior 1.802 millones de dólares, que es uno de los mayores montos nunca registrados, ni que las empresas extranjeras siguieran invirtiendo en Argentina a un ritmo similar al de años anteriores. Si bien las empresas adaptan sus planes de expansión a las condiciones macroeconómicas en su país de origen (y en sus destinos), estos condicionamientos operan a medio y largo plazo.

Entre las empresas argentinas en expansión destaca la petrolera Pan American Energy, que anunció 1098 millones de dólares de inversiones en México, donde es una de las primeras empresas privadas que entra a la extracción petrolera tras la reforma energética en este país. En otro sector completamente distinto la empresa de comercio digital Mercado Libre, que ha comprado en los últimos años varias empresas de software en Argentina y otros países de la región, anunció en 2018 la apertura de centros de distribución en México con una inversión de 275 millones de dólares.

Tanto Pan American Energy como Mercado Libre no son formalmente empresas argentinas - la primera es propiedad de BP en un 60 % y de la China CNOOC en un 20 % mientras que la segunda está registrada en Delaware (Estados Unidos) - pero ambas tienen su centro de decisión y oficinas principales en Argentina. En el caso de Pan American Energy, casi toda su producción se concentra en Argentina y el control de la gestión sigue en manos de la familia Bulgheroni, fundadora de la empresa; Mercado Libre tiene presencia en toda América Latina, pero mantiene el 50 % de sus empleados en Argentina.

La crisis económica en **Venezuela** sí que ha arrastrado a las empresas de aquel país que invierten en el extranjero. La mayor con diferencia es la petrolera PDVSA, que fue al inicio de siglo la mayor multinacional de América Latina y que mantiene todavía una importante filial de refinamiento en los Estados Unidos, CITGO, aunque en 2017 vendiera una parte de ella al grupo ruso Rosfnet. Venezuela dejó de publicar datos oficiales de IED en 2015, pero en los diez años anteriores registró flujos medios anuales de más de 1.400 millones de dólares, lo que le convertía en el quinto país de la región por salidas de IED, por encima de Argentina.

La IED hacia el exterior desde el **Perú** despegó a partir del año 2008, cuando Perú accedió a la categoría de “investment grade” y alcanzó una media de 648 millones de dólares entre 2010 y 2018, a pesar de que en este último año se quedó en 19 millones. La empresa más extendida es la productora de alimentos y bienes de consumo Alicorp, con presencia directa en Ecuador, Chile, Argentina y Brasil, en los que factura el 40 % de los más de 2.000 millones de dólares en ventas totales que registra. En 2018 entró también en Bolivia con la compra de Industrias del Aceite, por 293 millones de dólares.

La economía peruana está dominada por la actividad minera, y en este sector algunas empresas locales han buscado también la expansión hacia el exterior. Hochschild es propietaria de una mina en Argentina que produce un tercio de toda su producción y está explorando en Chile, los Estados Unidos y Canadá. Minsur es una minera especialista en estaño, que en 2008 compró por 500 millones de dólares la Mineração Taboca en Brasil.

Las inversiones directas desde Centroamérica han aumentado continuamente en los últimos años, y en 2018 alcanzaron un monto total de 1.683 millones de dólares, la mayor cantidad nunca registrada. Panamá registró 811 millones de IED hacia el exterior, de los que 684 millones fueron en créditos entre filiales, sin duda en su mayor parte operaciones en tránsito de multinacionales de terceros países que usan Panamá como centro financiero. Sin embargo, los 163 millones restantes, registrados como capital, es muy probable que reflejen inversiones extranjeras de empresas panameñas. Entre estas ha destacado Selina, la empresa de bienes raíces que combina el desarrollo de hoteles con espacios de co-working, con una dedicada estrategia de apoyo al turismo sostenible, y que en 2018 anunció inversiones por más de 2.600 millones de dólares, principalmente en América Latina pero también en Europa.

Desde **Costa Rica** se invirtieron 581 millones de dólares en 2018, y desde Guatemala 211 millones de dólares, la mayor cantidad nunca registrada. Las multinacionales centroamericanas suelen ser empresas que buscan el crecimiento en los países vecinos, si bien hay excepciones como la de Cervecería Costa Rica, que en 2012 compró North American Breweries en los Estados Unidos por 388 millones de dólares.

Muchas multinacionales de Centroamérica se concentran en el sector inmobiliario, como Poma y Agrisal de El Salvador, o Spectrum de Guatemala, en el que aprovechan sus redes de contacto y el buen conocimiento de los mercados locales. Es de destacar que a pesar del desarrollo de una industria exportadora en Centroamérica (confección, dispositivos médicos y servicios empresariales a distancia) no hay empresas locales que hayan desarrollado capacidades en estas industrias como para invertir fuera de su país. La empresa de Costa Rica Latam Logistic Properties, sí se desarrolló sirviendo a las industrias de zonas francas en su país, y ahora desarrolla parques industriales en el Perú y acaba de entrar en Colombia con una inversión de 175 millones de dólares.

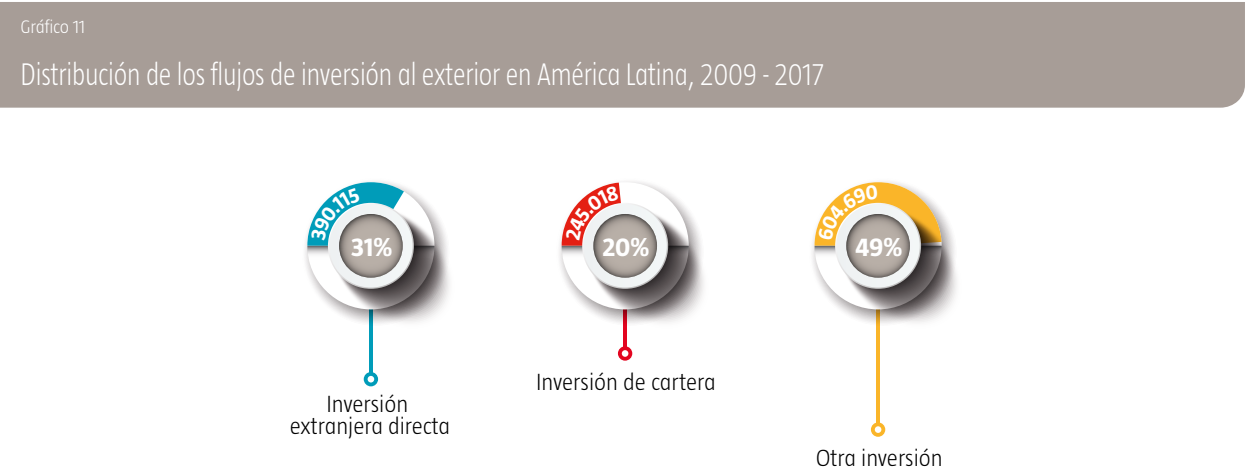
En **Guatemala** destaca la Corporación Multinversiones, conocida especialmente por su franquicia de comida rápida El Pollo Campero, pero que se ha diversificado también hacia la industria alimentaria (molinos de cereal y producción de carne) y las energías renovables (741 MW de capacidad instalada entre hidroeléctrica, eólica y solar) y las telecomunicaciones (compraron en 2013 el 40 % de las filiales de Telefónica en Nicaragua y Panamá). Con la excepción de El Pollo Campero, que han expandido a los Estados Unidos aprovechando el reconocimiento de la marca por los numerosos emigrantes centroamericanos, todas sus inversiones se concentran en Centroamérica y la República Dominicana.

Varias economías de la región todavía no reportan datos oficiales de IED hacia el exterior. Entre ellos quizás el más importante sea la **República Dominicana** que ha sido en los últimos años, junto con Panamá, la de mayor crecimiento en la región. Varias empresas de la República Dominicana han emprendido inversiones en otros países. El Grupo M, por ejemplo, es una empresa de confección que, ante la subida de los costes en la República Dominicana ha abierto fábricas en Haití, donde ya emplea a la mayoría de sus trabajadores.

D. LOS PRÉSTAMOS Y LAS TRANSFERENCIAS TIENEN UN MAYOR PESO QUE LA IED EN LA INVERSIÓN EXTERIOR LATINOAMERICANA

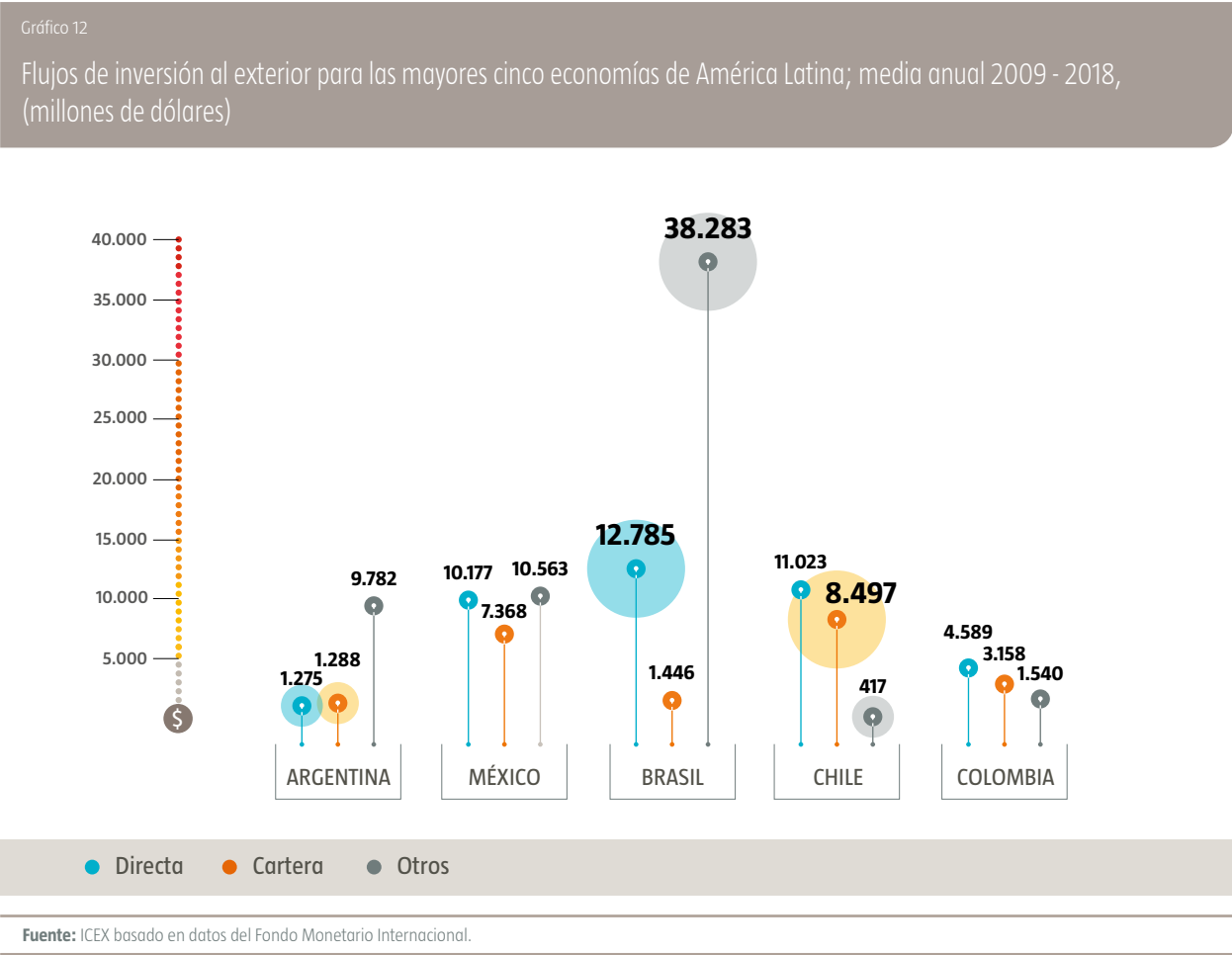
La IED constituye solamente un canal a través del cual se producen las inversiones en el exterior desde América Latina, siendo la inversión de cartera y otras formas de inversión vías adicionales utilizadas por las empresas en su proceso de internacionalización (Gráfico 10). Bajo esta perspectiva, resulta llamativo que en la región el

49 % se canaliza a través de préstamos y transferencias bancarias (llamada “otra inversión”), el 20 % de la inversión es de cartera, aquella en la que el inversor no tiene capacidad de decidir sobre la gestión de la empresa, y solo el 31 % es IED. Esta composición de la inversión exterior es distinta a lo que ocurre en Estados Unidos y la Unión Europea, geografías en las que la mayor parte de los flujos al exterior son en forma de IED, seguido de las inversiones de cartera y, a bastante distancia, de la otra inversión.



Fuente: ICEX basado en datos del Fondo Monetario Internacional.

En todo caso, la composición comentada no es común a todos los países de la región y presenta variaciones importantes entre los distintos países. Chile y Colombia invierten principalmente a través de IED (55 % y 50 % del total en los últimos diez años, respectivamente). En México la distribución de los tres tipos de inversión es muy equilibrada, mientras que en Brasil y Argentina la mayor parte de las salidas de capital se producen a través de préstamos y transferencias bancarias (otra inversión) (Gráfico 12).



La IED tiene un carácter más estable respecto a las inversiones de cartera y los préstamos y depósitos bancarios son relativamente líquidos y pueden revertirse con facilidad. La IED también permite la acumulación de capacidades de gestión en la empresa matriz y la oportunidad de desarrollar actividades de alto valor agregado, no obstante, para que el ahorro interno pueda canalizarse a través de la IED se tienen que haber desarrollado empresas con la capacidad suficiente para la expansión internacional y no en todos los países se dan las circunstancias necesarias.

Las diferencias en los patrones de inversión son consecuencia de diferencias institucionales entre los países. Por ejemplo, el alto nivel de inversión de cartera desde Chile es consecuencia, entre otros factores, del

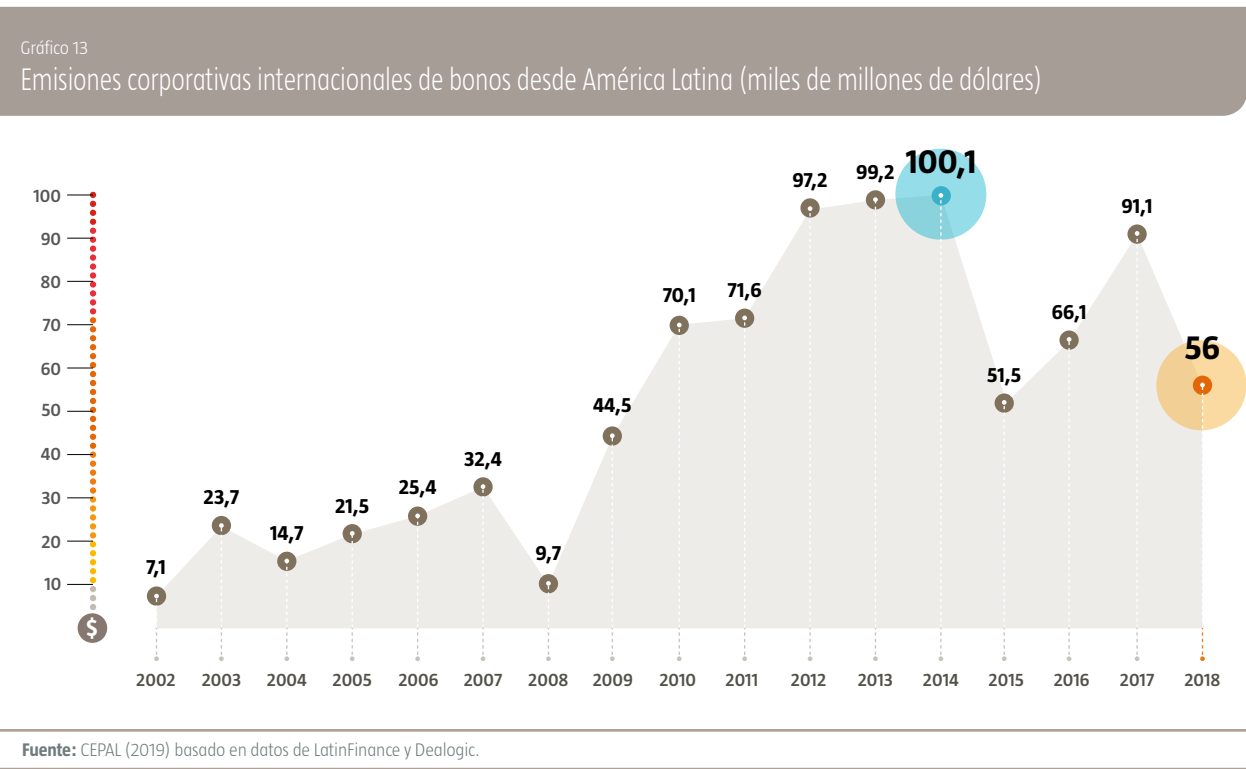
desarrollo de fondos de pensiones privados en ese país que invierten buena parte de sus activos en títulos extranjeros. Al contrario, en Argentina y en Brasil no se han desarrollado fondos de inversión importantes que canalicen el ahorro interno a través de inversión de cartera y en Argentina tampoco se han desarrollado empresas multinacionales grandes que inviertan de forma directa en el extranjero. En Chile y en Colombia sí se han desarrollado empresas grandes relativamente al tamaño de sus economías y por eso la IED el principal tipo de inversión al exterior. En los países medianos y pequeños de la región, donde es menos probable que las empresas alcancen el tamaño y las capacidades suficientes para convertirse en multinacionales, predominan los flujos de “otra inversión”.⁹

9. En algunos países pequeños no hay buenos sistemas de medición de la inversión extranjera, por lo que algunas inversiones directas pueden aparecer bajo otros tipos de inversión.

E. LOS MERCADOS GLOBALES DE CAPITAL JUEGAN UN PAPEL CLAVE EN LA FINANCIACIÓN DE LA INTERNACIONALIZACIÓN

Además de la financiación del proceso de internacionalización empresarial por la vía del ahorro interno, las multinacionales de América Latina acuden con mayor frecuencia a financiarse a los mercados internacionales de capital. Este proceso, que ha ganado importancia en los últimos años, constituye uno de los principales factores explicativos de la inversión exterior latinoamericana en los últimos quince años.

Quince de la veinte mayores multinacionales de Brasil y siete de las veinte mayores de México cotizan en la bolsa de Nueva York y otros mercados internacionales. Asimismo las emisiones de bonos corporativos desde la región se dispararon a partir del año 2009, alcanzando los 100.000 millones de dólares en 2013 y 2014, para luego retroceder por la recesión de 2015 y 2016. En 2017 llegaron a 91.000 millones y en 2018 volvieron a caer hasta los 56.000 millones¹⁰, en un contexto de peores condiciones de financiamiento para todos los mercados emergentes, por la subida del dólar, los tipos de interés y las tensiones comerciales.



Es importante destacar además que el 58 % de estas emisiones de bonos corporativos se hacen por parte de empresas que entran en la categoría de investment grade. Es decir, que la mayoría de las grandes empresas de la región que acuden a los mercados financieros internacionales ya lo hacen en condiciones similares a sus homólogas de Europa o de los Estados Unidos

Aún así, todavía se dan muchos casos de empresas que se registran legalmente fuera de su país de origen para tomar distancia con la inestabilidad política o financiera del mismo. La mayor multinacional de Argentina (el grupo siderúrgico Techint) está radicado en los Países Bajos mientras que sus dos filiales más importantes (Ternium, productora de laminados largos, y Tenaris, de tubos) tienen su sede en Luxemburgo. También Mercado Libre,

la empresa de comercio electrónico centrada en América Latina y con más de la mitad de sus empleados en Argentina está registrada en Delaware (EE.UU.).

Registrar la empresa en el extranjero no es una práctica limitada a ciertos países, si no que a veces es muy extendida en todo un sector. Por ejemplo entre las empresas mineras, buena parte de las cuales están registradas en Canadá o en el Reino Unido por que allí tienen más facilidades para el acceso al financiamiento. Antofagasta está registrada en el Reino Unido a pesar de ser propiedad de la familia chilena Luksic y de que todas sus operaciones están en Chile.

10. Capital Flows to Latin America and the Caribbean: 2018 year in review” Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) 2019.

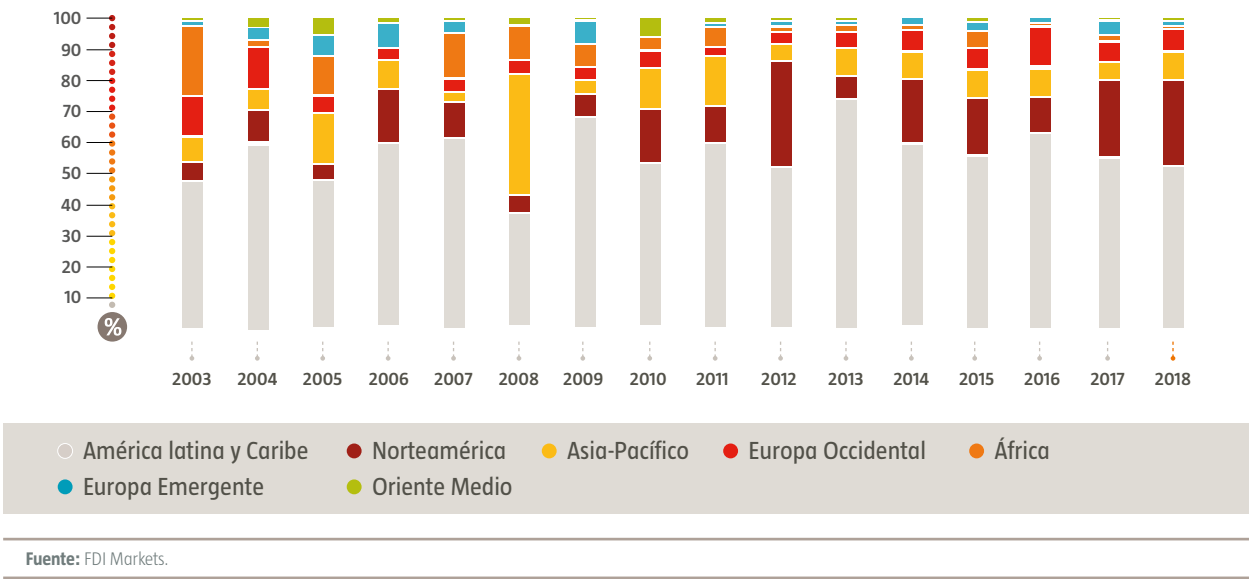
F. LA MITAD DE LAS INVERSIONES DESDE AMÉRICA LATINA SALEN DE LA REGIÓN

El 41 % de las inversiones extranjeras que anuncian las empresas de América Latina y el 56 % de las adquisiciones empresariales transfronterizas salen más allá de la propia región, principalmente hacia Estados Unidos, Asia y Europa. Es normal que la expansión internacional de las empresas comience por los países vecinos, por eso es de destacar el esfuerzo que muchas

empresas de la región, y especialmente las mayores, están haciendo por diversificar sus mercados y adquirir activos estratégicos en los países desarrollados.

El porcentaje de inversión intra-regional en América Latina se mantiene en un 60 % de las inversiones anunciadas y no ha variado mucho durante la última década, a pesar de los cambios de ciclo (Gráfico 14). También es muy similar al que se da en Asia (59 %) o en África (56 %).

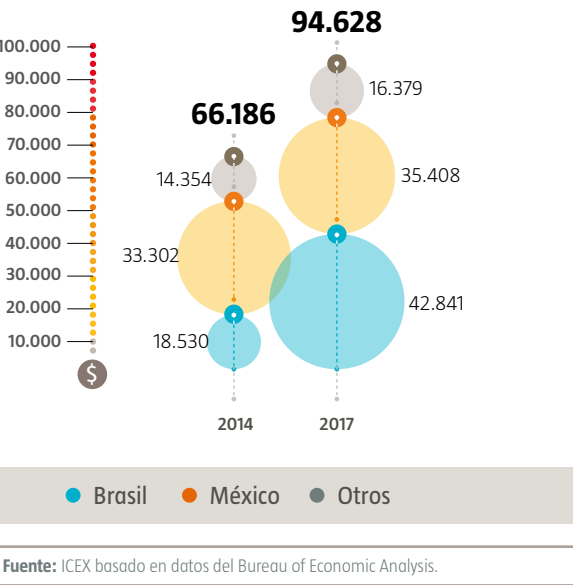
Gráfico 14
Distribución geográfica anuncios de IED hechos por empresas de América Latina (porcentajes sobre el total), 2003 - 2018



Fuera de América Latina, los Estados Unidos son el destino preferido por las multinacionales de la región, y especialmente por las empresas mexicanas. Muchas transnacionales mexicanas, como Cemex, Bimbo, Pemex, Industrias CH o Cementos Chihuahua, tienen los Estados Unidos como su destino más importante y entre las veinte mayores tan solo FEMSA y Alsea no

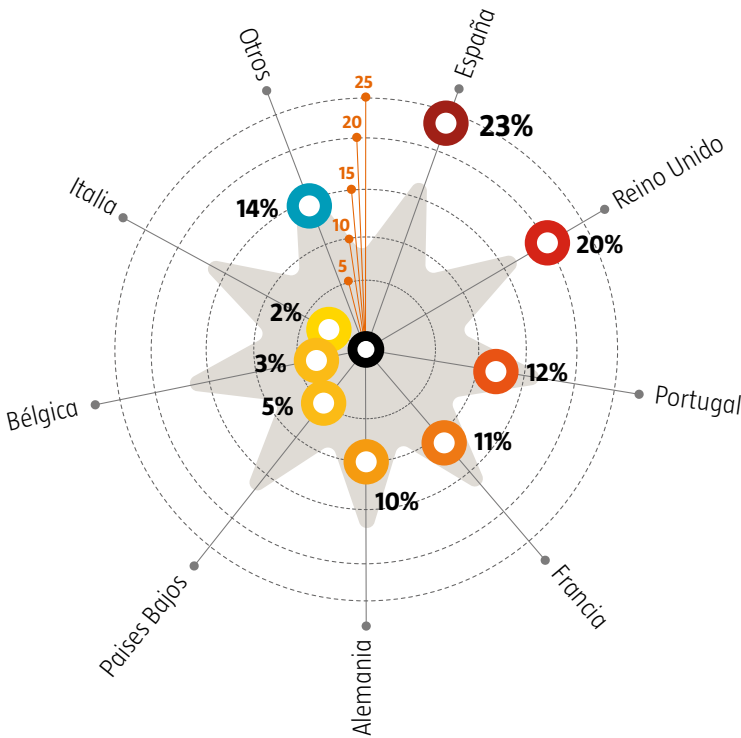
tienen operaciones allí. Aun así, en los últimos años las inversiones brasileñas en los Estados Unidos han superado a las mexicanas, alcanzando los 42.841 millones de dólares, más del doble de lo que tenían en 2014 y más de los 35.048 millones registrado a nombre de empresas mexicanas (Gráfico 15).

Gráfico 15
Acumulado de IED desde América Latina en los Estados Unidos, 2017



Entre las inversiones en la Unión Europea, España sigue siendo el país que registra mayores entradas, seguido del Reino Unido y de Portugal (Gráfico 16). Los mismos lazos históricos y lingüísticos que facilitan la inversión española en América Latina operan en sentido contrario. Tres cuartas partes de las inversiones de América Latina en España vienen de empresas mexicanas¹¹ que han sido particularmente activas en el sector de alimentación, con la larga presencia de Bimbo o la reciente compra de Campofrío por el Grupo Alfa, y en las distintas ramas del sector servicios.

Gráfico 16
Distribución de los proyectos anunciados de inversión desde América Latina a la Unión Europea



11. Según fuentes oficiales de España.

Entre las mayores multinacionales mexicanas solo Cemex y Gruma tienen filiales en 7 o más de las 9 regiones en las que se divide el mundo en el gráfico 15; entre las brasileñas, Petrobras, Vale, Marfrig, BRF, Minerva, Iochpe-Maxion, Marco Polo y Magnesita cumplen esa condición. En Argentina, la siderúrgica Techint también es una empresa global, especialmente a través de su filial Tenaris, especializada en tubos, que como proveedora importante de la industria petrolera tiene plantas de producción no sólo en Sudamérica, Norteamérica y Europa, sino también en Kazakstán, Nigeria, Arabia Saudita, Indonesia, China y Japón. El resto de multinacionales de la región, aún aquellas muy grandes y con alto grado de internacionalización como América Móvil o Gerdau, centran sus inversiones en una o dos regiones del mundo, típicamente en la propia América Latina más los Estados Unidos y/o Europa.

No parece que la crisis de 2015 y 2016 haya empujado a las empresas de la región hacia una mayor diversificación geográfica. Incluso entre las mayores empresas, relativamente pocas tienen alguna filial en Asia, Europa Oriental, Medio Oriente o África.

Es destacable la escasa presencia de multinacionales latinoamericanas en Asia y especialmente en China, principalmente porque las mayores multinacionales de América Latina están en sectores como la explotación de recursos naturales, las industrias pesadas y los servicios, en los que China apenas recibe IED. Las empresas latinoamericanas con mayor presencia en China son aquellas que se han salido de este patrón: por ejemplo, Marco Polo y Embraer, los fabricantes brasileños de autobuses y aviones respectivamente que tienen plantas de producción en China en alianza con empresas locales, o las chilenas SQM y Molimet, ambas empresas mineras que han abierto plantas procesadoras en China para acercarse a sus clientes y añadir valor a sus productos.

G. ESTRATEGIAS DIFERENTES PARA CADA SECTOR

Para cualquier empresa invertir fuera de su país es una decisión estratégica de largo plazo que se toma desde el análisis de las ventajas competitivas propias. Lo más común es que las empresas inviertan en otros países para explotar allí las ventajas competitivas que ya tienen (tecnología, marcas reconocidas, capacidad de gestión, economías de escala, etc), y si bien en ocasiones pueden salir al extranjero precisamente para buscar esas ventajas, por ejemplo, adquiriendo empresas de las que esperan obtener nuevas tecnologías.

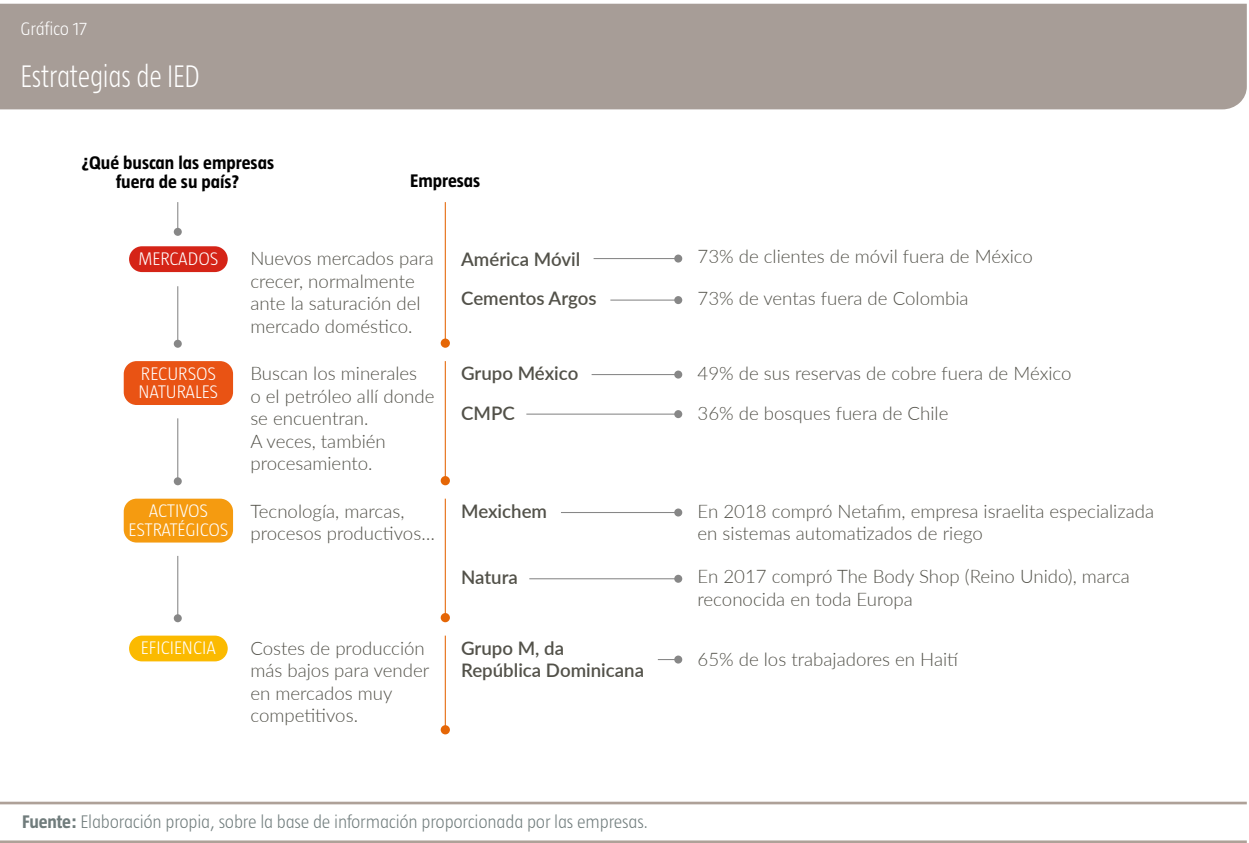
Teniendo en cuenta estas motivaciones, y según el sector en el que operen, es común dividir las estrategias de IED en cuatro grandes categorías: la búsqueda de recursos naturales, la búsqueda de mercados, la búsqueda de menores costes de producción y la búsqueda de activos estratégicos (Gráfico 17).

1) LOS RECURSOS NATURALES SIGUEN SIENDO UN GRAN ACTIVO DE AMÉRICA LATINA

América Latina es una región rica en recursos naturales, y buena parte de la IED que recibe del exterior se destina a la extracción de petróleo, gas o minerales. Esta riqueza ha generado grandes empresas nacionales petroleras y mineras que, en su mayor parte han decidido invertir en otros países.

La IED minera o petrolera puede tener dos tipos de motivaciones distintas: para aumentar las reservas del recurso natural o para expandirse hacia el procesamiento. Ejemplo de la primera estrategia puede ser el Grupo México, propietario de grandes minas en Perú o Ecopetrol, de Colombia, que invirtió en Brasil o los Estados Unidos para aumentar sus reservas explotables de petróleo.

Otras empresas, en cambio, concentran la exploración y extracción en su país e invierten afuera para desarrollar sus actividades aguas abajo. Las empresas chilenas SQM (productora de litio) o Molimet (de molibdeno) han abierto una serie de filiales por todos los continentes para procesar sus productos, añadir valor y acercarse a sus clientes finales.



La extracción de petróleo y minerales es una actividad muy intensiva en capital, y durante la fase expansiva del ciclo de materias primas (aproximadamente entre 2002 y 2013) buena parte de las inversiones en el exterior desde la región se concentraron en este sector. En Brasil, por ejemplo, tanto Petrobras (petróleo) como Vale (hierro) tuvieron un ambicioso programa de inversiones en el exterior que, por razones distintas, fue revertido en los últimos años. Desde que los precios de los productos básicos comenzaron a caer (entre 2012 y 2015) las empresas mineras y petroleras de todo el mundo han cambiado su estrategia de la expansión a la contención de costes, y esto ha tenido un impacto claro sobre la IED registrada desde Brasil, México o Colombia.

En el año 2018 se han producido algunas operaciones que pueden indicar una vuelta a la estrategia expansiva por parte de distintas empresas: el Grupo México anunció la inversión de 2.500 millones para la construcción de la mina Michiquillay en Perú y Vale anunció la adquisición de dos empresas en Europa por un total cercano a los

1.000 millones de dólares. Aun es pronto para saber si estas señales se consolidan en una vuelta a la expansión para las empresas extractivas, lo que dependerá en buena medida de movimientos coyunturales en los precios de los productos primarios, pero también de las tendencias hacia una economía sostenible que habrá de ser, por fuerza, menos dependiente del petróleo, gas y productos mineros.

2) LA MAYORÍA DE LAS MULTINACIONALES BUSCA NUEVOS MERCADOS

El factor explicativo de inversión en el exterior más común entre las empresas multinacionales en todo el mundo es la búsqueda de mercados. Para las empresas del sector servicios, la IED es la única forma posible de expansión internacional, pero también es el caso para muchas empresas manufactureras que producen bienes poco exportables como la industria alimentaria y de bebidas o la de materiales de construcción. En este sentido, muchas de las mayores multinacionales de la región están en estas



La diáspora latinoamericana abre el mercado de los Estados Unidos

¿Cómo pueden empresas relativamente pequeñas de Centroamérica abrirse camino en el mayor mercado del mundo?

Algunas lo han intentado apuntando al mercado de emigrantes centroamericanos que viven en Estados Unidos, que reconocen sus marcas y aprecian sus productos. Esto ha permitido el desarrollo en los Estados Unidos de la franquicia de Pollo Campero de Guatemala o la reciente entrada del fabricante de lápices Facela de El Salvador, anunciada en 2018.

La misma estrategia es usada por las empresas mexicanas, especialmente en el sector de la alimentación. Si casi la mitad de las inversiones anunciadas por empresas mexicanas en los Estados Unidos desde 2010 se han centrado en Texas, tiene sin duda mucho que ver con los muchos mexicanos residentes en ese estado.

La relación entre flujos migratorios e IED va más allá de los gustos en comida y el reconocimiento de marcas. La presencia de nacionales en un país extranjero ofrece a las empresas una red

de contactos que facilita obtener información del nuevo mercado y reduce los costes de transacción. Se ha observado, por ejemplo, que la IED alemana se dirige con preferencia a lugares donde hay emigrantes alemanes, y que la IED que China ha recibido procede en parte importante de empresas propiedad de personas de origen chino.

Si además los emigrantes tienen un nivel educativo alto, se potencian las externalidades de red y se genera un ambiente más propicio para la expansión de empresas latinoamericanas en los Estados Unidos. Un 20 % de los emigrantes sudamericanos en los Estados Unidos tiene título superior y, aunque la proporción entre los emigrantes mexicanos es más baja, ha subido mucho en los últimos años: casi uno de cada cuatro nuevos emigrantes mexicanos en Texas tiene título universitario, cuando en 2000 eran solo el 7 %.

Una diáspora con mayor poder de compra y más educada es un activo para las empresas de América Latina que buscan la expansión en los Estados Unidos.

industrias: Bimbo, Gruma, FEMSA, Embotelladora Andina, Friboi entre las de industria alimentaria, y Votorantim, Cemex, Grupo Vitro o Argos entre las de materiales de construcción. La industria siderúrgica también participa de esta estrategia, en la que destacan las brasileñas Gerdau y CSN y la mexicana Industrias CH.

Para las multinacionales de América Latina, que invierten principalmente dentro de la región, esta estrategia ha chocado en los últimos años con la recesión que afectó principalmente a Brasil y otras economías. Especialmente susceptibles son las empresas en sectores muy cíclicos, como las ligadas a la construcción. La cementera Argos de Colombia, por ejemplo, decidió expandirse en los Estados Unidos, entre otras cosas, porque el ciclo económico estadounidense está escasamente relacionado con el colombiano.

Naturalmente, cuanto más pequeña sea una economía, antes se verán obligadas las empresas más exitosas a continuar su expansión en el exterior. Cementos Progreso o CBC (bebidas), ambas de Guatemala, agotaron las posibilidades de crecimiento en su país cuando todavía eran empresas relativamente pequeñas.

Si bien muchas de las mayores multinacionales ya tienen presencia en los Estados Unidos o en Europa, todavía son excepcionales las que se han diversificado hacia otros mercados emergentes de Asia y África. Por ejemplo, la empresa mexicana de bebidas FEMSA tiene una filial en Filipinas que, aunque solo contribuye un 4 % a las ventas totales del grupo, vincula la empresa con un mercado en fuerte crecimiento y cuyos ciclos económicos raramente coinciden con los de América Latina. Un segundo ejemplo de la búsqueda de nuevos mercados en Asia es la de la también mexicana Cinépolis, cuarta cadena de cines mundial, que en 2018 anunció una expansión de su negocio en la India, el mayor mercado de cine del mundo.

3) LA MANUFACTURA AVANZADA BUSCA ACTIVOS ESTRATÉGICOS

La adquisición de activos estratégicos en países desarrollados es una estrategia común para muchas empresas de economías emergentes. Comprar empresas es una manera rápida de obtener tecnología y marcas que en su país de origen les hubiera llevado muchos años conseguir.

Hay muchos ejemplos de empresas latinoamericanas de manufacturas que han adquirido activos estratégicos en países desarrollados. Por ejemplo, la empresa brasileña de materiales refractarios Magnesita adquirió la alemana LWB Refractories GmbH por casi 1.000 millones de dólares en 2008, mientras que la chilena Sigdo Koppers se hizo con la belga Magotteaux por casi 800 millones

de dólares en 2011. También es importante el caso de Natura, productor de cosméticos de Brasil, que compró en 2013 la australiana Aesop y en 2017 la británica Body Shop, haciéndose así con marcas muy reconocidas internacionalmente.

En 2018 destaca la compra de la empresa israelí Netafim por Mexichem por 1.500 millones de dólares. Con esta compra Mexichem adquiere nuevas capacidades estratégicas en el área de los sistemas automatizados de riego y el riego por goteo, en las que hasta ahora no tenía competencias y que la empresa estima que se volverán más importantes en el contexto del cambio climático y la escasez de agua. Además, Netafim le abre las puertas de nuevos mercados como los de Medio Oriente, África y Australia donde Mexichem no tenía operaciones.

Esta estrategia es menos usada por las multinacionales de América Latina, en comparación con las de Asia, principalmente, por la composición sectorial de la IED de la región hacia el exterior. Las principales multinacionales se concentran en los sectores de los servicios (telecomunicaciones y comercio minorista), recursos naturales (minería e hidrocarburos) o manufacturas de intensidad tecnológica media o baja (siderurgia, cemento, alimentos y bebidas) y hay relativamente pocas en actividades intensivas en conocimiento, en las que la búsqueda de activos estratégicos sería más relevante.

4) LA MANUFACTURA PARA LA EXPORTACIÓN BUSCA LA EFICIENCIA

Las empresas que venden en mercados globales muy competitivos buscan constantemente las ubicaciones más eficientes para producir. Muchas empresas manufactureras comenzaron su expansión internacional empujadas por la subida de los costes de producción en sus propios países, lo que las obligó a mover por lo menos algunos segmentos de su cadena de valor a otros países con costes menores.

En América Latina son relativamente pocas las empresas que han seguido esta estrategia, principalmente porque hay pocas empresas locales haciendo manufactura para la exportación. La mayoría de los grandes productores de prendas de vestir, equipos electrónicos o dispositivos médicos que exportan desde México, Centroamérica y el Caribe son extranjeros, pero las empresas locales también consideran desplazar su producción, por ejemplo desde Costa Rica a Nicaragua para el caso de los dispositivos médicos más sencillos.

Un ejemplo de esto es el Grupo M de la República Dominicana, que ante la subida de costes en su país, y el acceso privilegiado al mercado de Estados Unidos del que goza Haití, ha trasladado allí buena parte de su producción de ropa.

H. ¿QUÉ OCURRE CUANDO LA MULTINACIONAL ES DEL ESTADO?

Las mismas motivaciones que empujan a las empresas privadas a la expansión internacional - crecer y adquirir activos estratégicos para ser más productivas – sirven también para muchas empresas públicas. En todo el mundo, se calcula que alrededor del 10 % de las filiales extranjeras son propiedad de empresas estatales, como por ejemplo la alemana Volkswagen (automotriz), la italiana Eni (petróleo) o la francesa Engie (electricidad). Todas ellas tienen más de la mitad de su negocio fuera de sus países de origen.

El fenómeno es más común en las economías en desarrollo; de hecho, de las 100 mayores multinacionales de países en desarrollo, 41 son empresas estatales, casi todas asiáticas¹². En cambio, en América Latina son pocas las grandes multinacionales de propiedad estatal, principalmente porque las reformas de los años 1990 privatizaron la gran mayoría de las empresas estatales. Además, algunos gobiernos han preferido no considerar la expansión internacional para algunas de sus mayores empresas como la chilena Codelco (mayor productora de cobre del mundo) o la mexicana CFE (electricidad).

Por sectores, las empresas públicas se concentran en aquellos que los gobiernos consideran particularmente estratégicos, como hidrocarburos, minería e infraestructuras. En América Latina son las petroleras las mayores multinacionales de titularidad pública. Petrobras (Brasil), Ecopetrol (Colombia), Pemex (México), PDVSA (Venezuela) o ENAP (Chile) son enormes empresas que, a pesar de mantener casi todos sus activos en su país de origen, todavía tienen inversiones importantes en el extranjero. Ecopetrol y ENAP invierten fuera de su país en exploración y extracción de crudo, mientras que Pemex y PDVSA han invertido en refinamiento, ambas en los Estados Unidos, para facilitar sus exportaciones a ese país.

Por lo que respecta a las infraestructuras, en América Latina hay pocas empresas estatales que inviertan fuera de su país, con la excepción de las empresas eléctricas colombianas. La mayor de ellas es la empresa estatal ISA que tiene una fuerte presencia en redes de distribución eléctrica en Brasil y otros países de la región, mientras que las municipales EPM (Medellín) y EEB (Bogotá) tienen filiales en Centroamérica y Perú respectivamente.

Una dificultad adicional para las empresas estatales es mantener una estrategia de internacionalización que sobreviva a los cambios de gobierno. Si bien el ayuntamiento de Medellín comprendió en su momento que las filiales en Centroamérica harían de EPM una empresa más estable y productiva, posteriores gobiernos municipales han frenado la expansión internacional de la empresa, aunque no la han revertido. Si se revirtió la expansión internacional de Petrobras, cuando el gobierno

brasileño decidió posponer las ambiciones internacionales de la empresa para concentrarla en la extracción de las enormes reservas petroleras descubiertas en su país.

I. PERSPECTIVAS

Las empresas de América Latina han tenido que desarrollarse en un contexto de crecimiento limitado y errático, muy dependiente del ciclo de los productos básicos y con claras deficiencias en los sistemas de innovación, pero las más productivas han conseguido expandirse por la región y por el mundo. En este proceso ha resultado determinante la mejora en su acceso a fuentes de financiamiento y un entorno regulativo muy abierto en aquellos países receptores de las inversiones. Después de una fase de fuerte expansión, entre 2002 y 2014, las multinacionales de América Latina redujeron el ritmo de inversión en el exterior durante 2015 y 2016, pero sin abandonar su estrategia de internacionalización. En 2017 y 2018, con la vuelta del crecimiento económico a la región se ha observado un repunte en las operaciones internacionales de estas empresas, si bien aún permanecen en niveles inferiores a los registrados entre 2010 y 2012.

La subida en los precios de los productos primarios es uno de los factores detrás del repunte de la IED desde América Latina en los últimos dos años, pero no por ello cabe esperar una repetición del ciclo anterior, entre otras razones, porque la transición hacia una economía más sostenible frenará las inversiones en hidrocarburos y quizás en otras industrias extractivas. Nuevas industrias y modelos de negocio deberán substituir el fuerte peso que la extracción de recursos naturales ha tenido hasta ahora en el desarrollo de las grandes empresas latinoamericanas. Por el contrario, la evolución de la IED dependerá de un conjunto de factores relacionados con la estabilidad macroeconómica, el acceso a financiación (dentro y fuera de sus países), y el desarrollo de capacidades, fundamentalmente innovadoras, en un contexto de creciente competencia empresarial a nivel global. Además, es destacable el papel que la incertidumbre derivada de las tensiones comerciales puede ejercer sobre las decisiones de inversión, al favorecer estrategias más conservadoras.

Teniendo lo anterior en consideración, para el año 2019 se espera que continúe la tendencia de los últimos años. Durante la primera mitad del año la IED registrada en aquellos países que compilan datos alcanzó los 18.810 millones de dólares; de seguir esta tendencia la cifra total de IED para el año 2019 estaría muy próxima de la que se alcanzó en 2018.



REFERENCIAS

- 1. “World Economic Outlook July Update”. Fondo Monetario Internacional, 2019.
- 6. “The Top 20 Brazilian Multinationals: A Long Way Out of the Crises” Sheng, Hsia Hua, and Jose Marcos Carrera, 2019. EMGP Columbia Center for Sustainable Investment.
- 8. “Presencia de Inversiones Directas de Capitales Chilenos En El Mundo. 1990-Diciembre 2017” Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales, MINISTERIO DE RELACIONES EXTERIORES, 2018.
- 10. “Capital Flows to Latin America and the Caribbean: 2018 year in review” Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) 2019.
- 12. World Investment Report 2018, Investment and New Industrial Policies. UNCTAD. 2018. Geneva, Switzerland.

12. UNCTAD 2018, World Investment Report.



Rio de Janeiro, Brasil

Brasil, un inversor global consolidado¹



Henrique Leandro Fernandes
Investigador FAPEMIG de la Fundação Dom Cabral

Paul Ferreira
Profesor de la Fundação Dom Cabral y Director Centro
Liderazgo de la Fundação Dom Cabral

1. El objetivo de este capítulo es analizar el proceso de internacionalización de las empresas brasileñas desde la perspectiva de la inversión extranjera directa. Para ello, se aportarán datos de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), del Banco Central Brasileiro (BACEN), de FDi Markets, de KPMG, de la Federación de Industrias del Estado de São Paulo (FIESP) y de la Fundación Dom Cabral (FDC) para ilustrar, contextualizar y analizar cómo han florecido las multinacionales brasileñas en los últimos años.



Resumen ejecutivo

- Los flujos de IED de salida brasileño, aunque han experimentado cierta volatilidad anual, mejoraron en las últimas décadas, llegando a una inversión de 14.700 millones de dólares en 2018. Mientras el PIB se triplicó entre 2000 y 2018, el stock de IED se multiplicó por siete, lo que da muestra del acelerado ritmo de inversión de las empresas brasileñas.
- El crecimiento del stock de inversión en los últimos años contribuyó a moderar el impacto de la crisis sobre la economía brasileña. Incluso con una elevada contracción de la actividad doméstica y una elevada tasa de desempleo, la situación hubiese sido más grave si las empresas no estuviesen internacionalizadas, llevando a un incremento de quiebras y cierres empresariales.
- La primera década de los años 2000 consolidó una nueva etapa de expansión internacional de las empresas brasileñas, en la cual la presencia de instituciones públicas fue fundamental para promover el desarrollo de sectores productivos de la economía nacional. Entre estos destacan el Banco Nacional de Desenvolvimento Social e Econômico (BNDES), APEX Brasil, el Ministério da Economia, Indústria, Comércio Exterior e Serviços y el propio Ministério das Relações Exteriores.
- Tanto los flujos como el stock de salida de la IED brasileña muestran que las multinacionales que más se internacionalizaron pertenecen a los sectores secundario y terciario de la economía. Estas firmas adquirieron entre 2006 y 2018 más participaciones en capital de empresas en estas industrias, mientras que los sectores extractivos e inmobiliario vieron reducir enormemente su inversión.
- Los países fiscales del Caribe, Estados Unidos y algunos países europeos fueron los principales receptores de la IED brasileña, mostrando que las multinacionales buscar reducir costes al mismo tiempo que apuestan por economías más maduras para ganar ventajas competitivas en las economías en las que operan. Un total de 8 países concentran el 85% de la IED de salida entre 2014 y 2018: Islas Caimán, Países Bajos, Estados Unidos, Bahamas, Portugal, Luxemburgo, Islas Vírgenes Británicas y Austria.
- El interés de los inversores brasileños por Europa está ligado al hecho de las oportunidades existentes en esta región después de la larga crisis experimentada en los últimos años. No obstante, Europa es hoy uno de los mercados maduros globales, y tener éxito en esta parte del mundo supone un gran número de ventajas como tener acceso al talento local, tecnologías de vanguardia, I+D y otros factores que acaban llegando a la matriz brasileña impulsando sus capacidades competitivas.
- Los proyectos greenfield realizados por las empresas brasileñas crecieron en los últimos años, mostrando el interés de las empresas brasileñas por la instalación física en otros mercados. Aún cuando se produjo una reducción de proyectos entre 2014 y 2017, que pueden deberse a la crisis económica en Brasil, hay señales de recuperación en los dos últimos años, con un repunte del empleo y proyectos anunciados. Los proyectos greenfield estuvieron altamente centrados en el sector de servicios, especialmente en el sector TIC y financiero, y están altamente concentrados en un reducido número de diez empresas.
- Las fusiones y adquisiciones transfronterizas en 2018 tuvieron como principal destino los países de América Latina y América del Norte, que concentraron un 51 % de las transacciones registradas. Las empresas de los sectores de servicios, especialmente de TIC e internet, fueron las que tuvieron una mayor participación, una tendencia que se aprecia a lo largo de los últimos años. Por su parte, las empresas dedicadas a industrias extractivas redujeron notablemente su participación en este tipo de operaciones.
- El impacto de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, así como otros factores de la economía global, afectaron a las decisiones de inversión de las multinacionales brasileñas en otros países. Entender la importancia de estos factores y como impactan en la IED es fundamental para que los agentes que lideran y promueven las inversiones sean más eficaces en sus acciones.

A. ¿ESTRATEGIA, OPORTUNIDAD O PROTAGONISMO? DE EMPRESAS ESENCIALMENTE EXPORTADORAS, LAS MULTINACIONALES BRASILEÑAS AVANZAN EN SUS PROCESOS DE INTERNACIONALIZACIÓN

Alcanzar el nivel de 8ª mayor economía del mundo fue un proceso lento y nada fácil. Brasil y sus empresas sufrieron varios percances hasta llegar a esa posición. Por tratarse de una economía en desarrollo y por haber experimentado una industrialización tardía, el Gobierno se vio obligado a intervenir de forma activa en la planificación industrial brasileña a lo largo del siglo XX con el fin de promover mejoras en la balanza de pagos, en especial en la balanza comercial. La adopción de los modelos de sustitución de importación y de la plataforma de exportación a lo largo del siglo XX es fundamental en la historia del desarrollo económico de Brasil, y resulta imprescindible para entender el éxito de algunas empresas estatales brasileñas en el ámbito internacional, precisamente por el gran interés del Estado brasileño en impulsar ciertos sectores de la economía.

El pasado casi exclusivamente exportador de las empresas brasileñas, cuya presencia internacional (cuando existía) servía de apoyo a la actividad exportadora en Brasil, parece haber dado lugar a un creciente aumento de la presencia de las multinacionales brasileñas para fines comerciales, productivos y de exportación en otras economías, especialmente a partir de los años 90. La apertura económica brasileña, la estabilidad macro y la evolución de la estrategia de

las empresas a nivel mundial permitieron que cada vez fueran más las que desearan obtener nuevas ventajas competitivas y comparativas. Con el éxito de la internacionalización se consolida la importancia de la inversión internacional realizada por esas empresas para la supervivencia de los negocios.

Sin abandonar la idea del Estado promotor del desarrollo, la primera década de los años 2000 abrió una nueva etapa en el proceso de expansión internacional de las empresas brasileñas. En ella, la presencia de organismos públicos federales se hizo imprescindible para la promoción del desarrollo de sectores productivos de la economía brasileña considerados estratégicos por el Gobierno y, por consiguiente, contribuyó de forma directa e indirecta a la internacionalización de las empresas que actuaban en esos sectores.

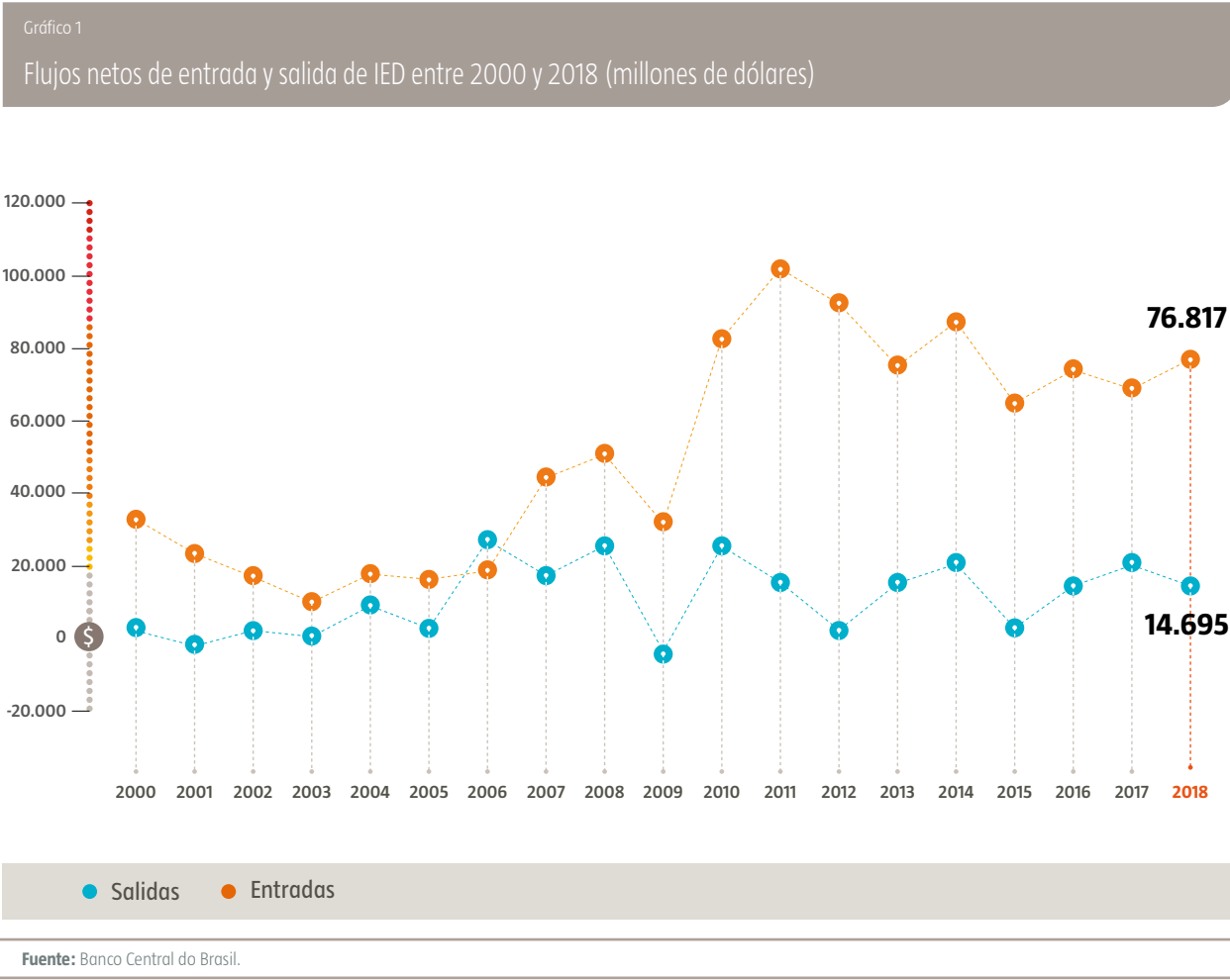
Entre esos organismos públicos, destacan el Banco Nacional de Desarrollo Social y Económico (BNDES), vinculado al Ministerio de Planificación del Gobierno federal, la Agencia Brasileña de Promoción de Exportaciones e Inversión (APEX Brasil), el Ministerio de Economía, Industria, Comercio Exterior y Servicios, y el propio Ministerio de Asuntos Exteriores, cuyas actividades son complementarias y no se solapan. Juntos, los programas y servicios ofrecidos por esos organismos fueron fundamentales para la actual coyuntura de las multinacionales brasileñas, permitiéndoles alcanzar la posición de competidoras respetadas y líderes mundiales en los mercados en los que actúan.

B. ¿COYUNTURA O ESTRUCTURA? CÓMO LOS FLUJOS Y EL VOLUMEN DE IED EXPLICAN LA INTERNACIONALIZACIÓN BRASILEÑA Y SU TRAYECTORIA DE RECIENTE EXPANSIÓN

Antes de abordar los países y regiones y sus sectores de actividad económica contemplados por la IED brasileña, es necesario entender cómo las empresas brasileñas y la economía de Brasil han evolucionado con la entrada y salida de inversiones extranjeras a lo largo de los últimos años.

El gráfico 1 presenta los resultados netos del flujo de IED de Brasil en valores corrientes con respecto a la entrada y salida de ese tipo de inversión². En cuanto

a la entrada de IED, Brasil pasó a recibir grandes volúmenes de inversión a partir de 1995³. El gráfico nos muestra que la trayectoria ascendente de las entradas se mantiene superior a la de las salidas, a excepción del año 2006. Sin embargo, en ningún año de la serie se produjo desinversión en la entrada, únicamente altibajos que se pueden achacar a impactos externos e internos que sufrió la economía, como la crisis que afectó a Argentina en torno al año 2000, la crisis de las hipotecas de alto riesgo en 2007-2008 y la propia crisis política y económica brasileña en 2015-2016.



2. El Banco Central do Brasil utiliza una terminología específica para la inversión directa. Dividida en dos categorías, de entrada y de salida, también se puede identificar como activos y pasivos de inversión directa, donde la salida equivale a los activos y la entrada a los pasivos. Asimismo, en la cuenta financiera de la balanza de pagos, las inversiones directas se dividen en inversión directa en el país (IDP), que son los movimientos de entrada, e inversión extranjera directa (IED), que son los movimientos de salida. Por último, el volumen de inversión directa también se conoce como posiciones de inversión directa, que es la denominación más utilizada por el BCB. Esas denominaciones podrán utilizarse a lo largo del capítulo, pero se ha optado por reforzar el uso del término inversión extranjera directa (IED) especificando sus movimientos (de entrada y salida), considerando que el empleo de diferentes denominaciones causaría confusión a los lectores menos familiarizados con el tema.

3. El año 1995 fue un hito para Brasil ya que, además del Plan Real, la flexibilidad del Banco Central al hacer política fiscal, la apertura del mercado y las privatizaciones de empresas estatales, el país, así como otras economías emergentes, pasó a recibir dinero de organismos financieros internacionales para saldar los préstamos recibidos en los años 80, período caracterizado por una profunda crisis económica en Brasil. El Plan Brady, como se denominó el plan de apoyo a las economías emergentes, aumentó la liquidez internacional y permitió que los países tomadores de préstamos pudieran gestionar mejor su deuda externa, mitigando los riesgos de impago. Los países que aprovecharon esa oportunidad y registraron mejoras macroeconómicas se transformaron también en países que atrajeron la inversión externa de economías más desarrolladas. Brasil fue uno de esos países beneficiados.

En cuanto a la salida, se observa un panorama diferente vinculado exclusivamente a las actividades de las empresas brasileñas que realizan inversiones en otros países. Las empresas brasileñas comenzaron a expandirse de forma más amplia a mediados de la primera década de los años 2000, como indica la creciente salida de IED en todo ese período.

Durante la década de 2010, la media anual de IED de salida se incrementó notablemente respecto al periodo anterior, hasta los 15.000 millones de dólares, en comparación con los 8.300 millones de dólares del periodo 2000-2009. Aún así en los años 2012 y 2015 se aprecia una caída. Esta menor inversión puede ser consecuencia del deterioro macroeconómico de Brasil que provocó un descenso en la política de concesión de

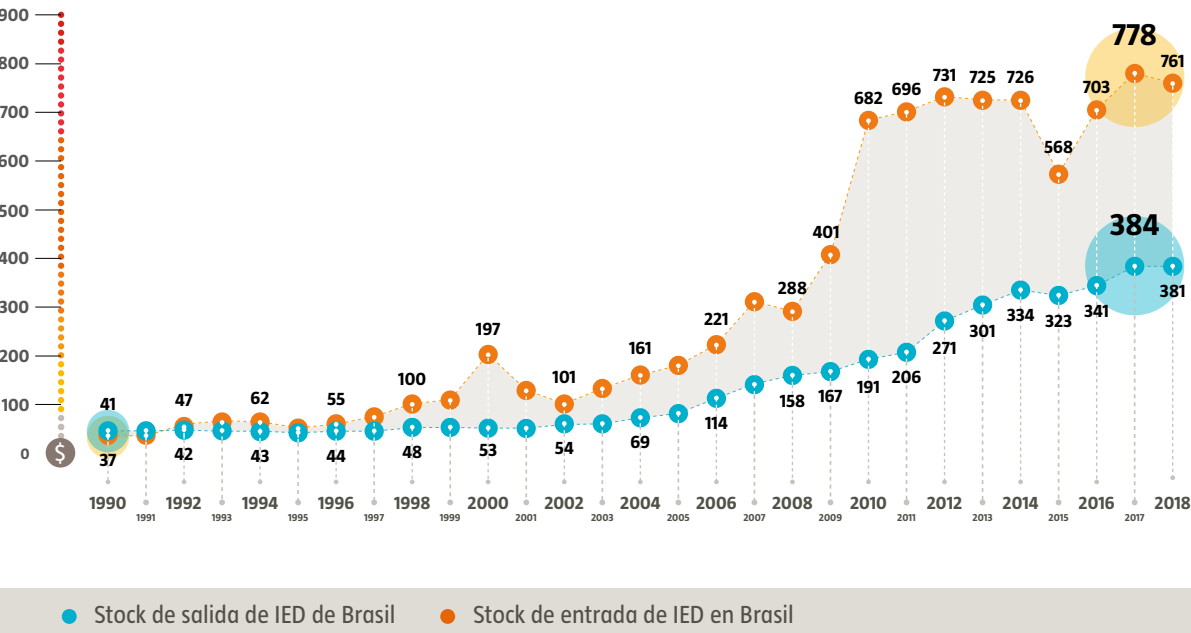
créditos a la internacionalización de empresas brasileñas, así como una reorientación de las estrategias en favor de la inversión interna⁴.

En los dos últimos años, a pesar del comportamiento volátil de los flujos, mostraron que las multinacionales brasileñas mantuvieron elevados niveles de salida de IED. En 2017 se aprecia un nuevo repunte de las inversiones hasta los 21.300 millones de dólares, un volumen elevado y positivo. En el año 2018 la inversión también fue positiva, alcanzando los 14.700 millones de dólares, inferior al año anterior, como era de esperar en un año con elecciones presidenciales. La incertidumbre sobre el nuevo gobierno unido a la recesión económico llevaron a los inversores a incrementar su cautela.

⁴. Aunque los flujos de IED registren valores negativos, el volumen de IED de un país ofrece más información sobre la desinversión en general que los flujos registrados en la balanza de pagos, que no son menos importantes que aquellos para un análisis coyuntural. La disminución de los flujos no es necesariamente un signo negativo, ya que no siempre una transacción iniciada en un año se concluye en ese mismo año. Por ejemplo: un año específico puede coincidir en presentar transacciones de ventas que superen las de compras, y la balanza de pagos registrará valores negativos. Con todo, sin una visión del volumen, es imposible saber a ciencia cierta el estado de las inversiones y desinversiones medias de un país.

Gráfico 2

Stock de IED de Brasil entre 1990 y 2018 (miles de millones de dólares)



Fuente: UNCTAD e Banco Central do Brasil.

La serie presentada en el gráfico 2 muestra la evolución del stock de IED en Brasil por entrada (pasivos) y salida (activos). A lo largo de los 29 años, los pasivos aumentaron más en términos relativos que los activos. Sin embargo, especialmente en el caso de los inversores brasileños y el volumen de IED, tanto la curva de salida del gráfico 2 como las variaciones medias del cuadro 1 indican una estabilidad mayor del volumen en comparación con la entrada realizada por inversores extranjeros en el país.

¿Qué representa necesariamente esa estabilidad en el stock de inversión brasileña en el extranjero? Desde el punto de vista económico, ese crecimiento casi siempre positivo, poco volátil, puede significar que las multinacionales brasileñas se encuentran en un proceso de maduración, que sus inversiones están generando resultados y que, a pesar de que el flujo de IED se produce de forma más inmediata, la producción o gestión

de las filiales extranjeras se establece para garantizar la supervivencia, el mantenimiento y la expansión de los negocios en otros mercados.

Para las multinacionales brasileñas, cuanto más se comprometen y se integran en nuevos mercados, aumentando el volumen de IED, y cuanto más soporte dan sus actividades a la importación de bienes procedentes de la matriz o cuanto más amplían la capacidad productiva para la exportación en los mercados en los que actúan, mayores serán los beneficios para las economías que intervienen en esas transacciones comerciales. Esas operaciones serán también positivas para la economía brasileña, ya que, además de la mejora del comercio exterior, las remesas de beneficios, dividendos y regalías a las matrices brasileñas se incluyen en la balanza de pagos del país, y la entrada de divisas acaba financiando los déficits en transacciones corrientes.

El aumento del stock de IED en los últimos años contribuyó a que la economía brasileña no sufriera aún más con la crisis económica. Ante la fuerte reducción de la demanda nacional y la elevada tasa de desempleo, la situación podría haberse agravado si esas empresas no se hubieran expandido hacia otros mercados, exponiéndose a un mayor riesgo de quiebra.

El gráfico 2 nos permite realizar más observaciones sobre el volumen de IED. Analizando las trayectorias de ascensión del volumen, es posible observar una diferencia en la variación anual de las inversiones realizadas por extranjeros en Brasil y de las empresas brasileñas en otras economías. Los volúmenes de IED en Brasil realizadas por empresas multinacionales extranjeras son históricamente más elevados y más sensibles a las variaciones.

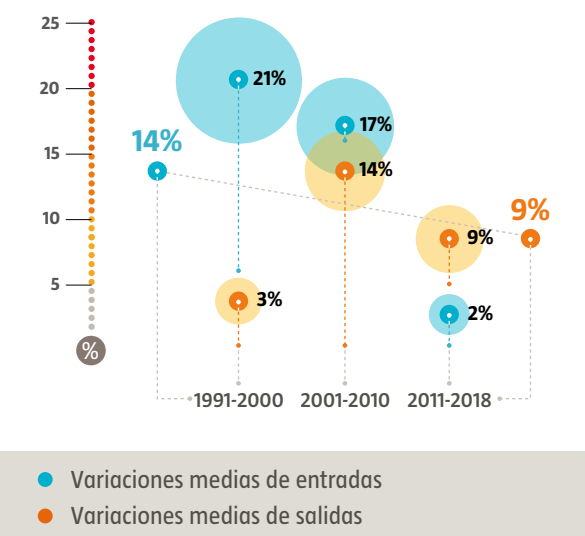
En particular, a lo largo de la serie, los años 1995, 2001, 2002, 2008, 2013, 2015 y 2018⁵ registraron un descenso en el valor absoluto del volumen en comparación con el año anterior, y todos esos años coinciden con impactos externos en la economía internacional y nacional. Por ejemplo, el agravamiento de los problemas en el contexto político y económico brasileño en 2015 debilitó la confianza de los inversores extranjeros y brasileños. La reducción del 3,5 % del PIB fue un signo claro de que la economía brasileña se había deteriorado, y para los agentes financieros los momentos de inestabilidad económica aumentan los riesgos a los que se expone la inversión.

Otro hecho importante surgido a inicios de 2018 que perdura hasta nuestros días es la guerra comercial entre EE. UU. y China, que sembró de incertidumbre el panorama de la inversión a nivel mundial, principalmente en mercados emergentes como el brasileño. Iniciada por el Gobierno de Trump, la política proteccionista para el aumento de los aranceles a la importación de algunos productos chinos provocó represalias por parte de Pekín. En ese conflicto de intereses con el pretexto de defender sus respectivas industrias, las dos mayores economías mundiales influyeron en el comportamiento de los agentes financieros y productivos en todo el mundo, principalmente en lo relativo a las decisiones de inversión.

5. En el año 2018 los datos de la UNCTAD, así como los del Banco Central do Brasil, muestran una ligera disminución del volumen de salida brasileño. Con todo, es posible que la información se ajuste con la publicación del Censo de Capitales en noviembre de 2019.

Gráfico 3

Variaciones medias de entrada y salida de stock de IED



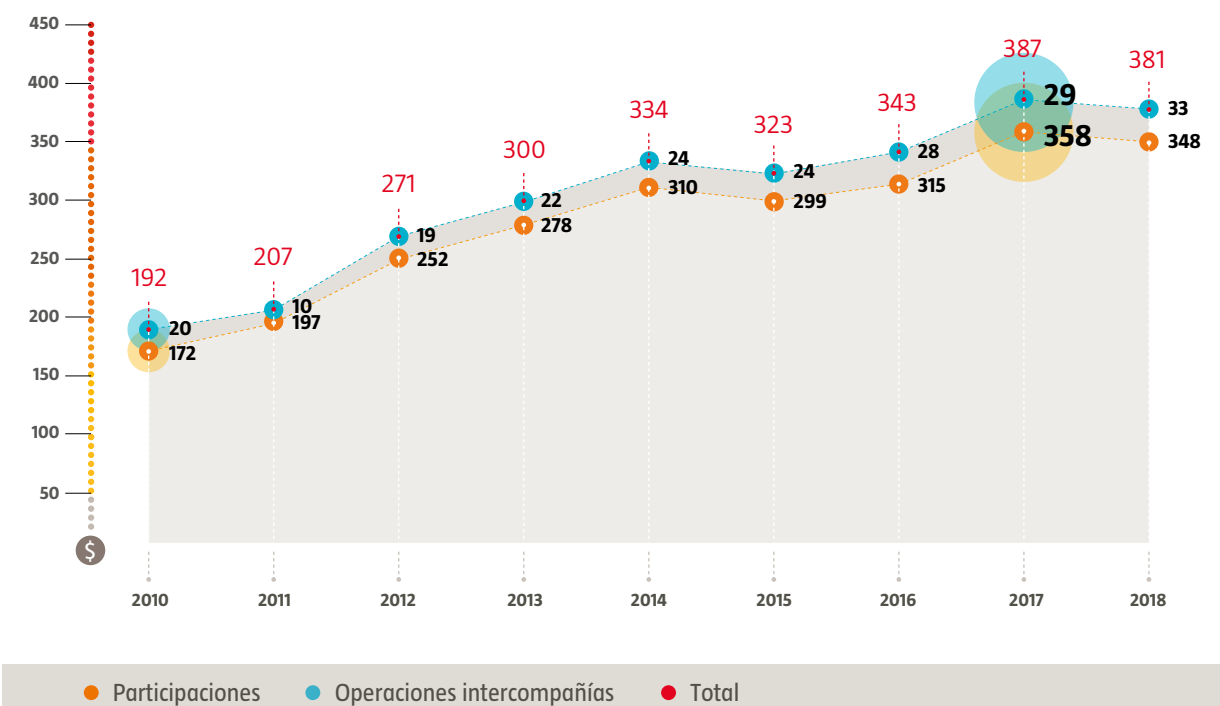
Fuente: elaboración propia según los datos indicados por la UNCTAD.

Volviendo a los datos del gráfico 3, las multinacionales brasileñas mantuvieron el crecimiento del volumen en una tasa del 9 % a.a., con variaciones menores a lo largo de la serie en comparación con las variaciones de entrada. Por otro lado, entre 2010 y 2018 el crecimiento del stock de las empresas brasileñas en el extranjero

pasó de 192.000 millones de dólares a 381.000 millones de dólares, con un crecimiento del 99 % muy superior al aumento registrado en el volumen de los inversores extranjeros en Brasil, tanto en términos relativos como en términos absolutos, que fue del 12 % (79.000 millones de dólares) (Gráfico 4).

Gráfico 4

Stock de IED de las multinacionales brasileñas en el extranjero entre 2010 y 2018 (miles de millones de dólares)



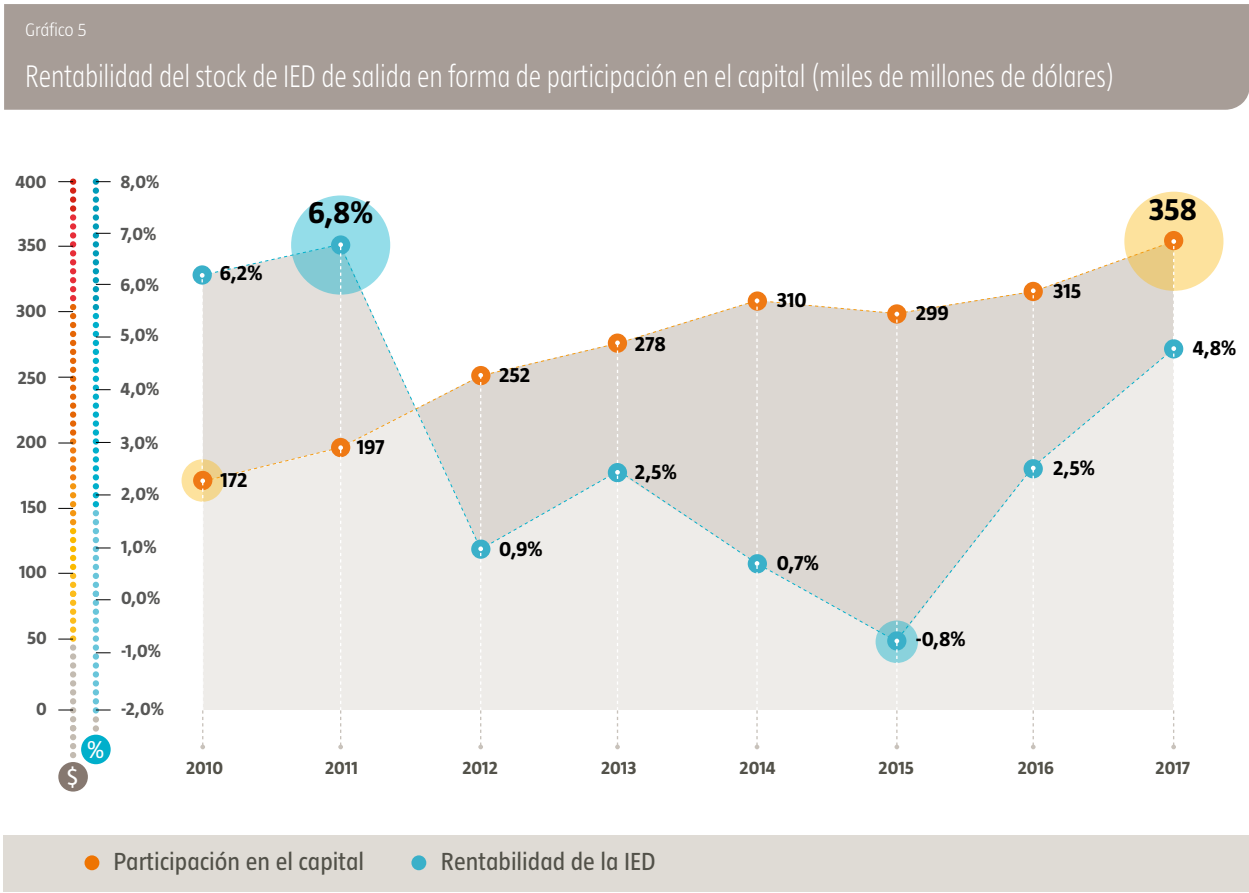
Fuente: informe de inversión directa en el país (BACEN, 2018) y cuadro de posición de inversión internacional (BACEN, agosto de 2019).

El gráfico 4 nos da una idea de cómo los dos componentes principales de la IED, participación en el capital y operaciones entre empresas, evolucionaron en los últimos años. La participación en el capital sumó casi el 90 % de la composición de la IED en ese período, lo que indica que hubo un mayor movimiento de adquisición de acciones de empresas extranjeras en

otros países que préstamos entre matrices brasileñas y sus filiales extranjeras. Además, según el informe de inversión directa en el país de 2018, en 2017 el volumen de IED (activos de inversión directa) representaba el 44 % de los activos externos totales, constituyendo la categoría de inversión de mayor volumen.

La rentabilidad del volumen de IED es el resultado calculado a partir de la proporción entre los beneficios obtenidos en un determinado año y el volumen de IED en forma de participación en el capital al final de ese año. Cuando el valor obtenido de la rentabilidad es negativo,

como fue el caso en 2015, se produce una pérdida agregada de las empresas de IED. Entre 2010 y 2017 la rentabilidad fue positiva, a excepción del año 2015, como muestra el gráfico 5 a continuación.



Fuente: informe de inversión directa en el país (BACEN, 2018).

Sin duda, las multinacionales brasileñas se han expandido en los últimos años, y parece razonable afirmar que esta tendencia va a continuar. A pesar de que la rentabilidad en 2017 fue menor que la rentabilidad de 2011, los valores absolutos compensan la diferencia relativa en casi 4.000

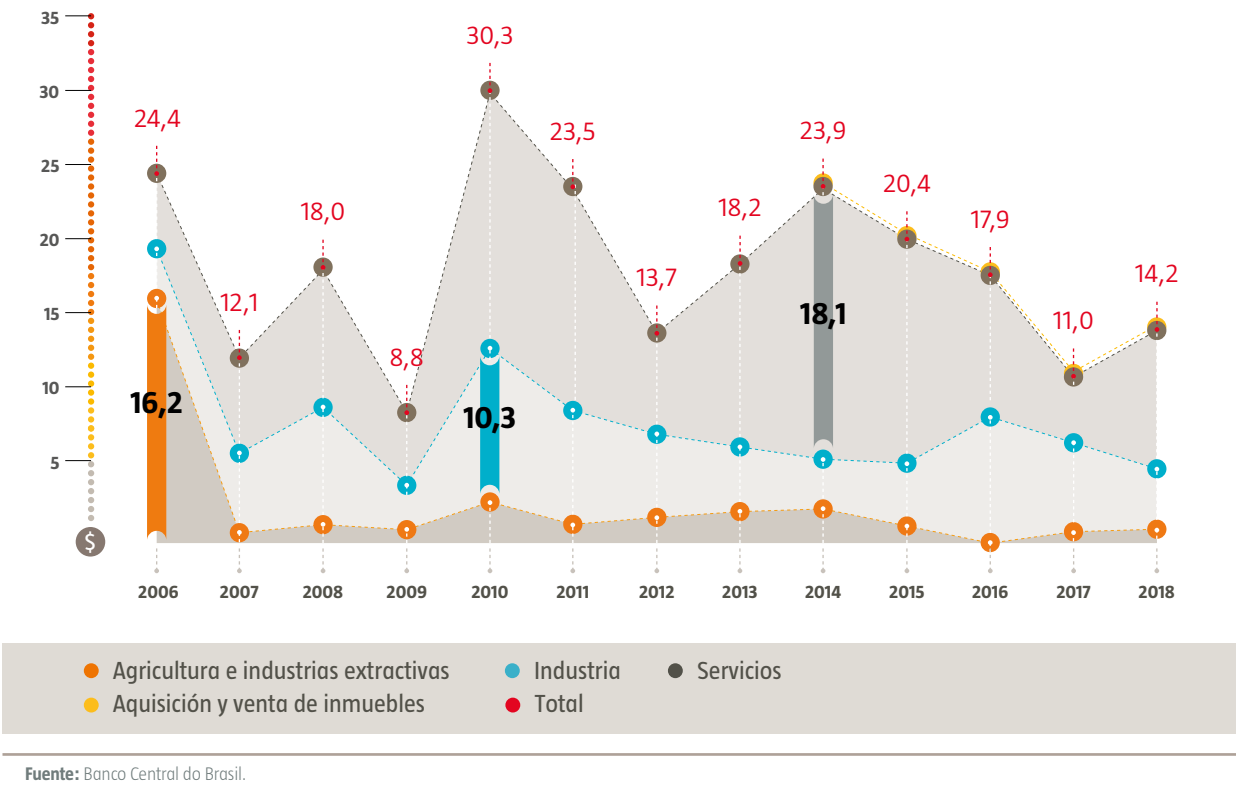
millones de dólares, y el crecimiento que registra el volumen año tras año nos permite afirmar que las inversiones realizadas por las empresas brasileñas en el extranjero en los últimos años confirman la importancia del papel de la internacionalización para sus negocios y su supervivencia.

El gráfico 6⁶ muestra que las multinacionales brasileñas adquirieron entre 2006 y 2018 más participación en el capital de empresas de los sectores de servicios e industria, mientras que la inversión en los sectores de explotación de recursos naturales y adquisición y venta de inmuebles fue casi nula en ese mismo período. Los valores oscilaron bastante. El año 2010 fue el que mayor volumen registró, 30.300 millones de dólares, siendo también el mejor año en términos absolutos para inversiones en industria y servicios en los países receptores de la IED brasileña.

En cuanto a destinos de inversión las cifras acumuladas muestran que ocho regiones/países concentraron el 85 % (74.000 millones de dólares) de la IED de salida entre 2014 y 2018, a saber: Islas Caimán, Países Bajos, Estados Unidos, Bahamas, Portugal, Luxemburgo, Islas Vírgenes Británicas y Austria⁷. Algunos de esos destinos, por ser paraísos fiscales, poseen alícuotas tributarias reducidas, y esto por sí solo se convierte en uno de los mayores incentivos para la inversión de capitales extranjeros en esos lugares.

Gráfico 6

Flujos de salida de IED por sectores de producción - participación en el capital (miles de millones de dólares)



6. Las cifras del gráfico 5 no incluyen las reinversiones en beneficios.

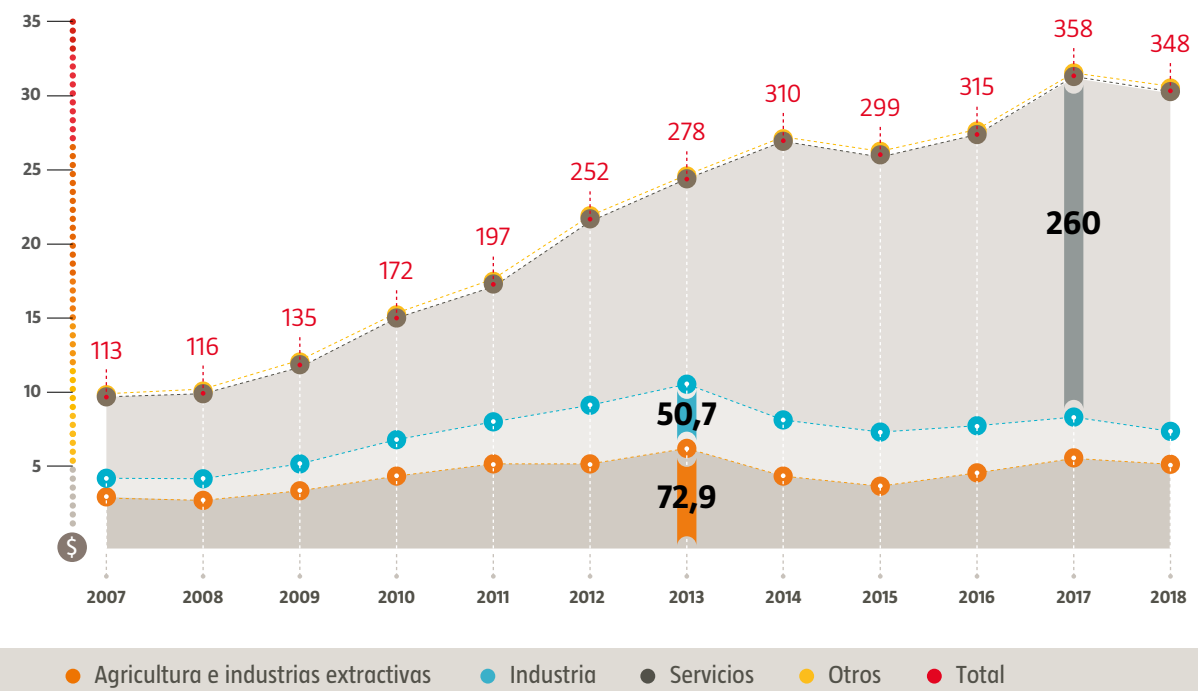
7. La IED en la metodología empleada por el Banco Central do Brasil, que se basa en las definiciones del FMI y de la OCDE, es aquella inversión con poder de decisión o acciones ordinarias del 10 % o más. Algunas regiones del mundo atraen gran cantidad de IED debido simplemente a su concentración de organismos o instituciones que controlan offshore otros activos de empresas. A excepción de EE. UU. y tal vez Portugal, en las demás regiones mencionadas se registran pocas inversiones productivas de tipo greenfield, de instalación per se de unidades productivas. Aunque resulte irrelevante para la balanza de pagos la identificación del tipo de inversión, la mejor definición de la IED reportaría más beneficios a los inversores y los organismos públicos que promueven este tipo de inversión en Brasil y fuera de él.

El volumen de salida no registró entre 2007 y 2018 una disminución drástica en los sectores de explotación de recursos naturales y agropecuario, lo que no llega a ser una gran sorpresa, y el Gobierno brasileño, a través de programas de incentivo de la internacionalización, proporcionó crédito para que los grandes actores brasileños expandieran sus activos externos en el período comprendido en el gráfico 7.

Sin embargo, lo que realmente llama la atención es la composición del sector servicios en el volumen de salida en 2018 en comparación con 2007, que aumentó a una tasa media del 15 % a.a. a lo largo del período. Las multinacionales brasileñas se han convertido cada vez más en prestadoras de servicios a nivel mundial. Según el estudio de inversión directa en el país de 2018, en la participación en el capital, las obras de infraestructura y comercio son los servicios que más inversiones concentraron en 2017.

Gráfico 7

Stock de salida de IED por sectores de producción - participación en el capital (miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central do Brasil.

Es interesante resaltar cómo los países europeos destacan como destino de la inversión en comparación con los países americanos en 2018 (133.000 millones de dólares de los países europeos, comparado con 24.000 millones de dólares de los americanos), lo que indica un interés de las empresas brasileñas en expandir sus operaciones más allá de la esfera más previsible, el mercado latinoamericano.

Desde el punto de vista estratégico, el interés de los inversores brasileños por Europa puede deberse a que el mercado europeo ofreciera oportunidades tras la crisis económica sufrida por algunos países del bloque de la UE. No obstante, Europa se configura como uno de los mercados más maduros a nivel mundial. El éxito de los negocios en esa región reporta beneficios a las empresas brasileñas, que pasan a tener acceso al talento local, a las tecnologías disponibles, al conocimiento de centros de investigación y universidades, entre otros factores importantes, que llegan en algún momento a las matrices en Brasil, impulsando aún más su internacionalización.

Podemos entender que los cambios estructurales en Brasil en las últimas décadas provocaron que las inversiones directas de las empresas brasileñas aumentasen de forma significativa. Una de las formas de percibir la magnitud de esas inversiones es comparar su proporción con relación al PIB brasileño, que en el año 2000 fue de 655.000 millones de dólares, mientras que el volumen de salida representó solamente el 8 % (53.000 millones de dólares) de ese valor. En 2018, la participación de la IED de salida alcanzó el 20 % (381.000 millones de dólares) del PIB, que registró la cifra de 1.867.000 millones de dólares. En otras palabras, mientras que el PIB se triplicó en 19 años, el volumen de salida de IED se sextuplicó en el mismo período, lo que revela un ritmo intenso en el proceso de internacionalización de las empresas brasileñas.

Se plantean aquí algunos puntos destacados del apartado B:

- Los flujos de salida de IED brasileño, aunque hayan variado notablemente año tras año, presentan una mejora en las tres últimas décadas, llegando a los 14.700 millones de dólares en 2018.
- Tanto los flujos como el volumen de salida de IED brasileña muestran que las multinacionales brasileñas que más se internacionalizaron en los últimos años pertenecen a los sectores secundario y terciario de la economía.
- Los paraísos fiscales caribeños, EE. UU. y algunos países europeos fueron los principales receptores de IED brasileña, lo que muestra que las multinacionales brasileñas buscaron reducir costes al tiempo en que apuestan por economías más maduras para obtener ventajas competitivas y comparativas en los países en los que están presentes.
- Mientras que el PIB se triplicó entre 2000 y 2018, el volumen de IED de salida brasileña se sextuplicó en el mismo período, lo que indica un ritmo acelerado de internacionalización de las empresas brasileñas.
- El impacto de la guerra comercial entre EE. UU. y China, así como otros factores de la economía mundial, afectan a las decisiones de inversión de las multinacionales brasileñas en otros países. Entender la importancia de esas circunstancias y sus impactos en la IED es fundamental para que los agentes que promueven la internacionalización sean más eficientes en sus acciones.

C. CRECIMIENTO ORGÁNICO INTERNACIONAL: EL DESAFÍO DE LA EXPANSIÓN PROPIA Y LA INVERSIÓN PRODUCTIVA

La consolidación del dinamismo y la integración de las empresas brasileñas en las relaciones económicas internacionales también se puede percibir por la cantidad de esas empresas que se expandieron a nivel internacional a través de proyectos *greenfield* de IED, también conocidos como nuevos proyectos. Hemos visto que el volumen de salida de la inversión directa brasileña aumentó en los últimos años de forma casi lineal a partir de 2003, pero ¿cuáles fueron los volúmenes de inversiones realizadas desde entonces que se configuraron como inversiones productivas en forma *greenfield*? Esta parte del capítulo aborda esa modalidad de inversión directa, analizando de forma agregada los proyectos *greenfield* creados por las multinacionales brasileñas, el volumen invertido y la cantidad de empleo creada por esas empresas entre 2003 y marzo de 2019⁸.

En los 16 años de la serie analizada, las multinacionales brasileñas crearon un total de 1054 proyectos *greenfield* de IED, lo que representa un total de inversión de capital de 79.000 millones de dólares, alrededor de 75 millones de dólares por proyecto. Para el mismo período, esos proyectos crearon un total de 167 186 empleos de forma directa, con una media de 159 empleos por proyecto. Esas cifras, en comparación con las de otras economías de América Latina, situaron a Brasil como uno de los países que crean más proyectos *greenfield* en la región, según la información presentada por *The fDi Report* entre 2015 y 2019.

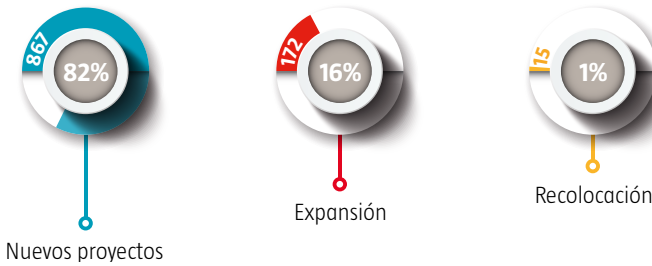
En cuanto a los tipos de proyectos realizados por las empresas, el gráfico 8 muestra que la gran mayoría está formada por nuevos proyectos (82 %), y sus medias de inversión en capital y empleos creados fueron de 72 millones de dólares y 149, respectivamente. La inversión media en capital de expansiones y recolocación fue de 84 millones de dólares y 108 millones de dólares, mientras que la media de empleos creados por esos dos tipos de proyectos fue de 209 (expansiones) y 106 (recolocación).

La cantidad de nuevos proyectos en esos 17 años nos permite deducir que la estrategia principal adoptada por las empresas en lo relativo a la internacionalización fue efectivamente la instalación física de filiales en los mercados en los que deseaban introducirse. Los nuevos proyectos se vinculan a la estrategia de entrada en los mercados y, por ello, también se asocian con elevados riesgos para las empresas.

Los proyectos de expansión y recolocación están más relacionados con la planificación que viene a posteriori en la estrategia de internacionalización, demandando una maduración de las actividades en esos lugares para realizarse en su momento. La expansión se considera una etapa secuencial de la internacionalización que depende de varios factores coyunturales y estructurales internos y externos de las empresas, mientras que los proyectos de recolocación se vinculan a la contratación de nuevos servidores y banco de datos, pudiendo considerarse actividades de soporte a las operaciones.

Gráfico 8

Distribución y número de proyectos por tipología de inversión



Fuente: fDi Intelligence (The Financial Times Ltd).

8. Estos datos y otra información sectorial y de actividad económica aquí incluida se han extraído de *fDi Markets*, una base de datos que recoge información sobre proyectos de inversión transfronterizos realizados por multinacionales de todo el mundo, sin incluir información sobre fusiones y adquisiciones, que se abordará en un apartado diferente, según la presentación de los datos de *fDi Markets*.

¿Cuáles fueron los destinos de los proyectos *greenfield* de IED de las empresas brasileñas? Los proyectos de ese período, en su gran mayoría, se destinaron a América Latina (47 % de las inversiones). EE. UU. (19 %) y Argentina (10 %) destacan como principales receptores de los proyectos *greenfield* de las multinacionales brasileñas, que también representaron la mayor proporción de empresas que invirtieron en un país específico, según los datos del gráfico 9.

También cabe destacar que Europa fue el segundo mayor destino de los proyectos *greenfield* de IED brasileña, mientras que Reino Unido, Francia y España fueron los principales países receptores de esa región económica. Argentina, EE.UU. y México fueron los países que más empleos crearon en ese período a través de proyectos brasileños, mientras que Colombia concentró el mayor volumen de inversiones en capital de las multinacionales brasileñas.

Gráfico 9

Proyectos de IED anunciados por país de destino

	Nº DE PROYECTOS	Nº DE EMPRESAS	EMPLEOS CREADOS		INVERSIÓN EN CAPITAL (millones de dólares)	
			TOTAL	MEDIA	TOTAL	MEDIA
Estados Unidos	207	140	18.65	91	7.457,40	36,00
Argentina	108	72	25.551	236	6.809,40	63,00
Colombia	59	46	8.631	146	9.355,80	158,60
Reino Unido	59	41	2.845	48	1.072,70	18,20
México	56	48	14.922	266	4.264,30	76,10
China	51	32	8.982	176	2.903,40	56,90
Perú	39	28	7.233	185	3.848,40	98,70
Francia	32	23	1.180	36	635,90	19,90
Chile	30	27	3.548	118	2.207,20	73,60
España	30	18	1.302	43	259,20	8,60
Otros países de destino	383	313	74.127	193	40.083,80	104,70
TOTAL	1.054	447	167.186	158	78.897,50	74,90

Valor máximo

Fuente: fDi Intelligence (The Financial Times Ltd).

El cuadro 10 muestra información sobre las tendencias detectadas por fDi Market de los proyectos *greenfield* de IED brasileña. De forma amplia, la tasa anual media de crecimiento de los proyectos fue del 9,5 %, lo que representa un signo positivo, dadas las fuertes reducciones que se produjeron en algunos años. A la recuperación registrada en 2017 tras 3 años consecutivos

de crecimiento negativo siguió una nueva expansión de los proyectos de IED al año siguiente, y no aumentó solamente su cantidad, ya que tanto los empleos como la inversión en capital se incrementaron en 2018. Esos resultados positivos pueden ser un reflejo directo de la mejora de las condiciones macroeconómicas de Brasil, que permitió que las empresas volvieran a invertir.

Gráfico 10

Características por proyectos de IED de las empresas brasileñas

	Nº DE PROYECTOS	% DE CRECIMIENTO ANUAL	EMPLEOS CREADOS		INVERSIÓN EN CAPITAL (millones de dólares)	
			TOTAL	MEDIA	TOTAL	MEDIA
2019	16	-	1.662	103	403,3	25,2
2018	83	29,7%	12.915	155	5.950,80	71,7
2017	64	8,5%	5.943	92	2.267,80	35,4
2016	59	-6,3%	6.821	115	2.382,10	40,4
2015	63	-8,7%	6.862	108	2.216,00	35,2
2014	69	-15,9%	8.712	126	1.944,10	28,2
2013	82	39,0%	15.401	187	7.089,00	86,5
2012	59	-38,5%	10.515	178	2.876,40	48,8
2011	96	21,5%	16.632	173	5.458,30	56,9
2010	79	27,4%	15.321	193	11.648,80	147,5
2009	62	-37,4%	12.148	195	6.549,60	105,6
2008	99	50,0%	20.942	211	10.418,10	105,2
2007	66	65,0%	7.851	118	4.609,40	69,8
2006	40	29,0%	5.901	147	3.644,50	91,1
2005	31	-31,1%	3.041	98	1.653,20	53,3
2004	45	9,8%	9.761	216	3.347,80	74,4
2003	41	-	6.758	164	6.438,30	157
TOTAL	1.054	9,5% ⁹	167.186	158	78.897,50	74,9

● Valor máximo

Fuente: fDi Intelligence (The Financial Times Ltd).

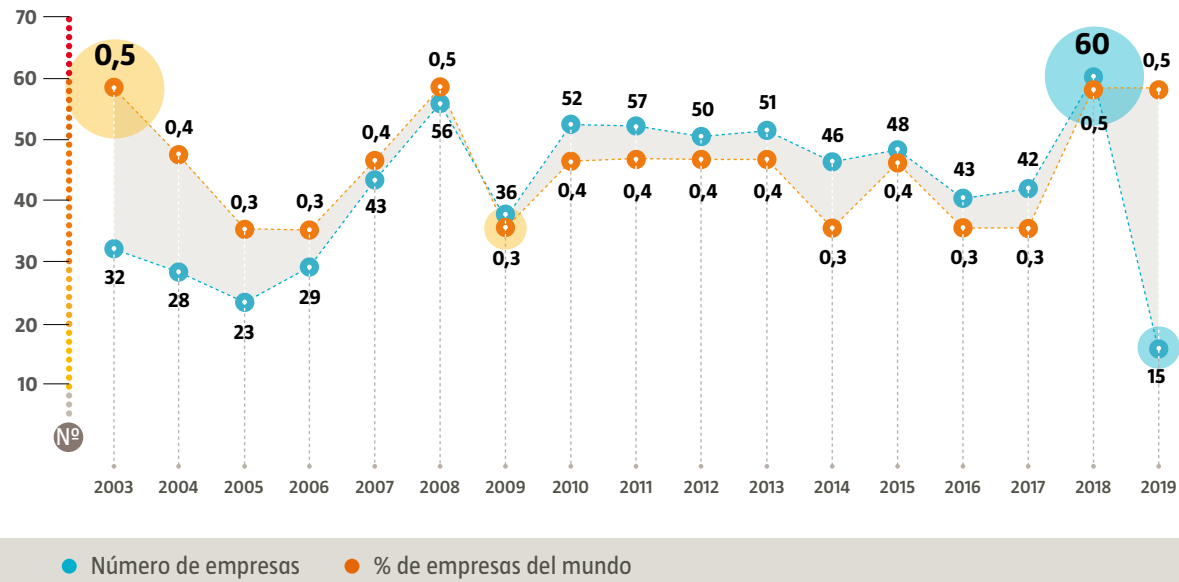
9. Solo los años completos se tuvieron en cuenta para el cálculo de la tasa de crecimiento medio anual.

En cuanto a la cantidad de empresas brasileñas que crearon proyectos *greenfield*, 447 de ellas realizaron esa modalidad de inversión en los últimos 17 años. El año 2018 también destacó en ese aspecto, ya que registró la mayor cantidad en la serie de empresas brasileñas que invirtieron en proyectos *greenfield*, como muestra el gráfico 11.

Durante el período, las inversiones de las multinacionales brasileñas se dirigieron a cinco de los 37 sectores industriales registrados por fDi Markets, como muestra el gráfico 12. El sector de TI es el que más destaca, siendo responsable de un sexto del total de los proyectos *greenfield* transfronterizos.

Gráfico 11

Número de empresas brasileñas que invirtieron por año y % con respecto a las multinacionales del mundo



Fuente: fDi Intelligence (The Financial Times Ltd).

En cuanto a la creación de empleo, los sectores que más destacan son los del metal, seguido de la industria textil, los alimentos y el tabaco, el software y los servicios de TI. El sector metalúrgico tiene la mayor media de creación de empleo por proyectos (media de 392 empleos), siendo el segundo sector que más inversión en capital realiza, con una media de 207,20 millones de dólares por proyecto. El sector del carbón, el petróleo y el gas tiene la mayor

media de inversión en capital y la mayor inversión absoluta por sector (30 % del total). Los resultados del sector del carbón, el petróleo y el gas están directamente vinculados a la expansión internacional de Petrobras a lo largo del período. Además de poseer el monopolio de la explotación del petróleo en territorio brasileño, es la multinacional que realiza gran parte de las actividades de ese sector.

Gráfico 12

Características de los proyectos anunciados por sectores de actividad

	Nº DE PROYECTOS	EMPLEOS CREADOS		INVERSIÓN EN CAPITAL (millones de dólares)	
		TOTAL	MEDIA	TOTAL	MEDIA
Software y servicios de TI	164	12.361	75	1.231,60	7,50
Servicios financieros	104	3.645	35	2.626,80	25,30
Textil	90	17.035	189	2.371,10	26,30
Metales	88	34.511	392	18.232,40	207,20
Alimentos y tabaco	85	16.548	194	3.184,40	37,50
Productos de consumo	80	10.519	131	2.796,60	35,00
Químicos	55	7.694	139	5.329,10	96,90
Carbón, petróleo y gas	54	9.871	182	24.113,60	446,50
Servicios de negocios	43	4.895	113	226,00	5,30
Aeroespacial	28	4.172	149	1.133,90	40,50
Otros sectores	263	45.935	174	17.651,90	67,10
TOTAL	1.054	167.186	158	78.897,50	74,90

Valor máximo

Fuente: fDi Intelligence (The Financial Times Ltd).

Hasta aquí, los datos presentados muestran un panorama general de las inversiones *greenfield* de las empresas brasileñas que corrobora la percepción positiva de que el proceso de internacionalización de esas empresas ha crecido considerablemente a lo largo de los años. Con todo, es necesario realizar algunas observaciones, dada la importancia y la relevancia que las inversiones *greenfield* tienen en lo relativo a IED realizadas por empresas.

En primer lugar, cuando nos centramos en los proyectos *greenfield* de IED y constatamos que aumentó la cantidad de proyectos, empleos e inversiones en los últimos años, la percepción general es casi inequívoca de que los procesos de internacionalización de las multinacionales

perdurarán y reportarán nuevos beneficios a las economías participantes.

En segundo lugar, a diferencia de los destinos indicados en los flujos y el volumen de IED de salida, que registraron una concentración de las inversiones brasileñas en paraísos fiscales, casi siempre intermediarios en las inversiones directas realizadas, los proyectos *greenfield* muestran exactamente el destino de esas inversiones. Considerando únicamente la información relativa a los destinos de los proyectos *greenfield*, es evidente que el mercado principal al que se dirigen las multinacionales brasileñas son los países de Sudamérica y Norteamérica, seguidos de Europa y Asia.

Por último, se percibe la relevancia que el sector de los servicios tiene para la IED brasileña, que se refleja en la cantidad tanto de volumen y flujos como de proyectos *greenfield*. Las empresas brasileñas se están especializando más en la prestación de servicios a los mercados en los que actúan. Esto puede deberse a que esos mercados están más abiertos a la entrada de empresas que prestan servicios que a la de aquellas que ofrecen bienes de consumo. Otro motivo puede ser que, en general, los servicios necesitan una asignación de recursos menor que los bienes de consumo duraderos y no duraderos, incluidos los bienes intermedios. Un tercer motivo, que puede resultar mucho más obvio que los anteriores, es que el sector servicios brasileño tiene un peso importante en su PIB, y hay políticas públicas que incentivaron la exportación de servicios brasileños a lo largo de los años, incluidas aquellas que contaron con presencia comercial en el extranjero¹⁰.

La participación relativa de los proyectos internacionales, según los criterios del informe elaborado por fDi Markets, muestra que las 10 empresas brasileñas que más proyectos crearon se dedicaron casi en su totalidad al ámbito internacional, mientras que seis de ellas realizaron proyectos transfronterizos en los últimos 12 meses.

En cuanto a los sectores a los que pertenece cada una de esas empresas, se percibe que la composición del grupo es muy heterogénea, ya que Petrobras, Vale y Moy Park actúan en el sector primario, Aesop, Havaianas, Embraer, Braskem y Marcopolo se dedican al sector secundario, y en el sector terciario se encuadran Stefanini IT Solutions e Itaú Unibanco. Con todo, los sectores primario y secundario lideran la cantidad de proyectos, tanto en términos absolutos como en los proyectos realizados en los últimos 12 meses, destacando Vale y Aesop, con tres proyectos cada una.

En cuanto a las 10 empresas mejor posicionadas, Moy Park cede su lugar a Banco do Brasil entre las 10 principales. En conjunto, esas multinacionales brasileñas fueron responsables del 34 % de los empleos creados y del 53 % de las inversiones en capital realizadas fuera del país en los últimos años en lo relativo a proyectos *greenfield*. La media de creación de empleos (239 por proyecto) de esas multinacionales también supera todas

las medias, así como la elevada media de inversiones por proyecto de 176,46 millones de dólares.

11 empresas brasileñas concentran gran parte de los proyectos *greenfield* de IED brasileña, en su gran mayoría de los sectores primario y secundario. Sin embargo, considerando la muestra como un todo, el sector terciario fue el que creó más proyectos *greenfield*. Esto coincide también con lo que se observa en cuanto a cantidad de volumen y flujos por sector productivo, que registró una mayor participación de los servicios en la inversión de IED en los últimos años.

Algunos puntos destacados de este apartado:

- Los proyectos *greenfield* realizados por las empresas brasileñas aumentaron a lo largo de los años, lo que demuestra que la internacionalización de las empresas brasileñas se dio a través de la instalación física en los mercados externos.
- A pesar de la reducción de la creación de proyectos entre 2014 y 2017, cuyo principal motivo pudo ser la crisis económica brasileña, se observan signos de recuperación en los últimos dos años, con el aumento del empleo, de la cantidad de proyectos y de las inversiones realizadas.
- El 54 % de las inversiones en capital realizadas por las multinacionales brasileñas en proyectos *greenfield* de IED se concentra en solo 10 empresas. Se espera que más empresas aumenten a lo largo de los años sus inversiones internacionales, disminuyendo esa concentración y, consecuentemente, reduciendo la vulnerabilidad internacional de Brasil.
- En cuanto a la cantidad de proyectos *greenfield* de IED creados por sector de actividad económica, el sector servicios es el que más proyectos creó en el período analizado, con un crecimiento de los servicios financieros y de TI, como se observó también en la composición de los volúmenes y flujos de IED.
- Los destinos de los proyectos *greenfield* se centran en Sudamérica y Norteamérica concentran esas inversiones, seguidos de los países de Europa y Asia.

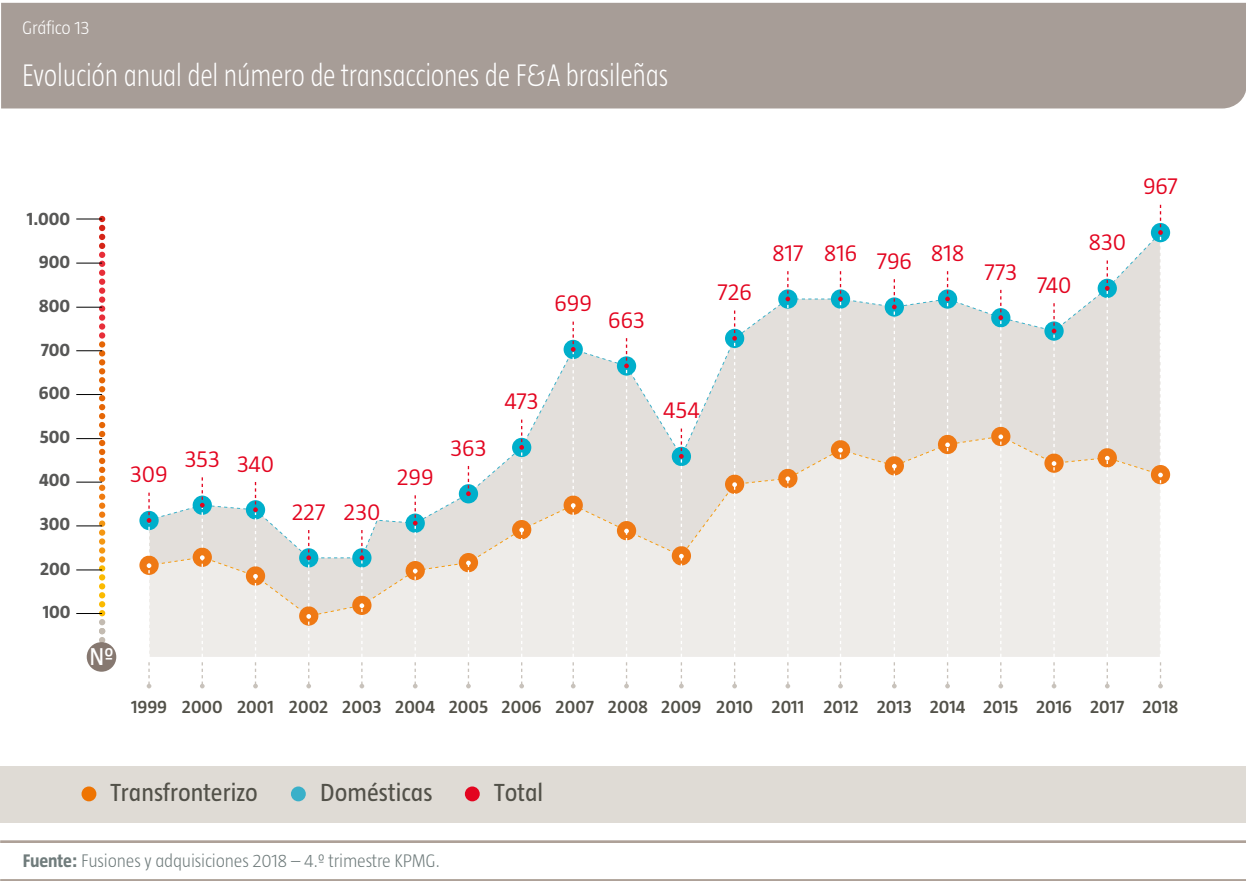
10. Puede obtenerse más información en la página web del Ministerio de Economía, Industria, Comercio Exterior y Servicios. Disponible en: <<http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-servicos/a-secretaria-de-comercio-e-servicos-scs-11>>

D. INTERNACIONALIZACIÓN ESTRATÉGICA: LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES Y EL CRECIMIENTO DE LAS MULTINACIONALES BRASILEÑAS

Otra posible perspectiva de análisis del dinamismo internacional de las multinacionales brasileñas sería aquella dada por las fusiones y adquisiciones (F&A) anunciadas por esas empresas en los últimos años, especialmente F&A transfronterizas. Muchas veces, las F&A se incluyen en el paquete considerado como inversión extranjera directa. Así como los proyectos

greenfield, son una de las categorías imprescindibles para entender la expansión internacional de las multinacionales brasileñas.

KPMG Corporate Finance elabora un estudio trimestral con los datos de F&A brasileñas nacionales y transfronterizas. Según el último informe publicado, que incluye el total de las transacciones realizadas en 2018, el mercado brasileño continúa en expansión, alcanzando niveles históricos de cantidad de operaciones en los últimos dos años, según se muestra en el gráfico 13.



A lo largo de 19 años, KPMG registró 11.693 operaciones de F&A entre empresas brasileñas y extranjeras, la mayor parte de ellas (54 % o 6.404 operaciones) relativas a transacciones transfronterizas.

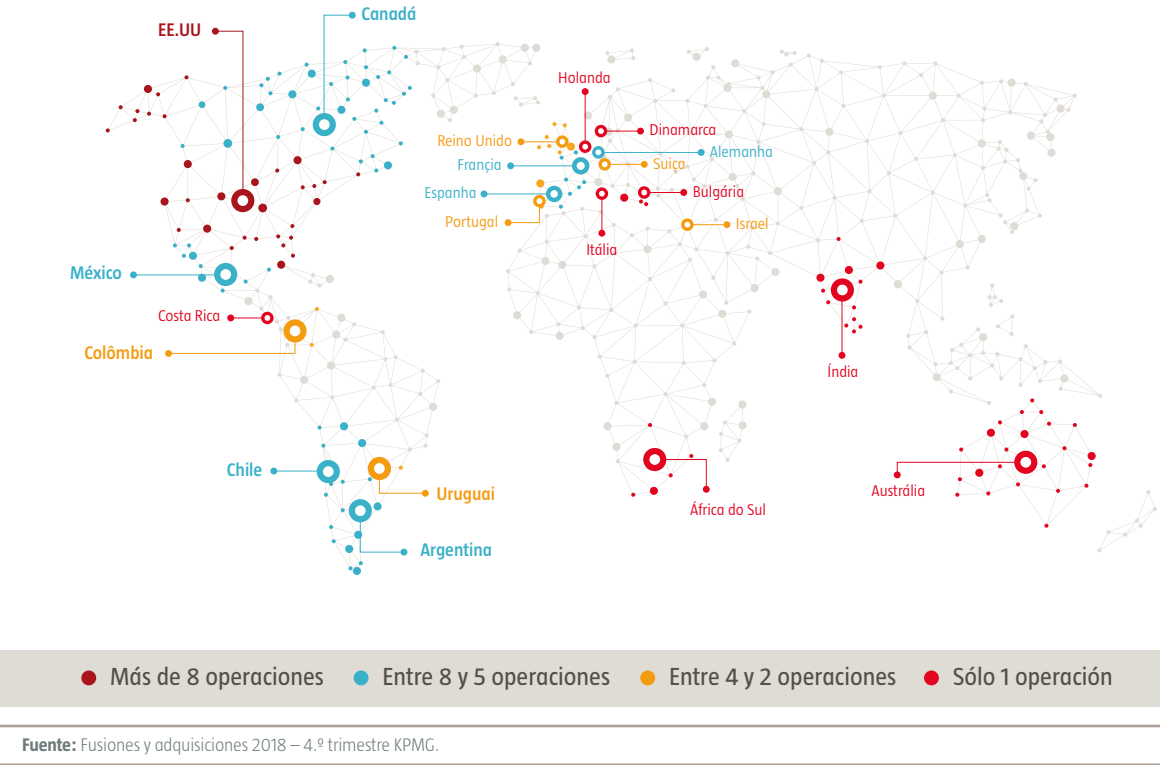
Aunque Brasil registre a lo largo de la serie una cantidad mayor de transacciones transfronterizas, las transacciones nacionales vienen ganando terreno en el panorama brasileño de F&A. Analizando los resultados obtenidos año a año, se observa una tasa media de crecimiento total de las F&A del 9 % a.a., donde las transacciones nacionales registran un crecimiento medio del 14 % a.a., en comparación con el 8 % de las transacciones transfronterizas. Esa diferencia indica que

el mercado nacional resulta cada vez más atractivo para las empresas en general, y los resultados de los últimos dos años indican una recuperación de la confianza de los inversores en la economía brasileña.

Analizando en profundidad las transacciones de F&A transfronterizas del año 2018, se observa que 38 países realizaron 417 operaciones en total, donde 88 de las fusiones y adquisiciones registradas fueron realizadas por empresas de capital mayoritariamente brasileño que compraron a extranjeros capital de empresas establecidas en Brasil o en el extranjero. Esas 88 F&A se realizaron en 22 países, como muestra el mapa de dispersión del gráfico 14.

Gráfico 14

Destinos de las operaciones de M&A de empresas brasileñas

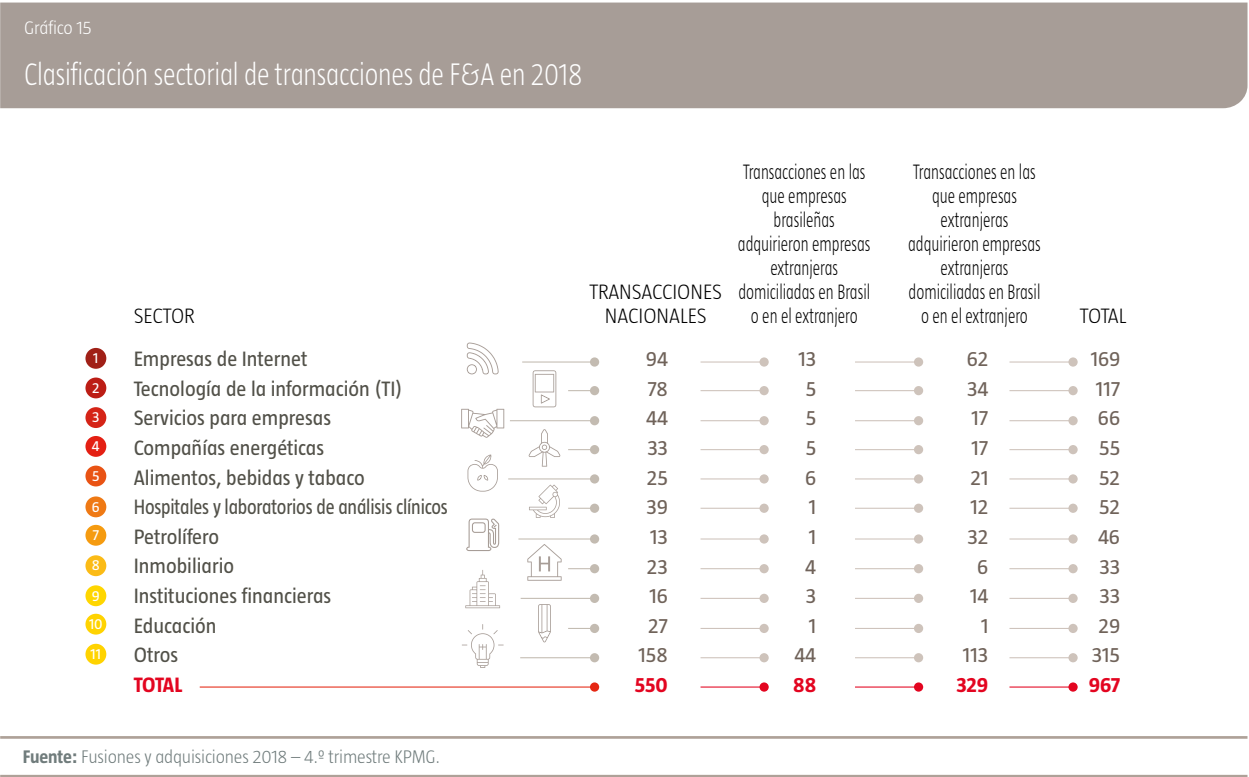


El continente americano es el que registró más transacciones de F&A en las que empresas brasileñas adquirieron empresas extranjeras domiciliadas en Brasil o en el extranjero, seguido de los continentes europeo, asiático, africano y por Oceanía.

Con un total de 45 F&A en el continente americano, las multinacionales brasileñas dieron preferencia a los mercados vecinos, también considerados como

mercados más previsibles, según el patrón observado en los proyectos greenfield de IED. En América destaca el volumen de transacciones de EE.UU. (22 transacciones), Chile (7 transacciones), Argentina (6 transacciones), Canadá y México (5 transacciones cada una), que concentran el 51 % de las F&A realizadas en 2018 por empresas de capital mayoritariamente brasileño que compraron a extranjeros capital de empresas establecidas en Brasil o en el extranjero.

Por último, a continuación se muestra en el gráfico 15 la clasificación elaborada por KPMG para el año 2018 de las transacciones de F&A en Brasil por sector industrial.



Tratándose exclusivamente de las empresas de capital mayoritariamente brasileño que compraron a extranjeros capital de empresas establecidas en el extranjero, el sector que registró más transacciones fue el de las empresas de Internet (13 transacciones), seguido del de alimentos, bebidas y tabaco (6 transacciones). Se percibe que, en el total de las fusiones y adquisiciones registradas en 2018, los tres primeros sectores de la clasificación (Gráfico 15) representan el 36,4 % de las F&A en Brasil, mientras que para las transacciones transfronterizas el resultado es del 33 % (136 transacciones de 417).

En general, entre 1999 y 2018 los datos recogidos por KPMG muestran que las fusiones y adquisiciones de empresas en Brasil se concentraron en 5 sectores: TI, alimentos, bebidas y tabaco, servicios para empresas, empresas de Internet y compañías energéticas, que suman 4.181 operaciones de un total de 11.693 identificadas en ese período. Destaca también el crecimiento de los sectores educativo, inmobiliario, del azúcar y el alcohol y de la reventa de automóviles que, junto con el de las empresas de Internet, se aglutinaban en la categoría "Otros". El aumento del volumen de transacciones de esos cuatro sectores en los últimos 11 años ha sido significativo en el panorama brasileño, lo que demuestra la diversificación y el florecimiento de la industria en general en ese período.

E. DE LAS POLÍTICAS DE INDUSTRIALIZACIÓN NACIONAL A LA INTERNACIONALIZACIÓN DE BRASIL: EL BNDES COMO PROPULSOR DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS

El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) es un organismo importantísimo en la historia industrial brasileña, ya que ha participado activamente en el diseño, la planificación y la implementación de las políticas que fomentaron el crecimiento de la industria y, más recientemente, incentivaron la expansión de las empresas brasileñas en el extranjero a través de financiación, tanto para la adquisición de activos como para la instalación de unidades productivas o comerciales. Solo a partir de los años 90 el banco desvinculó la internacionalización únicamente a su modalidad de comercio exterior. Es necesario entender cómo se desarrolló ese proceso que limitó la financiación del BNDES a las actividades exportadoras de las empresas brasileñas, hasta el punto en que el propio banco se internacionalizó para apoyar la internacionalización de las multinacionales del país.

Como el proceso de internacionalización es una inversión de alto riesgo, las empresas brasileñas que se internacionalizaron hasta mediados de los años 80 lo hicieron casi exclusivamente por cuenta propia, dadas las condiciones precarias en que se encontraba el país en cuanto a apoyo y fomento de las actividades internacionales de sus empresas. La escasez de financiación, principal dificultad para la expansión internacional, comenzó a modificarse principalmente con los esfuerzos del BNDES a partir de los años 90. Esa modificación de la política de crédito del banco se produjo en función de los cambios institucionales que tuvieron lugar en Brasil y que impulsaron las empresas hacia nuevos niveles de competitividad, confluyendo su planificación estratégica con las cadenas de valor internacionales.

Extremadamente importantes para la coyuntura política y económica de Brasil, una serie de medidas puestas en práctica por el Gobierno federal fueron fundamentales para impulsar el país en el ámbito internacional. La creación del Plan Real fue uno de los factores más importantes para la internacionalización de las empresas brasileñas, ya que consiguió acabar con la hiperinflación en Brasil, aliviando las presiones sobre el consumo y la inversión y, por consiguiente, permitiendo que se retomase el crecimiento económico del país. Al mismo tiempo, con la apertura de los mercados de capitales, se hizo necesaria la creación de mecanismos de desburocratización del capital financiero, una demanda de los años 80 concertada por instituciones financieras internacionales. Esa apertura implicaba la posibilidad de entrada de inversiones extranjeras de cartera a través de adquisiciones de empresas locales, y hacía posible que inversores extranjeros implantasen filiales propias en Brasil, aumentando la oferta de productos y estimulando la competencia a nivel nacional.

Las fusiones y adquisiciones transfronterizas también forman parte de las estrategias de internacionalización de las empresas brasileñas, y reportan beneficios de entrada en mercados que pueden ser superiores a los beneficios generados por la implementación de proyectos *greenfield*. Las F&A permiten a las empresas reducir sus riesgos, ya que el acceso a la infraestructura instalada, a I+D, al conocimiento del mercado, a la mano de obra local y a la red de proveedores, con la ventaja de adquirir marcas con reconocimiento en el mercado, entre otros beneficios, influyen en las decisiones de negocio y en la propia expansión internacional de las empresas. Por otro lado, hay desafíos que las empresas deben superar para que las F&A tengan éxito, tales como dificultades de integración, análisis inadecuado del objetivo, incapacidad de captar sinergias y, no menos importante, deben tener cuidado con la diversificación excesiva, que puede crear dificultades para el negocio.

Algunos puntos destacados de este apartado:

- Las transacciones transfronterizas son históricamente menores que las transacciones nacionales de F&A. En las últimas décadas, con el crecimiento de la economía brasileña, esos movimientos se han intensificado, con lo que el crecimiento de las transacciones nacionales ha aumentado de 101 en 1999 a 550 en 2018.
- Las F&A transfronterizas en 2018 tuvieron como principal destino los países de América Latina y Norteamérica, que concentraron el 51 % de las transacciones registradas.
- Las empresas del sector servicios, especialmente de TI e Internet, fueron las que tuvieron una mayor participación en las F&A transfronterizas. Según los datos de KPMG¹¹, esa ha sido la tendencia de los últimos años, según la cual las empresas de la industria de transformación y de la explotación de recursos vegetales y minerales han reducido sus movimientos de F&A transfronterizas, mientras que el sector terciario, el de servicios, ha ido ganando terreno.
- Las empresas pueden obtener una serie de beneficios con las F&A. Por ser uno de los componentes de la IED, las fusiones y adquisiciones transfronterizas son tan importantes para la estrategia internacional de las empresas como los proyectos *greenfield* de IED. Esas modalidades de inversión también pueden ser complementarias y no representan un *trade off* para las empresas que decidan invertir en los dos frentes, sino una oportunidad.

11. Fusiones y adquisiciones 2018 – 4.º trimestre. KPMG.

Asimismo, es necesario entender que el sistema financiero y bancario evolucionó para satisfacer las demandas que surgieron en los años 90. A través de la figura del Banco Central do Brasil se centralizaron esos sistemas, y el banco pasó a ser responsable del control de riesgo de crédito, de las políticas de metas inflacionarias y del control de divisas (cambio) por medio de actividades comerciales de swap de divisas. Otro hecho importante que entra en la ecuación y que contribuye a explicar el movimiento de entrada de capitales en el país es la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal¹² en el año 2000 por parte del Congreso, que impone el control de los gastos públicos del Gobierno, los estados y los municipios.

En cuanto a las etapas de la internacionalización y el apoyo del BNDES, durante mucho tiempo, el banco fomentó únicamente las exportaciones de las empresas brasileñas, con una visión más limitada de todo el proceso de internacionalización, así como de los beneficios económicos que reportaba a las empresas y a las economías donde estas se encuadraban. Los estudios realizados por el BNDES para entender esos matices de la internacionalización se iniciaron en la primera década de los años 2000. En 2002 el banco cambió sus directrices, permitiendo que se fomentasen las inversiones externas de las empresas de capital nacional con el único objetivo de incrementar las exportaciones de los productos nacionales. Con todo, hasta 2005 no se realizó la primera operación de financiación del banco en su línea de crédito para la internacionalización.

En esa modalidad de financiación había algunos condicionantes que las empresas tomadoras de créditos debían observar para tener acceso al dinero. Debían pagar el coste de financiación, que incluía los costes de captación externa, con un spread del 3 % al 4,5 % a.a. Asimismo, debía estipularse una prima de rendimiento de acuerdo con cada proyecto, que debía tener un rendimiento igual o superior al valor financiado por el BNDES con un plazo definido para la remesa de esos recursos a Brasil. En 2007 el BNDES incluyó el rendimiento internacional como condicionante de su línea de crédito. Este cambio creó una expectativa de que la

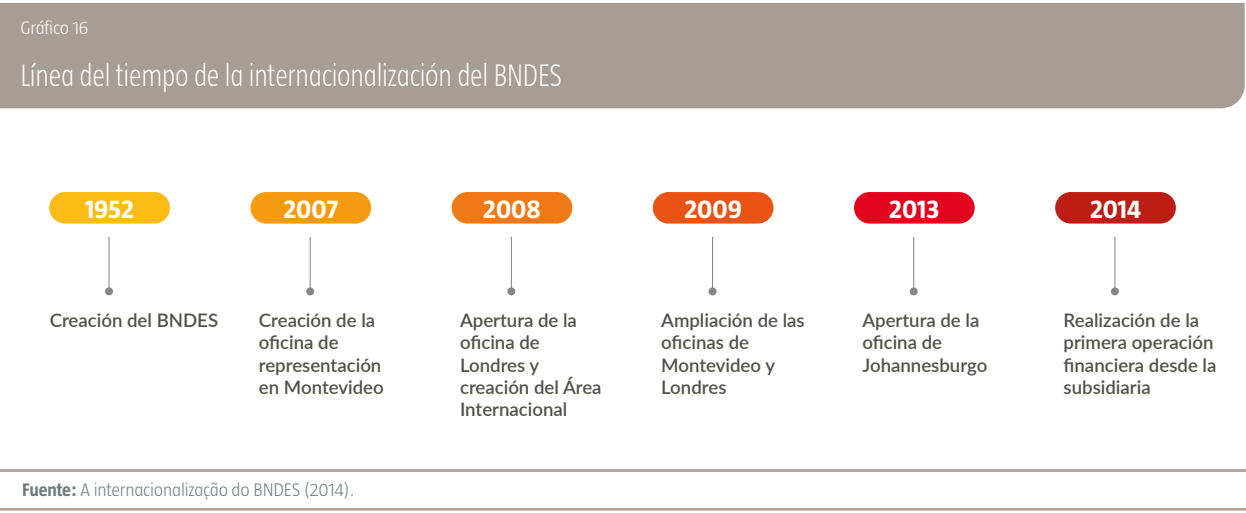
internacionalización se mantuviese y, consecuentemente, el banco cumpliera su función social de promoción de la industria nacional. El proceso se desarrolló, permitiendo también que las filiales internacionales y las empresas de todos los sectores productivos tuvieran acceso a la financiación del banco.

En el caso que nos ocupa, de la financiación a la internacionalización de las empresas, el BNDES consideraba inversiones susceptibles de financiación proyectos greenfield, F&A, mejoras o inversiones de ampliación en unidades productivas instaladas, instalación de unidades comerciales y creación de centros de I+D en unidades de empresas que se encontraban en el extranjero. Esa financiación se limita a las empresas de capital nacional con sede y administración localizadas en Brasil, así como a sus filiales comerciales o productivas ya instaladas en el extranjero, siempre que la mayor parte del capital con derecho a voto de esas unidades externas estuviera en poder brasileño.

BNDESPAR, filial del BNDES, puede proporcionar financiación por medio de participación accionarial, en la que la empresa cede sus acciones con poder de voto para tener acceso al crédito, o el propio BNDES se convierte en detentor de la deuda de la empresa, permitiendo que esta también tenga acceso a esa financiación.

Para continuar con las inversiones y promover la internacionalización de las empresas brasileñas, el BNDES también inició su propio proceso de internacionalización a través de la creación de oficinas de representación y una filial, cuyas funciones principales eran la representación del banco en las regiones en las que más habían invertido las multinacionales brasileñas a lo largo de los años, la facilitación y la captación de recursos externos para la financiación de las actividades de las empresas brasileñas y, por último, la ampliación de la relación institucional con otros agentes internacionales. Las fases de la internacionalización del BNDES se pueden dividir en tres períodos: 2006-2008, con la preparación de la internacionalización; 2009-2012, con el inicio de la implementación; y 2013-2014, con la consolidación y ampliación de su internacionalización (Gráfico 16).

12. Essa lei complementar permitiu que os investidores tivessem condições de entender a trajetória da dívida pública e, consequentemente, tomassem decisões de investimento no País, influenciando as atividades de todos os setores produtivos da economia. Do ponto de vista macroeconômico e dos negócios no Brasil, a década de 1990 criou as condições primárias para se entender as políticas de incentivo à internacionalização nos anos seguintes, tendo o BNDES como principal ator no mercado de crédito para esse fim.



Con la creación del Área Internacional del BNDES fue posible dar continuidad en 2009 a la puesta en marcha de la unidad de representación en Montevideo, Uruguay, así como de la filial BNDES PLC en Londres, Reino Unido. La unidad de Johannesburgo, en Sudáfrica, que se creó en 2013, nació tras una reorganización estatutaria del banco, y su establecimiento se sirvió de las experiencias anteriores para acelerar el proceso de creación. Cada una de esas unidades cuenta con un fundamento plausible que justifique su instalación.

Aunque el movimiento aparente de la internacionalización del BNDES haya sido de follow the client, las unidades tenían un propósito y una planificación definida por su Área Internacional. En el caso de Montevideo, el apoyo a la exportación y a la IED de las empresas brasileñas en Sudamérica podría considerarse su objetivo principal. La filial londinense integraba el banco en el mercado financiero internacional y lo acercaba a otros bancos de desarrollo, instituciones financieras y fondos soberanos, creando oportunidades para la captación de recursos para inversiones en Brasil, así como eficiencia y transferencia de conocimientos para el BNDES. Por último, la unidad de representación de Johannesburgo siguió un camino más diplomático, atendiendo a una demanda de la política exterior brasileña en el continente africano.

El BNDES, como banco de desarrollo público y como fomentador del proceso de internacionalización, también recibió críticas a lo largo de los años por haber asumido riesgos de esas inversiones con dinero

público. Los agentes políticos cuestionaron la gestión del banco alegando que funcionaba como favorecedor de determinados grupos en detrimento de la función social que el BNDES desempeña. En ese caso, fue necesaria una mayor transparencia de los datos del banco y de sus tomadores de préstamos. Hoy es posible realizar consultas desglosadas de los desembolsos realizados por el banco, así como de su participación en el capital social de las empresas, su posición en obligaciones y su cartera.

La lógica económica nos lleva a concluir que la disminución de la inversión reduce a lo largo de los años la capacidad productiva de las empresas, dando lugar a situaciones de vulnerabilidad extrema, mientras que la contratación de crédito disminuye el consumo de los agentes económicos y afecta a otras variables importantes para el crecimiento de la economía. Si en el contexto de contratación de demanda e inversiones el BNDES no cuenta con instrumentos que incentiven el crecimiento de la economía, se concluye que el banco perderá su función social. De esta forma, es imprescindible que sus políticas y su gestión sean transparentes, y que se preserve su estatuto para que la finalidad de sus actividades no se desvíe.

En cuanto al debate sobre si la existencia del BNDES o su extinción son necesarias para la proliferación de inversiones por medio de instituciones financieras privadas, la realidad muestra que, en los países desarrollados, es posible la coexistencia de bancos de desarrollo y otras instituciones financieras que actúen en el mismo mercado y tengan los mismos objetivos.

F. MINICASOS DE ÉXITO: LA INTERNACIONALIZACIÓN DE CUATRO EMPRESAS BRASILEÑAS

Este apartado incluye información sobre el proceso de internacionalización de cuatro empresas de Brasil y de control accionario mayoritariamente brasileño. Los cuatro casos pueden considerarse casos de éxito, y cada

empresa pertenece a un ramo sectorial distinto, con sus características propias en lo relativo a los procesos de internacionalización.



Con 50 años exactos de existencia e instalaciones repartidas en 9 países, Embraer es una multinacional brasileña que actúa en la industria aeroespacial. Su especialidad es la fabricación de aviones y piezas, aunque la empresa también presta servicios y ofrece asistencia a los clientes, atendiendo al mercado de la aviación tanto civil como militar. Entre los acontecimientos más recientes que se suman a su historial de éxito internacional se encuentra la creación de la empresa Boeing Brasil-Commercial, resultado de su empresa conjunta con la multinacional Boeing. Asimismo, según los datos del Ranking FDC de las Multinacionales Brasileñas¹³ de 2018, Embraer ocupó, entre las 69 empresas participantes, el puesto 25 en la clasificación de las multinacionales más internacionalizadas, con una media del 27,2 % de sus recursos (activos, ingresos y empleados) dedicado a los procesos internacionales.

Embraer es un caso aparte en la historia brasileña, ya que se trata de una empresa de origen estatal (hoy privada) dedicada de forma intensiva a la ingeniería y que, desde sus inicios, orientó sus negocios al ámbito internacional. A lo largo de los años, la internacionalización de la empresa tuvo lugar a través de la búsqueda de alianzas y acuerdos, la creación de filiales productivas y comerciales, la formación de empresas conjuntas y la adquisición de empresas extranjeras del ramo en el que actúa. Hay diversos ejemplos de su historial internacional, como el acuerdo con la empresa italiana Aermacchi para la producción del Xavante ya en 1970, la exportación de aeronaves a Uruguay en 1975 y la creación de Embraer Aircraft Company en EE.UU. en 1979 para atender a la demanda local, entre otros. El ejemplo más reciente es, como se ha citado anteriormente, la creación de Boeing Brasil-Commercial en 2018. Entre 2003 y 2019, Embraer destacó como una de las empresas que más proyectos greenfield de IED crearon en Brasil, ya que concentró el 75 % de las inversiones en ese tipo de proyectos de la industria.

13. Trayectorias de internacionalización de las empresas brasileñas – Fundación Dom Cabral, 2018.

14. Trayectorias de internacionalización de las empresas brasileñas – Fundación Dom Cabral, 2018.



El holding brasileño Natura & Co se convirtió en el cuarto mayor grupo cosmético del mundo tras la adquisición de Avon a través de operaciones de comercio de acciones en 2019. El holding cuenta con cuatro grandes marcas internacionales: la brasileña Natura, homónima del grupo y matriz del conglomerado, y las marcas extranjeras Body Shop, de origen británico, la australiana Aesop y la Avon estadounidense. Con un nivel de internacionalización del 27 %, Natura cuenta con filiales en 7 países y ocupa el puesto 21 del Ranking FDC de las Multinacionales Brasileñas de 2018, registrando una elevada actividad exportadora. Sus filiales tienen una participación significativa en la composición de sus ingresos totales.

Aesop destacó entre las empresas brasileñas que más proyectos internacionales presentaron, con 28 proyectos en total e inversiones que ascienden a 1000 millones de USD. La mayor expansión internacional de Natura se consiguió través de Aesop por medio de proyectos *greenfield* de IED. Aesop concentró el 58,8 % de las inversiones realizadas y fue responsable del 62,6 % del total de empleos creados con la implementación de los proyectos internacionales del holding.

La expansión internacional de Natura está estrechamente vinculada a su estrategia de adquisición de competidores de otros países para incrementar su cuota de mercado, aumentar su prestigio y reforzar su imagen a nivel internacional. Asimismo, Natura destaca de la competencia nacional e internacional creando un modelo de negocio muy comprometido con la sostenibilidad,

15. Trayectorias de internacionalización de las empresas brasileñas – Fundación Dom Cabral, 2018.

16. Los datos recogidos son confidenciales, lo que impide que se faciliten, salvo en las circunstancias en que se encuentran agregados, indexados o racionalizados, incluidos los porcentajes.

lo que le otorga una posición diferenciada con respecto a los competidores en Brasil y en el mundo.

Comparando los datos de 2006 y 2018 de Natura, también facilitados por el estudio¹⁵, tanto los resultados totales como los exteriores de ingresos, activos y cantidad de empleados registraron un crecimiento entre un año y otro. Los ingresos totales y externos aumentaron, pasando del 248 % al 3.040,4 % entre un año y otro, mientras que los activos totales y externos aumentaron un 1.026 % y un 9.071,7 % respectivamente, seguidos del aumento del 52,9 % del número total de empleados y del 179,6 % de la cantidad de empleados externos.

Otra forma de evaluar el proceso de expansión internacional de Natura es averiguar la proporción de ingresos, activos y número de empleados externos con respecto al total, y el nivel de internacionalización. Tomando como base el año 2006, los índices de ingresos, activos y empleados fueron, respectivamente, de 0,03, 0,04 y 0,13 (nivel de internacionalización = 6,7 %), y en 2018 los índices pasaron a ser de 0,26, 0,32 y 0,24 (nivel de internacionalización = 27,4 %). Los datos del estudio indican que la expansión internacional de Natura fue intensa, con resultados bastante elevados no solo en términos porcentuales, sino también en valores absolutos¹⁶, lo que demuestra el éxito y la consolidación de la internacionalización de la empresa en un período de tiempo relativamente corto.



Stefanini es una empresa multinacional brasileña que presta servicios de TI en 41 países y se sitúa en el Ranking FDC de las Multinacionales Brasileñas como la quinta empresa más internacionalizada entre las participantes en las últimas cuatro ediciones del estudio. El crecimiento internacional de la empresa está estrechamente vinculado a la expansión de sus clientes, a las nuevas necesidades tecnológicas y a una reinversión de su propio negocio. Sin planes de desaceleración, con la Visión 2022 la empresa pretende triplicar su facturación, quintuplicar su EBITDA y duplicar su número de empleados en los próximos cinco años, lo que afectaría a todos los frentes de su negocio, tanto en Brasil como en el mundo.

En 2018, el nivel de internacionalización de Stefanini era del 64,6 %, una cifra elevada que demuestra que buena parte de los activos, de la facturación y del número de empleados de la empresa se encontraban fuera de Brasil. Ese crecimiento se dio de forma muy acelerada, teniendo en cuenta que en 2008 el nivel de internacionalización de la empresa era solo del 8,7 %. A diferencia de Natura y Embraer, que ya eran gigantes en los mercados en los que actuaban en 2008, la internacionalización de Stefanini fue una forma que la empresa encontró de crecer más allá de las restricciones del mercado interno.

Hay otros méritos que deben considerarse, como la búsqueda de la innovación y la flexibilización, que allanaron el camino recorrido por la empresa a lo largo de los años, buscando internacionalizarse sobre todo con la implementación de proyectos *greenfield* de IED. Innovar para el cliente y flexibilizarse para atender a nuevos mercados hizo que la empresa creciera rápidamente, de forma que hoy su presencia internacional es una de las mayores entre las empresas de Brasil.

Comparando los datos de 2008 y 2018 de Stefanini, los resultados totales y exteriores de ingresos, activos y número de empleados registraron un crecimiento considerable. Los ingresos totales aumentaron un 713,8%, mientras que los activos totales y el número total de empleados aumentaron un 1.211,6 % y un 372 %, respectivamente. Ese crecimiento es reflejo directo de la expansión internacional que experimentó la empresa durante ese período, que hizo que sus ingresos externos aumentasen un 6.089,6 %, mientras que sus activos externos aumentaron un 8.722,8 % y el número de empleados en filiales extranjeras de Stefanini se incrementó en 3.889,1%.

Realizando el mismo trabajo comparativo entre los índices que señalan el nivel de internacionalización, en 2008 los índices de ingresos, activos y empleados eran, respectivamente, de 0,08, 0,12 y 0,06 (nivel de internacionalización = 8,7 %). En 2018, los índices pasaron a ser de 0,63, 0,78 y 0,53 (nivel de internacionalización = 64,6 %), lo que demuestra el crecimiento orgánico que ha experimentado Stefanini en los últimos años, con lo que sus operaciones externas pasaron a asignar más recursos y reportaron un rendimiento que superó el de las filiales y la matriz brasileñas.



En 2011, iFood fue creado como una plataforma de entrega de comida a domicilio. Con las primeras inversiones y la entrada de Movile, la empresa creó la primera aplicación de entre de comida para móviles, generando una experiencia de usuario más simple y satisfactoria. A lo largo de los años la empresa aceleró su crecimiento a través de fusiones, garantizando que la firma fuese líder en Brasil y expandiese su presencia internacionalmente.

Hoy es la empresa foodtech líder en América Latina, con operaciones en México y Colombia. En ocho años en el mercado brasileño está actualmente creciendo a tres dígitos al año y es la única que aporta soluciones a toda la cadena de valor (consumidor, restaurantes, entregadores, productores,...), generando valor a todos los grupos de interés de la compañía. Las inversiones y las contrataciones se han venido multiplicando, y en 2017 alcanzó el status de unicornio, siendo reconocida como una de las empresas más innovadoras de Brasil y América Latina. En Brasil opera en 650 ciudades y trabaja con más de 1.000 restaurantes. Y en América Latina gestiona más de 20 millones de pedidos, y cuenta con más de 2.500 colaboradores en los tres países en los que opera.

Su crecimiento se enmarca en un segmento, el de la comida a domicilio, con un gran desarrollo en los últimos años, incluso en periodos de crisis y del consumo. El recorrido de este nicho de negocio es enorme, en todo el mundo y en particular en América Latina, donde el tamaño de mercado todavía está ampliamente inexplorado. iFood está centrado en convertirse en una referencia en su

sector en América Latina. Hoy día convertirse en una empresa global dejó de ser una opción, llegando a ser una necesidad. El problema de muchas empresas brasileñas es la ausencia de ambición global, lo que les ha hecho excesivamente dependientes de su tecnología. iFood ha entendido este desafío perfectamente, en un entorno además propicio donde la tecnología juega a su favor para la internacionalización del negocio.

La internacionalización permite el intercambio de conocimientos y de capital intelectual, apalancando las operaciones en una ventaja tecnológica y de costes que ha facilitado la entrada a otros mercados. Con todo, la internacionalización de la compañía no ha resultado fácil, siendo el principal desafío entender los mercados locales en los que opera (entorno de negocios, cultura y regulación), además de la capacidad de desplegar capital y recursos para fortalecer su posición competitiva. En este sentido, optar por mercados similares a Brasil ha facilitado su desembarco internacional



REFERENCIAS

ALÉM, Ana Cláudia; CAVALCANTI, Carlos Eduardo de Siqueira. **BNDES e o apoio a internacionalização das empresas brasileiras**: algumas reflexões. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 43-76, dez. 2005. Disponível em < <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/12595>>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de investimento direto no país**. Brasília: 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioidp/RelatorioID2017/RelatorioID2017.pdf>>

BURCHARTH, Ana. **A geração de inovação do brasil para o mundo**: o caso Stefanini. Rumos da inovação FDC. São Paulo, 2019.

CONTADOR, José Celso; STAL, Eva. **A estratégia de internacionalização da natura**: análise pela óptica da vantagem competitiva. Economia Global e Gestão v.16 n.2 Lisboa set. 2011. Disponível em: <http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0873-74442011000200005>

DEOS, S.; MENDONÇA, A. R. R. **Uma proposta de delimitação conceitual de bancos públicos**, 2010.

GUIMARÃES, Sergio Földes et al. **A internacionalização do bndes**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 42, p. 47-91, dez. 2014. Disponível em < <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3321>>

MODOLO, Larissa da Cunha. **O processo de internacionalização da embraer sob a óptica da escola de Uppsala**. Limeira, SP: [s.n.], 2017. Disponível em: < <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=000983931&opt=4>>

PETITE, José Geraldo Rabello. **O papel do bndes no recente processo de internacionalização das empresas brasileiras**: análise de casos selecionados. 1ª edição. Campinas, 2010.

SANT'ANNA, André Albuquerque; BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; ARAUJO, Pedro Quaresma de. **Mercado de crédito no brasil**: evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). In: Revista do BNDES. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social v.16, n.31, (jun. 2009), p. 41-59. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/8561>>

SPIILIMBERGO, Antônio; SRINIVASAN, Krishna. **Brazil**: boom, bust, and road to recovery. International Monetary Fund, 2018.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **Investment trends monitor**. Geneva: 2018. Disponível em: < https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diaeiainf2019d1_en.pdf>

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **World investment report**. Geneva: 2018. Disponível em: <https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf>

Desafíos para la internacionalización de las empresas brasileñas y el papel de FIESP en el posicionamiento del sector privado brasileño



FIESP

Federação das Indústrias do Estado de São Paulo

En línea con la tendencia observada en América Latina, el proceso de internacionalización de inversiones de empresas brasileñas puede ser caracterizado como reciente en términos históricos, siendo impulsado en su mayoría por la apertura económica de Brasil a partir de la década de los 90.

En los últimos años se aprecia un crecimiento del interés de las empresas brasileñas en buscar una oportunidad de negocio en el exterior. La expansión internacional es en este sentido una respuesta a periodos de crisis. En todo caso, aunque el interés sea mayor, el número de empresarios que poseen una planificación estructurada de internacionalización es reducido. Este proceso es una decisión de largo plazo que se ve afectado por un gran número de variables.

Las grandes inversiones en internacionalización están concentradas en pocas multinacionales brasileñas, que pueden asumir los riesgos de expansión de sus actividades en otros países. Al contrario que las pymes, que muchas veces dudan en avanzar, las empresas de mayor tamaño pueden asumir mayores riesgos en este proceso.

Cuanto mayor sea el grado de inversión en internacionalización, mayor tiende a ser la demanda de recursos financieros y humanos dedicados a este proceso, siendo este factor crítico y limitante para las pymes, en un entorno de restricción de inversiones existente en Brasil.

Según diferentes análisis de agencias que acompañan el proceso de internacionalización, las principales dificultades señaladas por las empresas brasileñas para operar en el mercado internacional son falta de recursos financieros y limitaciones de crédito para desarrollo comercial, mantenimiento y promoción y la falta de conocimiento del mercado objetivo.

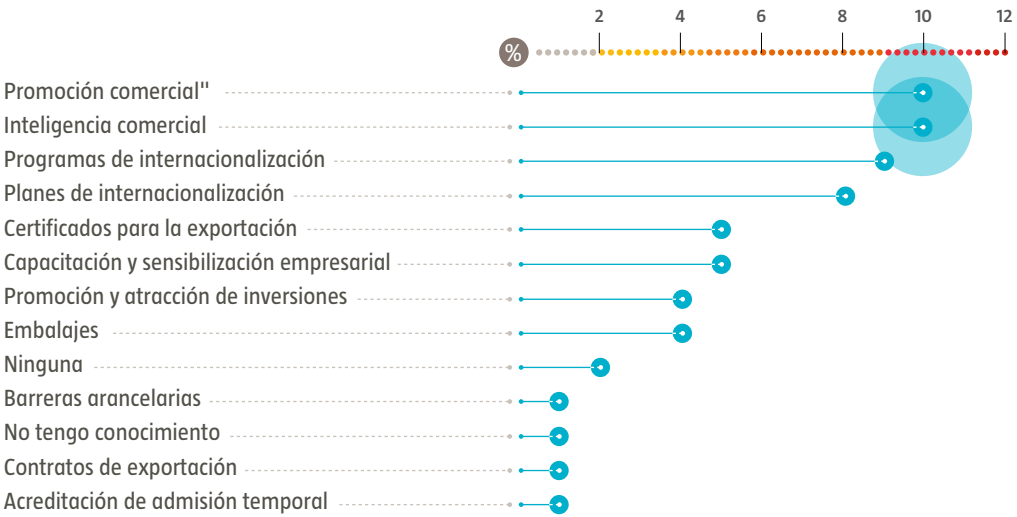
En una encuesta realizada con los sindicatos asociados con el FIESP en agosto de 2018, como base para la preparación planificar las actividades del área internacional en el año siguiente, se evaluaron las principales demandas en apoyo a la internacionalización, que son descritas en el gráfico 1.

Del universo de encuestados, el 75 % de las empresas ya operan en el exterior. Las principales necesidades señalado están relacionados con la demanda de información, en el momento de la ejecución de sus planes de expansión, apoyo con inteligencia empresarial, promoción comercial, programas de internacionalización, plan de internacionalización y formación y sensibilización.

En general, las empresas asociadas tienen un gran interés en recibir apoyo para el desarrollo de plan de internacionalización (aproximadamente 40 %) y para actividades que contribuyen a ampliar el conocimiento sobre los potenciales y oportunidades de nuevos mercados.

Gráfico 1

Demandas de apoyo a la internacionalización por parte de las empresas (% de respuestas)



Fuente: DEREK.



La función de FIESP

La FIESP está formada por 131 sindicatos empresariales, que representan aproximadamente 150 empresas brasileñas de diferentes sectores económicos. La base de asociados corresponde a cerca del 70 % del PIB industrial brasileño y el 45 % de las exportaciones de productos manufacturados de Brasil. El DEREK (Departamento de Relações Internacionais e Comércio Exterior) es responsable por la promoción de la agenda externa de la industria nacional, tanto en el apoyo a la internacionalización de empresas brasileñas como por la atracción de inversión extranjera.

En respuesta al diagnóstico de la sesión anterior, el DEREK actúa en la promoción de misiones empresariales y seminarios sobre oportunidades de inversión, además de ayudar en la identificación y mitigación de prácticas desleales e ilegales de comercio internacional, prestar asesoría en relación a los acuerdos de comercio y servicios, elaborar análisis y estudios sobre comercio exterior e también suministrar a los exportadores los principales documentos de exportación (ej.: Certificado de Origen, Declaração de Livre Venda e ATA Carnet).

Más concretamente, el trabajo de DEREK se divide en cinco áreas de actuación. Las demandas y datos estadísticos de comercio exterior y otros aspectos de la economía internacional son atendidos por el equipo de Análisis Económico. Si el asociado necesita orientación sobre aspectos jurídicos de comercio - como medidas antidumping, barreras técnicas a la exportación, propiedad intelectual - el equipo de Defensa Comercial presta apoyo técnico e institucional al respecto.

El acompañamiento de las negociaciones de acuerdos comerciales e de inversión, además de otros acuerdos internacionales en los que Brasil participa, es realizado por el equipo de Negociaciones Internacionales. El DEREK también tiene interlocución junto con otros organismos públicos para temas de facilitación del comercio y burocracia de las operaciones. El área de Promoción Comercial, Inversión y Relaciones Exteriores presta apoyo en las diferentes etapas del proceso de internacionalización de empresas, a través de la realización de misiones empresariales y estudios estratégicos para la identificación de oportunidades de negocio.

Además de lo anterior, coordina la agenda externa de representación institucional junto a los actores del Gobierno y del sector privado, a través de seminarios temáticos y encuentros sectoriales. En el periodo 2010-2019 (primer semestre) DEREK realizó más de 150 seminarios que involucran la temática de oportunidades de inversión en el exterior, a una media de un seminario al mes. Os Estados Unidos (15), China (13) y Portugal (9) han sido los mercados principales.



Una fotografía del capital latinoamericano en España: características y nuevos actores



Adrián Blanco Estévez
ICEX - Invest in Spain



España y América Latina están reescribiendo sus relaciones económico-empresariales, desarrollando un patrón inversor más compensado y equilibrado que años atrás. Hasta hace unos años, los vínculos histórico-culturales habían generado inversiones fundamentalmente de España en América Latina (en línea con la teoría económica que explica que el capital migra hacia donde existen mayores rentabilidades, como los países en desarrollo). Así, el desembarco del capital español en América Latina (que va desde multinacionales a pymes pasando por startups y fondos de inversión) totaliza 131.586 millones de euros (un 28 % de la inversión exterior española).

Más recientemente, encontramos una mayor inversión en sentido contrario, de América Latina en España, un fenómeno económico que se ha producido de forma gradual y sin acaparar la atención que ha producido el desembarco de inversores de otras geografías (como China, cuya inversión en España es un tercio de la latina). De este modo, las empresas latinoamericanas acumulan hoy, según datos oficiales españoles, 40.517 millones de euros (10,3 % del total recibido por España). Si se agregan los 16.692 millones invertidos desde la región a través de holdings radicadas en España, el volumen total sería de 57.209 millones de euros¹ (Gráfico 1).

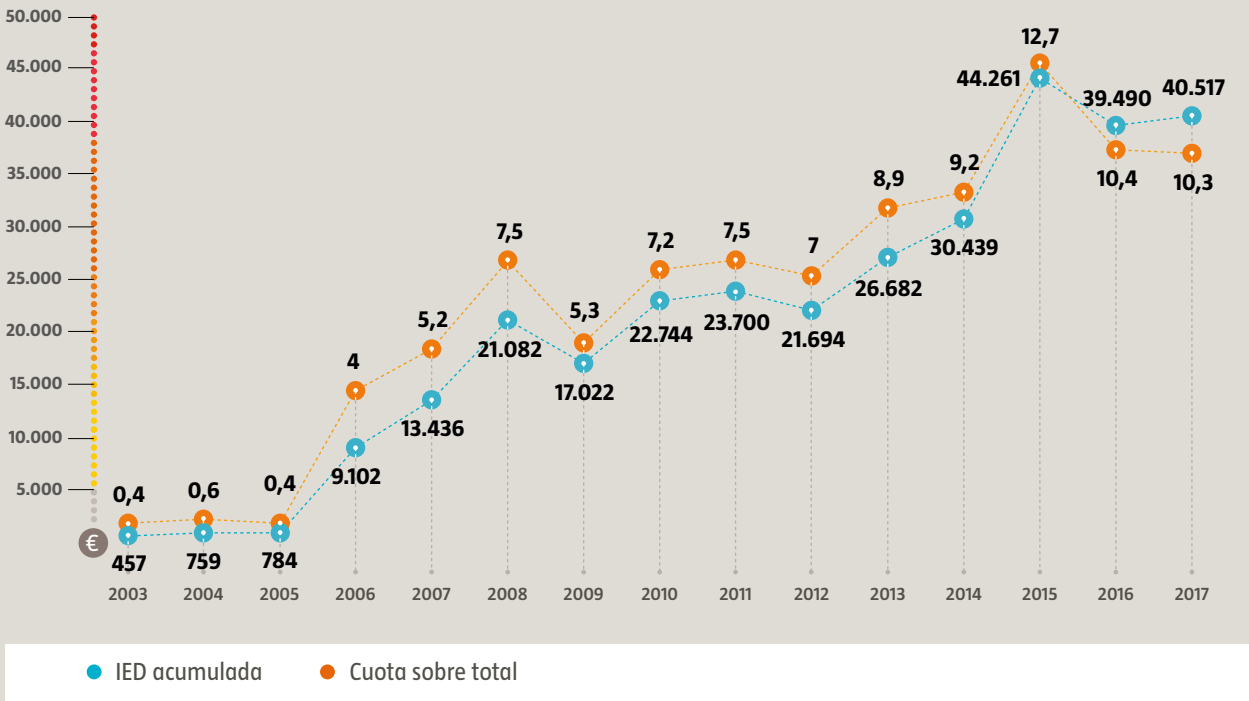
La evolución de los datos refleja claramente un mayor interés latino por invertir en España, que ofrece a los inversores latinoamericanos unas características que son complementarias a los activos que pueden encontrar en la región. De este modo, España es un destino de inversión de largo plazo caracterizado por un bajo riesgo y activos (bien sean empresas, inmuebles u otros) de rentabilidad moderada, pero con una gran estabilidad, cambiaría o inflacionaria, en un contexto de reducida incertidumbre. Además, en los últimos años, España ha contado con un factor diferencial importante: ser el país con mayor crecimiento de la Eurozona a la vez que contaba con precios de activos altamente competitivos.

Así, el mayor apetito latinoamericano por salir más allá de sus fronteras, unido a los vínculos histórico, culturales o institucionales con España, y el elevado atractivo de este último, han aumentado y consolidado las inversiones latinas. En este contexto, el presente artículo tiene un doble objetivo. En primer lugar analizar las principales características de la realidad del capital latino en España (geografías, sectores, tendencias), y en segundo lugar apuntar nuevos actores que están protagonizando un creciente número de inversiones y que están reconfigurando la realidad de la inversión latina en España.

1. Ver <http://www.comercio.mineco.gob.es/es-ES/inversiones-exteriores/informes/posicion-inversion-directa/PDF/Posicion-2017-Directa.pdf>

Gráfico 1

Inversión acumulada de América Latina en España, (millones de euros) y cuota sobre total (%)



Fuente: Registro de Inversiones (último dato para stock a 1/10/2019).

LA INVERSIÓN LATINA EN ESPAÑA: CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

Elevada concentración en un país, México, sexto mayor inversor en España en términos acumulados

La inversión latina en España está ampliamente dominada por las empresas mexicanas², que concentran entre 6 y 7 de cada 10 euros de la inversión latina (26.408 millones de euros en total). Independientemente de como midamos la inversión, tanto datos oficiales de flujo de inversión, como de proyectos *greenfield* o

adquisiciones empresariales, México es sin duda el líder latinoamericano en inversiones en España. A este respecto cabe destacar que la inversión procedente de Brasil, la gran economía latinoamericana y un inversor en el mundo más relevante (229.000 millones de stock invertido en el exterior por 152.000 millones de México) es sustancialmente inferior (3.559 millones de euros). Esto da una idea del peso de la importancia del peso de las relaciones históricas, culturales y lingüísticas en las relaciones económicas, habiendo estudios que señalan que compartir idioma puede multiplicar por 7 las relaciones de inversión bilateral.

2. Ver <http://www.investinspain.org/invest/wcm/idc/groups/public/documents/documento/mde4/oda0/~edisp/doc2018804475.pdf>

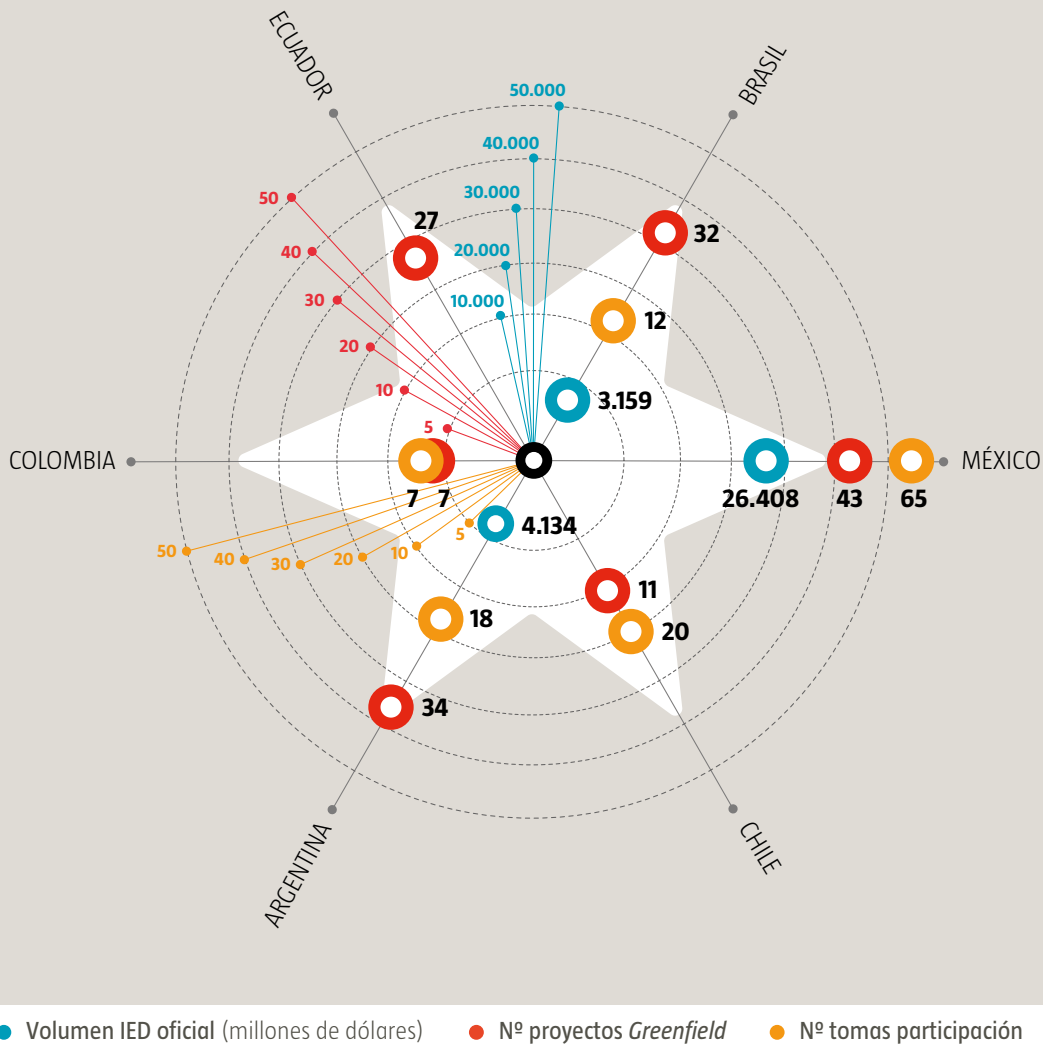
Chile cuenta con un perfil inversor más financiero

La contribución por país al mapa de inversión latinoamericana en España es consistente si es analizada desde distintas perspectivas y bases de datos en lo relativo a origen geográfico de las inversiones. Aquellos países que son los principales inversores según datos de flujo de inversión registrado (datos oficiales), son a

su vez los que registran un mayor número de proyectos *greenfield* y de participaciones empresariales. El único caso en el que existe cierta disparidad es Chile, que cuenta con una inversión de carácter más financiero. Así, Chile es el 2º país en tomas de participación accionarial, posición muy superior a la inversión en flujo registrado, o el número de proyectos *greenfield*, que es muy minoritaria (Gráfico 2).

Gráfico 2

Inversión en proyectos *greenfield* por país de destino



Fuente: elaboración propia en base a datos de Registro de Inversiones, FDI Markets y Zephyr.

Existe una notable concentración en la inversión *greenfield* en proyectos relativos al sector servicios³

Los proyectos de inversión *greenfield* en el sector servicios son predominantes en la inversión latinoamericana en España. A este respecto resulta destacable que países a priori con un tejido empresarial menos orientado a tecnología y conocimiento están introduciendo numerosas empresas en España con éxito. De los 186 proyectos de inversión latinoamericana en

España registrados⁴, el primer sector es el de servicios financieros (35 proyectos si bien tiene un gran peso de entidades del Banco Pichincha, que abrió numerosas oficinas en España para dar servicios al colectivo de emigración ecuatoriano llegado como consecuencia de la crisis de 1999), pero en segundo lugar destaca software y TIC (27 proyectos), en quinto lugar servicios de negocio y consultoría (11 proyectos) y en sexto lugar comunicaciones (10 proyectos) (Gráfico 3).

Gráfico 3

Inversión en proyectos *greenfield* por sector de actividad

	NÚMERO DE PROYECTOS	TRABAJOS CREADOS		INVERSIÓN DE CAPITAL (millones de dólares)	
		TOTAL	MEDIA	TOTAL	MEDIA
Servicios financieros	35	797	22	1.106,30	31,60
Software y TIC	27	1.933	71	231,00	8,60
Textil	21	1.307	62	109,00	5,20
Alimentación y tabaco	16	919	57	318,70	19,90
Servicios de negocio	11	402	36	22,60	2,10
Metales	11	331	30	126,50	11,50
Comunicaciones	10	489	48	421,90	42,20
Materiales de construcción	9	524	58	325,30	36,10
Cerámica y Cristal	6	286	47	22,50	3,80
Transporte	6	270	45	77,30	12,90
Otros sectores	34	3.505	103	889,30	26,20
TOTAL	186	10.763	57	3.650,50	19,60

Fuente: fDi Intelligence from The Financial Times Ltd.

3. De acuerdo con la base de datos FDI Markets, que permite aislar el efecto tamaño de las grandes operaciones de los datos oficiales.

4. Proyectos desde 2003 hasta julio de 2019.

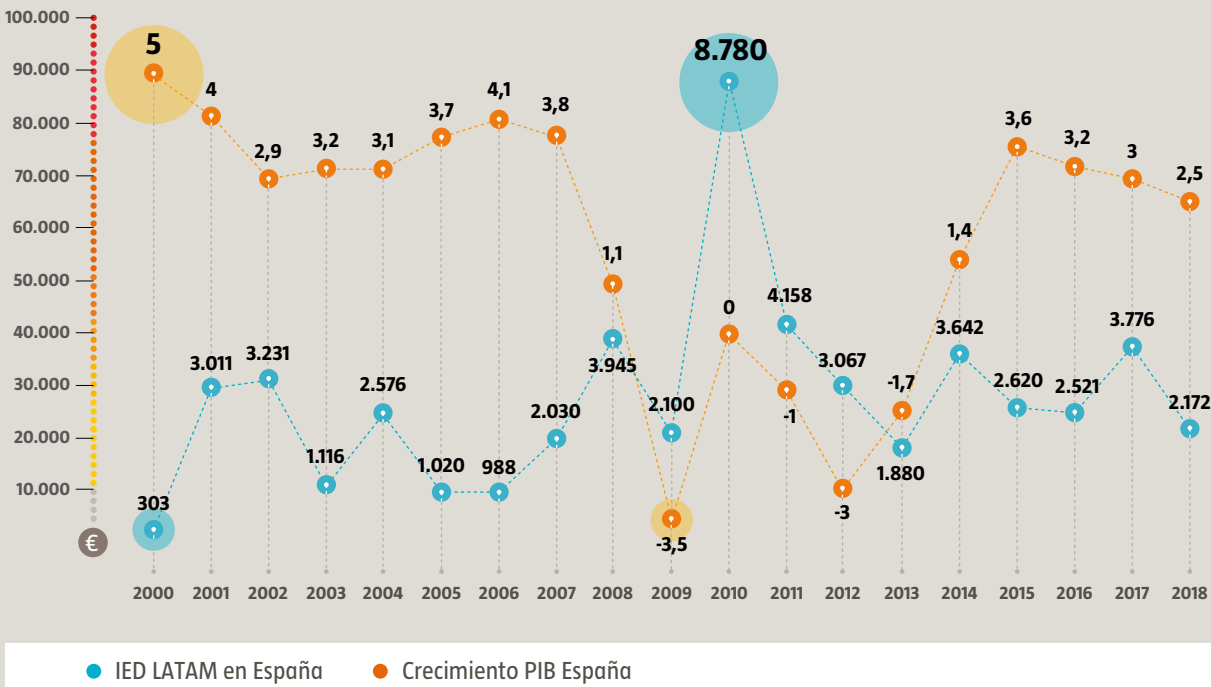
La inversión latina responde fundamentalmente a un criterio de oportunidad de negocio, más que a la coyuntura económica por la que atraviesa la región

La gran oleada inversora de América Latina en España no se produjo en una etapa de bonanza de la región. En el quinquenio 2003-2007, ciclo económico claramente expansivo con un crecimiento medio del 5% del PIB, la inversión en España fue de 1.545 millones de euros anuales. Este volumen inversor es un 64 % y un 46 % menos que los periodos 2008-2012 y 2011-2016, en los que la región creció notablemente menos (y en los que se endurecieron las condiciones financieras para las

empresas). Así, el grueso de la inversión latina en España se produjo en el periodo 2008-2012, a una media anual de 4.400 millones de euros, volumen récord no visto hasta entonces (Gráfico 4), y periodo que coincidió con la crisis económica española. Este hecho es indicativo de dos factores: (i) las oportunidades de negocio abiertas por la crisis en España, y la consecuente pérdida de valor de activos, es un factor relevante para explicar la inversión latinoamericana; y (ii) las operaciones de inversión directa son fundamentalmente apuestas de largo plazo, llevadas a cabo por numerosos grupos transnacionales consolidados con decisiones menos sensibles a vaivenes en el ciclo económico local.

Gráfico 4

Comparativa ciclo inversor latinoamericano en España con crecimiento PIB en España



Fuente: Elaboración propia.

Existe un elevado interés de los inversores latinoamericanos por realizar inversiones en España a través del régimen de holding

Las empresas latinoamericanas se ven atraídas por el régimen de holding español⁵ en mayor medida que inversores procedentes de otras geografías: mientras que la inversión directa latina en España responde por un 10,3 % del total recibido, cuando nos referimos a holdings concentra proporcionalmente cuatro veces más, un 41,6 % del total. Además, entre los 5 primeros países inversores utilizando esta modalidad, tres son latinoamericanos. Colombia 5.700 millones de euros), Brasil (4.000 millones) y Uruguay (2.200 millones), pese a no encontrarse entre los primeros inversores en España, sí han utilizado de forma relevante este instrumento. Este hecho evidencia fundamentalmente dos factores. Las ventajas de la utilización de España para operar en distintos países a nivel tributario, debido a su extensa red de Convenios de Doble Imposición que comprende los principales países del mundo. Y la posición más atrasada de varias economías latinoamericanas en el diseño y constitución de regímenes tributarios ventajosos y atractivos para los grandes grupos inversores y empresas transnacionales.

Las participaciones empresariales se caracterizan por las tomas de participación minoritaria de bajo monto

El grueso de la inversión en tomas de participación accionarial está conformado por operaciones de bajo monto en forma de tomas de participación minoritaria por parte de empresas y sociedades unipersonales residentes en América Latina. Resulta destacable que solamente una pequeña parte de las operaciones de M&A, incluyendo tomas de participación por debajo del 10 %, superan el umbral de 50 millones de dólares. Concretamente, de 140 inversiones latinoamericanas en España de este tipo, solamente 27 superan ese umbral, y únicamente 4 podrían considerarse superoperaciones por volumen superior a los 1.000 millones de dólares (inversiones en Banco Popular, FCC y Repsol, además de una holding instrumental con capital brasileño)⁶. En todo caso, existe asimismo un número elevado de operaciones que quedan fuera del radar, o están deficientemente contabilizadas, bien sea por la opacidad de las mismas, bien porque proceden de paraísos fiscales y se desconoce el decisor último de la operación, o simplemente por la dificultad inherente a registrar este tipo de operaciones.

5. Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE).

6. Datos procedentes de la base de datos Zephyr.

NUEVOS INVERSORES LATINOAMERICANOS EN ESPAÑA

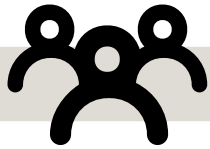
A medida que la salida del capital latino en el exterior alcanza su madurez como fenómeno económico-empresarial, se transforma en una realidad más rica y compleja. Hasta ahora la inversión internacional estaba circunscrita a las multilatinas, esto es grandes empresas globales con origen en empresas estatales o grupos familiares. Pero en los últimos años se han sumado nuevos jugadores, como los *family offices*, fondos de capital privado, pymes o startups. En la medida en la que la inversión latinoamericana en el exterior se ha ido sofisticando, han comenzado a llegar a España un perfil de inversor distinto, que viene a sumarse a las empresas más tradicionales. Si bien estos inversores no constituyen todavía un fenómeno de inversión con una masa crítica suficiente, sí permiten anticipar tendencias que podrían consolidarse en los próximos años.

En primer lugar, se han venido produciendo un mayor interés de la inversión en las diferentes ramas del sector inmobiliario, que se ha concretado en las operaciones de adquisición, a través de distintos vehículos - tanto a través de *family offices* como a título particular - de activos en España. El capital latino acompaña así una tendencia más amplia en la que se aprecia un mayor interés y número de operaciones en el sector inmobiliario español por inversores de todo el mundo. En particular, los grandes patrimonios latinoamericanos están mostrando un mayor interés por la compra de vivienda residencial de lujo en España, y sobre todo en la ciudad de Madrid. A esto viene a sumarse la adquisición de residencias en otras ciudades españolas por parte de inmigrantes de segunda o tercera generación. Estas transacciones están dominadas por capitales venezolanos, mexicanos y colombianos, que buscan bien complementar sus carteras con un activo de alta rentabilidad y bajo riesgo (Madrid es una de las ciudades del mundo donde más se revaloriza la vivienda premium), a mejores precios que otras ciudades europeas, o bien como acceder a una segunda residencia en Europa.

En segundo lugar, comienza a apreciarse una mayor participación de fondos de inversión latinoamericanos en España, en distintos tramos y segmentos. Aunque no existen estadísticas al respecto, ni a nivel consolidado ni individual para la región, sí encontramos los primeros casos, como EFM Capital o Nexxus Iberia. En ocasiones estos fondos están introduciendo modelos de interés, y que podrían ser replicado en diferentes sectores y geografías. Nexxus Iberia Se trata de una sociedad de inversión, cuya matriz es el fondo mexicano Nexxus Capital, cuyo objetivo es realizar inversiones *mid-market*

en empresas españolas. Concretamente, se busca la inversión en 8-10 empresas por un monto entre 10 y 25 millones de euros, a las que se apoyaría en el proceso de internacionalización hacia México y otros países latinoamericanos, siendo este último punto el principal valor añadido diferencial. De este modo, se completaría un ciclo inversor de ida y vuelta. Resulta además indicativo el mayor interés existente por los representantes de las industrias del capital privado por avanzar hacia una mayor integración que permita sinergias e identificación de oportunidades de negocio conjuntas. Por ejemplo, los fondos de venture capital mexicanos Dila Capital, Toro Ventures o Avianta Capital han realizado operaciones de inversión en España. En este sentido, la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), ha firmado recientemente acuerdos con las principales asociaciones latinoamericanas como AMEXCAP (México), ABVCAP (Brasil), ARCAP (Argentina), COLCAPITAL (Colombia) o PECAP (Perú).

En tercer y último lugar, en los últimos años se ha venido apreciando un mayor número de startups procedentes de América Latina que desembarcan en España. Esto se produce en un contexto de mayor madurez en los ecosistemas de emprendimiento de América Latina (y en particular en ecosistemas como Sao Paulo, Buenos Aires, Bogotá/Medellín, Ciudad de México/Guadalajara y Santiago de Chile), en un mayor número de startups con capacidad para internacionalizarse, y en la mayor participación de fondos de capital privado disponible para inversión semilla y rondas sucesivas en ecosistemas (por ejemplo, la inversión en la región alcanzó las 437 operaciones en el segmento *seed/early stage* en 2018, frente a 220 operaciones en 2017). Estas startups proceden en gran medida de Argentina, aunque también existen casos relevantes de otros países latinoamericanos, como Brasil, México, Colombia o Perú. Asimismo, no cuentan con un sector de inversión determinado, pudiendo operar en el sector educativo (Platzi), agroindustrial (Auravant), turismo (ITurismo), datos (Zoox Smart Data), Fintech (Cryptomarket), o VUSecurity (Ciberseguridad) entre muchas otras. A estas hay que añadir empresas tecnológicas que han crecido hasta superar una valoración de 1.000 millones de dólares y que cuentan con presencia en España, como la mexicana Softeck y la chilena Crystal Lagoons. La expansión de las startups latinoamericanas en España se enmarca en un despegue del ecosistema de emprendimiento en distintas ciudades españolas, con Barcelona y Madrid a la cabeza, con un gran número de agentes (Gobierno, corporaciones, fondos de inversión y universidades) apoyando el sector, que en 2018 registró más de 1.200 millones de euros de inversión.



Instituciones



Secretaría General
Iberoamericana
Secretaria-Geral
Ibero-Americana

¿QUÉ ES LA SECRETARÍA GENERAL IBEROAMERICANA?

El organismo internacional de apoyo a los 22 países que conforman la comunidad iberoamericana: los 19 de América Latina de lengua castellana y portuguesa, y los de la Península Ibérica España, Portugal y Andorra. Apoyamos la organización de las Cumbres Iberoamericanas de Jefes de Estado y de Gobierno, damos cumplimiento a sus mandatos, e impulsamos la Cooperación Iberoamericana en los ámbitos de la educación, la cohesión social y la cultura. Somos el único espacio oficial de convergencia, trabajo, seguimiento, y acuerdos de la región iberoamericana que reúne países a ambos lados del Atlántico.



FUNDAÇÃO DOM CABRAL

La Fundação Dom Cabral es una escuela de negocio brasileña con vocación internacional cuya misión es contribuir al desarrollo sostenible de la sociedad por medio de la educación, capacitación y desarrollo de ejecutivos, empresarios y gestores públicos. En 2019 fue seleccionada por la décimo cuarta vez consecutiva la mejor escuela de negocios de América Latina según el Ranking de Educación Ejecutiva del Financial Times.



ICEX ESPAÑA EXPORTACIÓN E INVERSIONES

ICEX España Exportación e Inversiones es una entidad pública empresarial de ámbito nacional que tiene como misión promover la internacionalización de las empresas españolas para contribuir a su competitividad y aportar valor a la economía en su conjunto, así como atraer inversiones exteriores a España. Presta sus servicios a través de una red de 31 Direcciones Provinciales y Territoriales de Comercio en España y casi 100 Oficinas Económicas y Comerciales en el exterior. Dispone, además, de 16 Centros de Negocios en el extranjero, que ofrecen a las empresas españolas infraestructura temporal a modo de incubadoras de la internacionalización.



ICEX INVEST IN SPAIN

Invest in Spain es una Dirección Ejecutiva de ICEX-España Exportación e Inversiones, Entidad Pública Empresarial presidida por la Secretaria de Estado de Comercio del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Su principal objetivo es promover la inversión extranjera directa en España. Ofrece servicios de información, asesoramiento y apoyo a los inversores industriales y financieros, interesados en el mercado español. Funciona como el punto de encuentro de la Administración central y autonómica y de los inversores extranjeros con posibles socios locales.



Entidad promotora
ICEX-España Exportación e Inversiones

Entidad colaboradora
Secretaría General Iberoamericana (SEGIB)

Socio académico
Fundação Dom Cabral: FDC

Contacto
Adrián Blanco Estévez
Adrian.Blanco@icex.es

Pablo Adrián Hardy
padrian@segib.org

Diseño gráfico y maquetación
Estudio Gráfico Casamayor
www.egcasamayor.com

Catálogo de publicaciones de la AGE
<http://publicacionesoficiales.boe.es>

NIPO edición impresa: 114191335
Depósito Legal: M-34173-2019

