

Isabel González Expósito*

LA INVERSIÓN DIRECTA DE LA BANCA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR: FACTORES DETERMINANTES Y ESTRATEGIAS

Este trabajo tiene por objeto la comprobación empírica de la posible influencia de algunos factores ligados a las economías de los países en los que se ha localizado la banca española sobre la inversión directa extranjera de nuestras entidades. Para ello, partiendo de algunas teorías, se plantean una serie de hipótesis que se tratarán de contrastar mediante un modelo econométrico, en el que la variable endógena será la inversión directa extranjera del sector bancario español en cada uno de los países y las exógenas serán la inversión directa extranjera realizada por el resto de los sectores económicos, el tamaño del mercado de destino, su grado de bancarización, el diferencial de tipos de interés, el tipo de cambio y el volumen de comercio exterior mantenido entre España y cada uno de los países.

Palabras clave: inversiones directas, inversiones extranjeras, sistema bancario, España.

Clasificación JEL: C23, D23, F23, G21, G24.

1. Introducción

En la literatura teórica sobre la inversión directa internacional y las empresas multinacionales pueden encontrarse una multitud de hipótesis que, como han señalado Martín y Velázquez (1996, página 209), aun cuando no siempre tengan el grado de formalización que sería deseable, han abierto vías de investigación empírica que todavía no han sido suficientemente exploradas en el caso de la economía española, en general, y en el de su sector bancario, en particular.

El presente trabajo, por tanto, tiene por objeto el análisis empírico de algunos de los factores de carácter macroeconómico que influyen más significativamente en las decisiones de localización geográfica de la inversión directa extranjera de la banca española, así como la identificación del carácter ofensivo o defensivo de las estrategias desarrolladas por nuestras entidades en los diferentes grupos de países en los que se han instalado en el período 1988-1997¹.

¹ La elección de dicho período temporal se deriva de las restricciones impuestas por los modelos econométricos en relación con la amplitud de las series temporales sobre las que los mismos se aplican. En el momento en el que se llevó a cabo este estudio se disponía de dos fuentes estadísticas: los expedientes de verificación y autorización de

* Universidad de Huelva.
Versión de octubre de 2003.

Como paso previo, en el siguiente apartado, se plantea un modelo en el que se incorporan una serie de variables sugeridas por la literatura teórica y susceptibles de ser medidas a partir de la información estadística disponible. Asimismo, se establecen una serie de hipótesis acerca del efecto de estas variables sobre la inversión directa de nuestras entidades que serán contrastadas mediante estimaciones econométricas de panel y sistemas de ecuaciones aparentemente no relacionadas. Por último, se presentan los resultados, que se comparan con los de otros estudios empíricos y con las hipótesis propuestas para determinar la orientación estratégica de la inversión.

2. Planteamiento de hipótesis

El modelo empírico que se describe en este apartado analiza las decisiones de localización de la inversión directa exterior de la banca española ya que, como han señalado Dunning (1980, página 38) y Krugman (1992, páginas 16-20), para que finalmente una empresa opte por invertir en un determinado país, éste debe ofrecer ventajas de localización respecto al de origen. En este contexto, centraremos nuestra atención en los factores de naturaleza económica, pues el interés último de esta investigación se centra en el estudio de la inversión directa extranjera realizada por nuestras entidades como una estrategia de crecimiento susceptible de prolongar en el tiempo esta fase de su ciclo de negocio.

Dos hipótesis generales constituyen la base sobre la que se desarrolla el mencionado modelo. Por un lado, la

localización geográfica de la inversión directa exterior realizada por un país está determinada, en parte, por las condiciones económicas que caracterizan los mercados de destino. Por otro, dado que la tasa de crecimiento y la estructura económica difiere sustancialmente entre diferentes grupos de países, los atractivos económicos que incentivan la inversión en los mismos son distintos pudiendo, incluso, responder la elección de dichas áreas a planteamientos estratégicos diferentes.

La especificación del modelo empírico que proponemos queda expresada como mostramos a continuación:

$$IDB_{it} = f(IDR_{it}, COE_{it}, BAN_{it}, TDC_{it}, PPP_{it}, DTI_{it}) \quad [1]$$

donde *IDB* es la inversión directa exterior realizada por la banca española, *IDR* es la inversión directa exterior del resto de los sectores económicos, *COE* es el volumen de comercio mantenido entre el país emisor y el receptor de la inversión, *BAN* es el nivel de bancarización del mercado de destino, *TDC* es el tipo de cambio de la peseta en relación a la moneda del país anfitrión, *PPP* es el PIB per cápita del país receptor y *DTI* es el diferencial de tipos de interés ajustado por las variaciones anticipadas en los tipos de cambio. Los subíndices *i* y *t* hacen referencia al país del que proviene el dato y al instante de tiempo en que se recogió, respectivamente.

Para nuestra función hemos supuesto una forma lineal² y transformado en logaritmos los valores que han tomado las variables que la componen, con lo que la ecuación [1] quedaría de este modo³:

$$idb_{it} = \alpha + \beta_1 idr_{it} + \beta_2 coe_{it} + \beta_3 ban_{it} + \beta_4 tdc_{it} + \beta_5 ppp_{it} + \beta_6 dti_{it} + u_{it} \quad [2]$$

inversiones españolas en el exterior, cuyo procedimiento de tramitación y registro correspondía a la Subdirección General de Gestión de Transacciones con el exterior, y el Registro de Inversiones, también gestionado por dicho organismo. La serie elaborada a partir de este último proporcionaba una información más actualizada para la variable objeto de estudio. Sin embargo, el horizonte temporal contemplado por la obtenida a partir de la primera era más dilatado por lo que, al no ser posible la utilización conjunta de las mismas como consecuencia de las diferentes metodologías empleadas en su elaboración, se optó por la selección de ésta con la finalidad de satisfacer los requerimientos acerca del número mínimo de datos que exige la resolución de este tipo de modelos.

² La utilización de esta forma funcional ha venido impuesta por el reducido período temporal para el que se dispone de información, puesto que tal limitación no permite el manejo de funciones no lineales. Asimismo, en estos casos, la transformación logarítmica de los datos posibilita la interpretación de los coeficientes como elasticidades, lo que resulta muy adecuado cuando se estudian fenómenos económicos.

³ La notación minúscula hace referencia al logaritmo de la variable.

La inversión directa exterior realizada por la banca española (*IDB*) se ha obtenido a partir de la serie de datos correspondiente a los expedientes de verificación y autorización de las inversiones españolas en empresas extranjeras, facilitada por la Subdirección General de Gestión de Transacciones con el Exterior. Estos datos no corresponden a inversiones realizadas, sino a proyectos de inversión. Sin embargo, se han utilizado puesto que este estudio pretende detectar la influencia de un conjunto de variables sobre la decisión de inversión, independientemente de que la misma se lleve a cabo o no, ya que si tal elección está en función del comportamiento mostrado por dichas variables, una modificación del mismo podría producir cambios en la orientación de esta decisión. Por tanto, el hecho de que la citada información esté referida a proyectos en lugar de flujos reales de inversión no resta validez al análisis. Asimismo, la mencionada serie muestra el valor nominal que presentan dichos proyectos en cada año, por lo que para su utilización en esta investigación ha sido expresada en términos constantes a través del deflactor de la formación bruta de capital (base 1985=100), publicado por el Instituto Nacional de Estadística.

Las variables explicativas introducidas en el modelo, siguiendo el trabajo realizado por Yamori (1998), están relacionadas con la demanda de servicios financieros de las empresas españolas instaladas en el exterior y con las oportunidades brindadas por los mercados de destino, de forma que las dos primeras hacen referencia a aquélla y las restantes a éstas. Asimismo, la racionalidad económica que justifica su presencia y el signo esperado de sus parámetros tras la estimación son los que se explican seguidamente.

La inversión directa exterior del resto de los sectores económicos (*IDR*), igual que en el caso anterior, procede de los expedientes de verificación y autorización de inversiones españolas en empresas extranjeras tramitados por el citado organismo y, asimismo, dicha serie ha sido deflactada utilizando el mencionado deflactor. Esta variable podría estar relacionada positivamente con la inversión directa extranjera de la banca, puesto que las

entidades financieras pueden instalarse en los destinos geográficos en los que se han localizado sus clientes domésticos con el fin de seguir proporcionándoles servicios financieros y, de este modo, evitar una reducción de su volumen de negocio al impedir que aquéllos establezcan contactos con las instituciones que ya se encuentran presentes en estos mercados. Tal comportamiento obedece al desarrollo de una estrategia defensiva. No obstante, como han señalado Grosse y Goldberg (1991, página 1.100), el seguimiento del cliente también puede venir motivado por el deseo de conseguir una base inicial de operaciones que permita la posterior introducción en el mercado local, en cuyo caso la estrategia es adoptada con carácter ofensivo.

El volumen de comercio (*COE*) realizado entre dos países influye, asimismo, en la localización de la inversión exterior de sus sectores bancarios. El crecimiento de estas relaciones comerciales conducirá a la necesidad de una mayor presencia de entidades financieras foráneas en los mercados de destino para facilitar la financiación de dichas transacciones, ya que las mismas poseen ventajas comparativas en relación al proceso de información preciso para operar en estos mercados, por lo que se espera que el signo de esta variable sea positivo. Adicionalmente, el comportamiento de esta variable también puede ser el reflejo del desarrollo de la estrategia de seguimiento del cliente, en cualquiera de sus dos vertientes. Esta variable cuantifica la participación alcanzada por el comercio exterior mantenido entre España y el país de destino en el comercio exterior total de éste. Para su elaboración se han utilizado las series publicadas por la Secretaría de Estado de Comercio y Turismo del Ministerio de Economía y por el Fondo Monetario Internacional con los nombres de Sector Exterior y Estadísticas Financieras Internacionales, respectivamente.

El grado de bancarización del país anfitrión (*BAN*) se ha calculado como el cociente entre la suma de sus activos y pasivos bancarios y el PIB. Estos datos han sido extraídos de las mencionadas estadísticas publicadas por el Fondo Monetario Internacional. Aquél puede estar directa o indirectamente relacionado con la mayor o menor inversión en

el mismo por parte de entidades extranjeras. Una mayor bancarización en un determinado mercado implica menores posibilidades de beneficios debido al aumento de las presiones competitivas. Sin embargo, como han señalado Nigh, Cho y Krishnan (1986, página 60), la ausencia de representación en mercados muy bancarizados puede hacer peligrar las relaciones con los clientes domésticos que se han instalado en los mismos por lo que, a veces, la relación de esta variable con la inversión directa puede ser de signo positivo, poniendo de manifiesto el comportamiento defensivo de la entidad inversora.

El signo esperado del tipo de cambio de la peseta en relación con las monedas de los países de destino (*TDC*) está en función del objetivo con el que se acomete la inversión. En este sentido, Hultman y McGee (1989, página 385) señalan que si la decisión se toma con base en el coste inicial de la operación, la relación entre las mencionadas variables es, incuestionablemente, de carácter inverso, ya que una depreciación de la moneda del país inversor encarecería los activos financieros adquiridos en aquéllos, lo cual desincentivaría la inversión directa en el exterior. No obstante, si tal elección constituye un medio para obtener ganancias de capital la relación será positiva. Estas cifras corresponden al tipo de cambio medio anual recogidas en la citada publicación del Fondo Monetario Internacional.

La introducción de la renta per cápita de los países receptores (*PPP*) como variable explicativa en el modelo tiene por objeto la contrastación de la influencia, previsiblemente positiva, que pueden ejercer el tamaño de sus mercados y la capacidad de compra de sus habitantes en el volumen de inversiones directas que reciben. Para la introducción de esta variable en el modelo se ha utilizado el PIB per cápita en dólares constantes (precios internacionales. Base 1985=100), calculado por el Banco Mundial y publicado en *Global Development Finance & World Development Indicators*.

El diferencial de tipos de interés (*DTI*), ajustado por las variaciones anticipadas en los tipos de cambio, estaría relacionado positivamente con la inversión directa exterior de la banca española, puesto que cuanto mayor sea

el margen que se puede obtener en el mercado de destino en relación al conseguido en el doméstico, más fuerte será el incentivo que éste supone para la atracción de las inversiones de nuestras entidades, ya que la existencia de unos diferenciales elevados estaría poniendo de manifiesto la posibilidad de conseguir una rentabilidad global más alta. Para la construcción de esta variable, asimismo, hemos hecho uso de las mencionadas estadísticas del Fondo Monetario Internacional.

Los datos tienen periodicidad anual y corresponden a una serie de diez años comprendidos entre 1988 y 1997, ambos inclusive.

3. Ámbito geográfico del análisis

La realización del análisis econométrico de los factores que determinan la inversión directa exterior de la banca española hacía conveniente la clasificación de los países⁴ en los que se ha instalado la misma a lo largo del período objeto de estudio en varias áreas geográficas, dada la gran diferencia que se observa entre las estructuras económicas que poseen muchos de ellos. Tales divergencias podrían traducirse en un comportamiento distinto de las variables explicativas incluidas en el modelo en cada una de las zonas, lo que pondría de manifiesto la existencia de planteamientos estratégicos diferentes en cada uno de estos grupos. Por este motivo, se han considerado tres grandes bloques de países atendiendo a sus niveles de desarrollo y a las semejanzas que presentan sus sistemas económicos. Así, en el primero de ellos —que se ha denominado con el nombre de países ricos— se recogen aquéllos que han alcanzado un mayor grado de desarrollo⁵. El segundo

⁴ Aunque en el período analizado nuestras entidades han realizado inversiones en Andorra, Bermudas, Gibraltar, Islas Anglon, Islas Cayman, Islas Man, Islas Vírgenes Británicas, Mónaco, Puerto Rico y Taiwan, estos países no se han considerado en nuestro estudio al no disponer para cada uno de ellos de la información relativa a todas las variables contempladas en el mismo.

⁵ Se incluyen Alemania, Bélgica, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido y Suiza. No obstante, se han

agrupa a las economías latinoamericanas⁶. En el tercero —al que se hace referencia con la denominación de resto del mundo— se incluyen, por último, un conjunto de países muy heterogéneo que se localizan en Europa del Este, Centroamérica, África y Asia⁷.

4. Metodología econométrica

La estimación del modelo hacía necesario, asimismo, adoptar algunas precauciones estadísticas. En este sentido, se hace especial hincapié en que las variables explicativas no estén relacionadas entre ellas, es decir, que la información que suministre una variable independiente sea distinta de la que ofrecen las restantes que se pretenden introducir en el modelo ya que, en el caso contrario, sería muy difícil aislar los efectos individuales de cada variable explicativa sobre la explicada y se obtendrían estimaciones inconsistentes de los parámetros. La naturaleza macroeconómica del conjunto de regresores que hemos considerado, no obstante, nos indujo a pensar que los mismos podían violar tal supuesto. Así, la posterior elaboración de la matriz de correlaciones entre las variables explicativas⁸ confirmó tal hipótesis. Sin embargo, el reducido período temporal para el que disponemos de información resta fiabilidad a este resultado, con lo que no tenemos certeza sobre la existencia de tales relaciones múltiples entre dichas variables. Tras algunas estimaciones previas de [2], se ob-

servó que la eliminación de *COE* y *DTI* mejoraba considerablemente los resultados, obteniéndose un aumento en el valor de los estadísticos *t*, en los niveles de significación individuales y en la bondad del ajuste de modo que, finalmente, se optó por la exclusión de estas dos variables en la especificación del modelo.

La localización de las inversiones directas exteriores de la banca española podría estar determinada no sólo por las variables macroeconómicas que hemos enumerado y otras de distinta naturaleza, sino que también sería posible que la misma viniera explicada por otra serie de factores específicos para cada uno de los países, constantes en el tiempo y no observables por el investigador. De este modo, la disponibilidad de series temporales para cada uno de los países y variables considerados, así como la posible presencia de efectos individuales inobservables, aconsejaba la aplicación de técnicas econométricas de datos de panel. Una de las principales ventajas que poseen las mismas es que ofrecen la posibilidad de controlar esta heterogeneidad inobservable y permiten evitar sesgos en los coeficientes estimados ya que, si estos efectos latentes existen y no se recogen explícitamente en el modelo, se producirá un efecto de variables omitidas y los mencionados parámetros estarán sesgados, por recoger parcialmente los efectos individuales no observables. No obstante, a lo largo del período estudiado, los países incluidos en el segundo y tercer bloque definidos anteriormente se han visto inmersos en un proceso de democratización y de profundas reformas estructurales tendentes a la liberalización de los mercados y a la reducción de la intervención del Estado de forma que, para estas dos zonas, los términos de error (u_{it}) correspondientes a sus respectivas ecuaciones deberían incorporar al modelo, además de los factores que son específicos para cada uno de los países, aquéllos que hacen referencia a estas transformaciones que son comunes a todos ellos, al objeto de considerar el efecto que dichos procesos hubieran podido tener sobre la instalación de la banca española en estas áreas. Por tanto, en ambos casos, para tratar esta circunstancia, utilizaremos técnicas econométricas

excluido Australia, Austria, Canadá, Grecia, Irlanda y Japón, ya que la no disponibilidad en estos casos de la serie temporal completa para alguna de las variables consideradas, restaba significación a algunos de los parámetros obtenidos para cada una de ellas y reducía la bondad del ajuste.

⁶ Se incluyen Argentina, Brasil, Chile, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Se excluyen Bolivia, Colombia, Ecuador y República Dominicana, por las razones anteriormente mencionadas.

⁷ En este caso se incluyen Bahrein, Congo, China, Egipto, Filipinas, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Marruecos, Singapur y Turquía. Se excluyen Antillas Holandesas, Las Bahamas, Líbano, Mauricio y Rusia.

⁸ Las dimensiones alcanzadas por la citada matriz, dado el número de países que se consideran en el estudio, justifica que ésta no se haya incluido en el mismo. Sin embargo, mantenemos almacenada esta información en soportes informáticos que ponemos a disposición de cualquier lector que la solicite.

de sistemas de ecuaciones aparentemente no relacionadas (SURE), dado que éstas permiten mejorar la eficiencia de la estimación en presencia de tales correlaciones contemporáneas entre unidades muestrales.

5. Especificación del modelo empírico

La especificación del modelo econométrico de datos de panel que vamos a emplear para analizar los determinantes de la inversión directa de la banca española en el bloque de países que hemos denominado ricos es la siguiente:

$$y_{it} = \mu + X'_{it}\beta + \alpha_i + u_{it}, \quad [3]$$

donde $u_{it} \sim N(0, \sigma^2)$, $i = 1, 2, \dots, N$, $t = 1, 2, \dots, T$.

Las variables latentes α_i , específicas de cada país, deben ser consideradas como realizaciones de una variable aleatoria y se trata de obtener estimaciones consistentes de los coeficientes del modelo en presencia de estos efectos. Al no ser observable, α_i pasa a formar parte del término de error del modelo estimado, de forma que:

$$y_{it} = \mu + X'_{it}\beta + v_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad [4]$$

donde $v_{it} = u_{it} + \alpha_i$ para todo i y t , por lo que hay que distinguir dos situaciones radicalmente diferentes, según que el efecto individual α_i esté o no correlacionado con las variables explicativas X_{it} . En el primer caso, la obtención de estimadores consistentes requiere la aplicación del modelo de efectos fijos, que realiza una transformación del modelo que permite eliminar tales efectos individuales mediante la utilización de un estimador que se conoce con el nombre de estimador intragrupos. En el segundo, la estimación por mínimos cuadrados ordinarios traería consigo sólo un problema de eficiencia, que puede ser resuelto tras la aplicación del modelo de efectos aleatorios basado en la utilización del estimador de Balestra-Nerlove (mínimos cuadrados generalizados).

La posible existencia de correlaciones entre los efectos latentes α_i y las variables explicativas X_{it} juega, por tanto, un papel crucial en el tratamiento del modelo, por lo que es

importante poder contrastar la hipótesis de ausencia de tales correlaciones. El contraste que habitualmente se recoge en la literatura es el propuesto por Hausman (1978), que compara las estimaciones intragrupos con las proporcionadas por el estimador de Balestra-Nerlove, de forma que se puede definir un vector $\hat{q} = \hat{\beta}_{ig} - \hat{\beta}_{mcg}$, donde $\hat{\beta}_{ig}$ y $\hat{\beta}_{mcg}$ denotan los vectores que se obtienen al eliminar el término independiente de los estimadores intragrupos y mínimos cuadrados generalizados, teniéndose $Var(\hat{q}) = Var(\hat{\beta}_{ig}) - Var(\hat{\beta}_{mcg})$. Bajo la hipótesis nula, el estadístico de Wald: $NT\hat{q}'[Var(\hat{q})]^{-1}\hat{q}$ se distribuye como una variable chi-cuadrado con $k-1$ grados de libertad, que se corresponden con el número de coeficientes estimados. Si el valor de dicho estadístico se sitúa por debajo de su valor crítico en tablas, se acepta la hipótesis nula de ausencia de correlaciones, rechazándose en caso contrario.

El modelo escogido para analizar el fenómeno estudiado en los dos bloques de países restantes posee una especificación similar al descrito anteriormente. Sin embargo, en ambos casos, el término de error incluye factores que son específicos de cada país y otros que son comunes para todos ellos, con lo que quedaría de la siguiente forma:

$$y_{ijt} = X'_{ijt}\beta + u_{ijt}, \quad [5]$$

con $E(u_i u_j) = \sigma_{ij}I_T$, $i \neq j$, $i, j = 1, 2, \dots, N$, $t = 1, 2, \dots, T$

6. Estimación del modelo y resultados

La ecuación especificada para el grupo de países ricos se ha calculado bajo el método de efectos fijos, a tenor de los valores obtenidos en el contraste de Hausman (véase Cuadro 1). En este caso, es posible tener estimaciones consistentes, aunque no eficientes⁹, de los coeficientes dado que el estimador intragrupos, al calcularse sobre las desviaciones de los valores de

⁹ Es preciso señalar, no obstante, que cuando la muestra presenta un carácter determinista la estimación del modelo de efectos fijos a través del estimador intragrupos genera resultados eficientes.

cada una de las variables observadas para las diferentes unidades muestrales respecto a su media, permite eliminar los efectos individuales inobservables. Asimismo, la matriz de covarianzas utilizada ha sido la propuesta por White (1980), que corrige la posible heterocedasticidad que presenten las perturbaciones aleatorias de cada unidad muestral y permite inferencias robustas. El Cuadro 1 incluye, además, un contraste F para discriminar entre un modelo con o sin efectos individuales propios de cada país¹⁰. En virtud de los resultados que se han obtenido del mismo se ha rechazado la hipótesis nula de un único término constante para todos los países.

La variable referente al PIB per cápita (ppp), que mide el tamaño del mercado, es el determinante más importante de la inversión directa exterior realizada por la banca española en este conjunto de países y, tal como se esperaba, tiene signo positivo. No obstante, aunque el sentido en el que se produce esta relación corrobora los resultados obtenidos por Goldberg y Johnson (1990, páginas 123-137) cuando analizan la influencia de esta variable sobre el número de sucursales instaladas en el extranjero por los bancos estadounidenses, ninguno de los trabajos revisados atribuye a la misma tal relevancia. De esta forma, dicho comportamiento pondría de manifiesto la búsqueda de recursos creados en esta zona ya que, como han señalado Campa y Guillén (1996, página 240), cabe esperar que el nivel de renta per cápita del país re-

ceptor esté relacionado positivamente con el porcentaje de inversión que persigue la adquisición de estos activos.

La inversión directa del resto de los sectores económicos (idr) también ha afectado al volumen que ha alcanzado la realizada por nuestras instituciones financieras en el período 1988-1997 aunque, en contra de lo que cabría esperar a la luz de la evidencia ofrecida por la literatura teórica y por los estudios empíricos examinados, tal relación se ha establecido de forma inversa, es decir, a medida que aumentan las inversiones realizadas por las empresas no financieras españolas en los países que hemos denominado ricos, se reducen las acometidas por la banca. Sin embargo, esta interpretación puede resultar errónea, ya que si observamos el Gráfico 1 puede apreciarse que ambas variables han seguido la misma evolución a lo largo del período analizado, no obstante, la segunda parece mostrar un cierto retraso respecto a la primera¹¹ que podría explicar el signo negativo que presenta el coeficiente de esta última. Así, podría pensarse que las entidades españolas se han instalado en esta zona una vez que lo han hecho sus clientes y han aumentado o reducido el volumen de sus inversiones en la misma en función de las decisiones que hayan adoptado aquéllos, instrumentando una estrategia de seguimiento.

El tipo de cambio de la peseta respecto a las monedas de los países ricos (tdc) ha incidido negativamente sobre la localización de los bancos españoles en el exterior, con lo que la misma parece estar más influenciada por el coste inicial de la inversión que por la posibilidad de obtener beneficios extraordinarios asociados a los tipos de conversión de las monedas. No obstante, debido al nivel de significación alcanzado, los resultados de esta estimación deben ser analizados con cautela.

El grado de bancarización (ban) no ha resultado ser una variable significativa y el signo obtenido ha sido ne-

¹⁰ Este contraste, tomado de GREENE (1998, pág. 536), se formula a partir del estadístico:

$$F = \frac{(R_u^2 - R_r^2)/(n-1)}{(1 - R_u^2)/(nt - n - k)},$$

donde R_u^2 y R_r^2 son, respectivamente, los R^2 del modelo no restringido (efectos individuales para cada unidad de la sección cruzada) y restringido (término constante común para todas ellas), n es el número de unidades de sección cruzada, t es la dimensión temporal del panel y k es el número de variables explicativas sin considerar las constantes propias de cada país. Bajo la hipótesis nula de un único término constante el estadístico se distribuye como una $F_{n-1, nt-n-k}$. Un valor elevado para dicho estadístico implica evidencia a favor del modelo con efectos individuales para cada país.

¹¹ Existen contrastes estadísticos que permiten verificar tal hipótesis. En nuestro caso, sin embargo, dado el limitado intervalo de tiempo para el que existe información, la potencia de los mismos sería muy reducida, por lo que hemos prescindido de su aplicación.

CUADRO 1
RESULTADOS DEL GRUPO DE PAÍSES RICOS
 $y = idb$ (efectos fijos)

	$\hat{\beta}$	t		
<i>idr</i>	-0,42**	-2,60	Reino Unido	-110,53
<i>ban</i>	-1,52	-1,09	Estados Unidos	-114,79
<i>tdc</i>	-2,32	-1,64	Francia	-115,02
<i>ppp</i>	10,49***	3,85	Holanda	-116,31
R^2 ajustado		0,93	Portugal	-116,39
DW		2,12	Suiza	-116,44
Hausman (χ^2)		16,28 ^a [3]	Luxemburgo	-118,58
F		13,50 ^a [9,81]	Alemania	-120,93
N.º de observaciones		95	Bélgica	-121,85
			Italia	-136,52

NOTAS:

** Significativo al 5 por ciento.

*** Significativo al 1 por ciento.

^a Significativo al 1 por ciento.Los números entre corchetes hacen referencia a los grados de libertad de los estadísticos χ^2 y F.

FUENTE: Elaboración propia.

gativo, inverso al que habíamos esperado para esta área considerando el tamaño de sus mercados bancarios. Sin embargo, existen trabajos —tales como el realizado por De la Maza (1993, páginas 296-383) o por Goldberg y Saunders (1980)— en los que se ha utilizado esta variable, o alguna otra que representa una aproximación de la misma, como regresor en el análisis de la inversión directa extranjera realizada por el sector bancario en algunos de los países que en este momento nos ocupan, obteniéndose fuertes relaciones significativas y de signo positivo. Asimismo, el estudio de Yamori (1998), aunque está referido a aquellos países en los que las instituciones financieras japonesas localizan sus inversiones, presenta los mismos resultados.

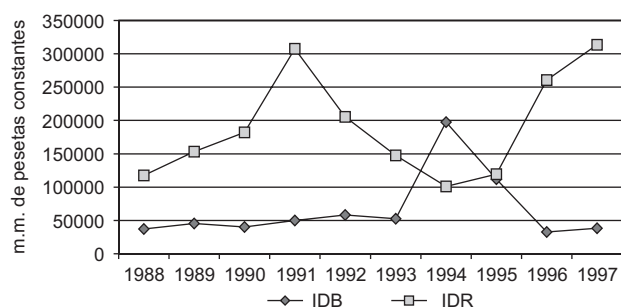
Las técnicas estadísticas de panel y los sistemas de ecuaciones aparentemente no relacionados permiten, como ya se ha comentado, obtener estimaciones de efectos inobservables propios de cada unidad muestral, recogiendo peculiaridades de éstas que afectan a la variable dependiente. En el Cuadro 1 se relacionan los efectos individuales obtenidos en las especificaciones propuestas para cada uno de los bloques de países

considerados. De forma inmediata puede comprobarse la existencia en todos éstos de características propias —no recogidas explícitamente en la especificación estimada— que inciden negativamente en la localización exterior de la banca española, si bien en algunos de ellos estos factores han adquirido mayor importancia que en otros. Así, en los países que hemos denominado ricos, la existencia de elevados niveles de competencia inversora —que encarece la adquisición de fichas bancarias—, junto con la importante presencia que ha mantenido el sector público en el negocio bancario en algunos de ellos, han desincentivado o impedido la instalación de nuestras entidades financieras en los mismos. Esto último se hace especialmente relevante en el caso de Alemania, Bélgica y, fundamentalmente, de Italia¹² que posee el sistema bancario más fragmentado de Europa, con una acusada segmentación del mercado, un elevado control estatal y fuertes restricciones a la ex-

¹² En 1994, las instituciones constituidas como sociedades anónimas y en manos privadas sólo representaban el 24 por 100 del sector.

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EXTERIOR DE LA BANCA ESPAÑOLA Y DEL RESTO DE LOS SECTORES ECONÓMICOS EN LOS PAÍSES RICOS 1988-1997



FUENTE: Elaboración propia.

pansión de la red. Por otro lado, la tradición como centros financieros internacionales y la profundidad de sus mercados en el Reino Unido y Estados Unidos han permitido compensar, en parte, el alto coste de localización de forma que, si bien sus respectivas *dummies* no son positivas, muestran un valor negativo menor lo que indica que, según el análisis realizado y comparados con los restantes países, aquéllos desincentivan en menor medida la actividad inversora de los bancos españoles. No obstante, sorprende la posición de Luxemburgo y Suiza ya que, a pesar de su situación geográfica central en el área de la Unión Europea, de sus adecuadas infraestructuras, del clima de estabilidad política y social que los caracteriza, de la competitividad de su regulación fiscal en relación a la de otros países de su entorno y —en el primer caso— de su elección como sede de instituciones jurídicas y financieras de la Unión Europea, se encuentran entre los cinco que presentan un efecto individual más negativo.

La ecuación especificada para Latinoamérica y para el resto del mundo se ha estimado a través de mínimos

cuadrados generalizados con el fin de evitar los sesgos en los que se puede incurrir cuando, como en este caso, se presume la presencia de correlaciones entre las unidades de sección cruzada ya que, al incluir los términos de error efectos inobservables que son comunes a todos los países considerados, parece razonable pensar que dichos términos estén correlacionados entre ellos. Asimismo, igual que en el caso anterior, la matriz de covarianzas utilizada ha sido la propuesta por White (1980) y se ha incluido el test *F* para contrastar la hipótesis de una única constante para todos los países¹³

La variable que, conforme a la evidencia proporcionada por nuestro estudio (véase Cuadro 2), tiene una mayor capacidad explicativa de los flujos de inversión directa registrada en Latinoamérica es también el PIB per cápita (*ppp*). Tal resultado, como ha ocurrido con los países del primer bloque, podría estar asociado, además, con la búsqueda de activos creados aunque, en este caso, pensamos que dichos activos no se corresponden con recursos tecnológicos, sino con marcas o nombres comerciales que faciliten a las entidades su introducción en estos mercados. En el resto del mundo, el nivel de renta per cápita ha resultado ser menos determinante en la localización de las inversiones de bancos españoles (véase Cuadro 3). Además, la relación entre estas dos variables es de signo negativo, lo que nos viene a indicar que la instalación en esta zona podría estar vinculada no con sus tasas de crecimiento actuales, sino con el potencial que estos mercados ofrecen.

En este tercer bloque ha sido el grado de bancarización (*ban*) el principal atractivo que han encontrado nuestras instituciones para la ubicación de sus inversiones. Asimismo, el volumen que éstas han alcanzado en Latinoamérica

¹³ Si bien, como puede comprobarse en el Cuadro 2, los resultados del mismo indican que se debe aceptar la hipótesis de un único término constante para Latinoamérica, parece razonable pensar que cada uno de los países que se incluyen en esta área tiene unas peculiaridades propias que atraen o desincentivan la inversión extranjera. Asimismo, a efectos de comparación con los otros dos bloques es conveniente tener en cuenta los efectos individuales de cada uno de ellos de forma que, por ambas razones, hemos decidido ofrecer los resultados que se obtienen si se considera una constante distinta para cada país.

CUADRO 2
RESULTADOS DE LATINOAMÉRICA
y = idb

	$\hat{\beta}$	<i>t</i>		
<i>idr</i>	-0,52***	49,82	Paraguay	-109,95
<i>ban</i>	-2,52***	22,77	Argentina	-110,94
<i>tdc</i>	-0,13***	-3,99	Perú	-111,68
<i>ppp</i>	6,56***	7,99	Panamá	-112,27
R ² ajustado		0,36	Chile	-112,38
DW		2,42	Uruguay	-114,26
F		1,75[3,77]	Brasil	-115,26
Número de observaciones		90	México	-116,48
			Venezuela	-119,91

NOTAS:

*** Significativo al 1 por ciento.

Los números entre corchetes hacen referencia a los grados de libertad del estadístico F.

FUENTE: Elaboración propia.

ca también se ha visto afectado, aunque en menor medida, por esta variable. En ambos casos, la misma aparece con signo positivo, sin embargo, la mayoría de estos países no se caracterizan por poseer mercados altamente bancarizados en los que se haga necesaria una inversión de cierta importancia para anular la competencia potencial de entidades locales, sino que más bien este resultado pondría de manifiesto que los bancos españoles se instalan en aquellos países en los que existe cierta cultura financiera y en los que se alcanza un determinado nivel de demanda para los productos y servicios bancarios.

La inversión directa extranjera del resto de los sectores económicos (*idr*) no ha jugado un papel muy decisivo en la decisión adoptada en este sentido por nuestras instituciones financieras, especialmente en lo que se refiere a la realizada en Europa del Este, África y Asia lo cual, en este caso, no resulta extraño si tenemos en cuenta que el grado de internacionalización de la empresa española en esta zona es aún reducido. Sin embargo, la presencia de nuestras multinacionales en Latinoamérica es importante. Por tanto, la relación positiva existente entre las dos variables induce a pensar que el seguimiento del cliente, en esta ocasión, no obedece al

desarrollo de una estrategia defensiva, sino que constituye un medio para penetrar en estos mercados a través de una base inicial de negocio.

El tipo de cambio de la peseta respecto a las monedas de estos países (*tdc*) ha afectado a las inversiones que nuestras entidades han realizado en los mismos, aunque de forma diferente. Así, en Latinoamérica, esta variable presenta un signo positivo que pone de manifiesto que el desarrollo de dichas operaciones está más influenciado por su coste inicial que por la posibilidad de obtener beneficios extraordinarios asociados a la conversión de las monedas mientras que, en el resto del mundo, el signo negativo nos induce a exponer tal argumento de forma inversa.

En estos dos bloques de países, si bien la adquisición de participaciones bancarias resulta más asequible —dada la menor competencia inversora—, las peculiaridades propias se comportan del mismo modo que en el caso anterior. Así, mantenemos grandes diferencias culturales con los países africanos y asiáticos que, en el caso de Marruecos, se ven parcialmente compensadas por la proximidad geográfica. Turquía, aun siendo un país europeo, se encuentra vinculado en mayor medida con aquéllos. Sin embargo, es el más occidentalizado de to-

CUADRO 3
RESULTADOS DEL RESTO DEL MUNDO
 $y = idb$

	$\hat{\beta}$	t		
<i>idr</i>	0,05***	6,99	Marruecos	-29,94
<i>ban</i>	6,52***	13,19	Turquía	-30,73
<i>tdc</i>	1,09***	2,65	Congo	-30,99
<i>ppp</i>	-0,90*	-1,73	Indonesia	-36,95
			Filipinas	-39,27
			Hungría	-40,12
			Egipto	-45,12
R ² ajustado		0,26	Singapur	-45,86
DW		2,08	Bahrein	-46,62
F		3,44 ^b [3,88]	China	-47,12
N.º de observaciones		103	Hong-Kong	-50,55

NOTAS:

*** Significativo al 1 por ciento.

* Significativo al 10 por ciento.

^b Significativo al 5 por ciento.

Los números entre corchetes hacen referencia a los grados de libertad del estadístico F.

FUENTE: Elaboración propia.

dos ellos. Igual que ocurría en los países ricos, llama la atención el lugar que ocupan Hong Kong, Bahrein y China, considerando la existencia de libertad para los movimientos de capital, la eficiencia de sus infraestructuras físicas y humanas y la localización estratégica dentro de una zona del mundo económicamente dinámica, que caracterizan a los dos primeros, y las permisivas condiciones fiscales que hacen de este último una excelente plataforma para posteriores inversiones en esta área. Nuestro pasado colonial y los lazos históricos han permitido que Filipinas mantenga una posición intermedia, a pesar del clima de inestabilidad política que ha dominado en este país y de su exposición a catástrofes naturales que ralentizan el ritmo de crecimiento económico. Tales peculiaridades también son propias de los países latinoamericanos, aunque han afectado especialmente a Venezuela, México y Brasil. No obstante, Paraguay y Argentina han conseguido resultar más atractivos para las entidades españolas al contar con una legislación sobre inversiones extranjeras más abierta.

Referencias bibliográficas

- [1] BREALEY, R. A. y KAPLANIS, E. C. (1996): «The Determination of Foreign Banking Location», *Journal of International Money and Finance*, volumen 15, número 4, páginas 577-597.
- [2] CAMPA, J. M. y GUILLÉN, M. F. (1996): «Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas», *Papeles de Economía Española*, número 66, páginas 235-247.
- [3] CHO, K. R. (1985): *Multinationals Banks. Their Identities and Determinants*, UMI Research Press, Michigan.
- [4] DE LA MAZA, S. (1993): *La internacionalización de la banca española: consideraciones estratégicas*, Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.
- [5] FIELEKE, N. S. (1977): «The Growth of U.S. Banking Abroad: An Analytical Survey», *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, octubre, páginas 9-40.
- [6] FMI (varios años): *Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario*, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- [7] GOLDBERG, L. G. y JOHNSON, D. (1990): «The Determinants of U.S. Banking Activity Abroad», *Journal of International Money and Finance*, número 9, páginas 123-137.

- [8] GOLDBERG, L. G. y SAUNDERS, A. (1980): «The Causes of U.S. Bank Expansion Overseas. The case of Great Britain», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 12, número 4, páginas 630-643.
- [9] GROSSE, R. y GOLDBERG, L. G. (1991): «Foreign Bank Activity in the United States: An Analysis by Country of Origin», *Journal of Banking and Finance*, número 15, páginas 1.093-1.112.
- [10] HAUSMAN, J. A. (1978): «Specification Test in Econometrics», *Econometrica*, número 46, páginas 1.251-1.271.
- [11] HULTMAN, C. W. y MC GEE, L. R. (1989): «Factors Affecting the Foreign Banking Presence in the U.S.», *Journal of Banking and Finance*, número 13, páginas 383-396.
- [12] KHOURY, S. J. (1980): *Dynamics of International Banking*, Praeger, Nueva York.
- [13] KRUGMAN, P. (1991): *Geografía y comercio*, Antoni Bosch, Barcelona.
- [14] MARTIN, C. y VELÁZQUEZ, F. J. (1996): «Factores determinantes de la inversión directa en los países de la OCDE: una especial referencia a España», *Papeles de Economía Española*, número 66, páginas 209-219.
- [15] MINISTERIO DE COMERCIO Y TURISMO (1994): *Sector exterior en 1993*, Secretaría General Técnica del Ministerio de Comercio y Turismo, Madrid.
- [16] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (1998): *Sector exterior en 1997*, Secretaría de Estado de Comercio y Turismo, Madrid.
- [17] NIGH, D., CHO, K. R. y KRISHNAN, S. (1986): «The Role of Location-related Factors in U.S. Banking Involvement Abroad: An Empirical Examination», *Journal of International Business Studies*, otoño, páginas 59-72.
- [18] SABI, M. (1988): «An Application of the Theory of Foreign Direct Investment to Multinational Banking in LDCs», *Journal of International Business Studies*, otoño, páginas 433-447.
- [19] WHITE, H. (1980): «A Heterokedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity», *Econometrica*, número 48, páginas 817-838.
- [20] WILLIAMS, B. (1997): «Positive Theories of Multinational Banking: Eclectic Theory Versus Internalisation Theory», *Journal of Economics Surveys*, volumen 11, número 1, páginas 71-100.
- [21] YAMORI, N. (1998): «A Note on the Location Choice of Multinational Banks: The Case of Japanese Financial Institutions», *Journal of Banking and Finance*, número 22, páginas 109-120.
- [22] YANNOPOULOS, G. N. (1983): «The Growth of Transnational Banking», en *The growth of International Business*, George Allen & Unwin, Londres, páginas 236-257.