

Observatorio Económico

España

Madrid,
4 de diciembre de 2012
Análisis Económico

Unidad de España

Mónica Correa López
monica.correa@bbva.com

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

La internacionalización de las empresas españolas*

- **Las exportaciones de bienes y servicios son el componente de la demanda agregada que ha dado más sorpresas positivas durante el actual período de crisis en España**

Las exportaciones españolas, que ya mostraron un excelente comportamiento relativo de 1999 a 2007, han amortiguado considerablemente la caída del PIB y se han convertido en verdadera palanca de salida de la crisis para muchas empresas. Hasta la fecha es el único componente de la demanda agregada que ha superado con holgura su valor previo a la crisis.

- **En contraste con otros países industrializados, desde 1999 hasta 2011 la cuota de exportaciones españolas sobre el comercio mundial apenas cayó un 8,9%, como en Alemania, economía en la que los precios relativos de las exportaciones se comportaron más favorablemente**

Este buen comportamiento relativo de la cuota de las exportaciones españolas ha ido en paralelo a una mayor diversificación geográfica (hacia mercados emergentes y de rápido crecimiento -EAGLEs-), y productiva (hacia sectores con una mayor complejidad y capacidad de extender la exportación a otros bienes y sectores). En ambas características la composición sectorial de las exportaciones españolas de bienes sobresale claramente por encima de la media mundial.

- **Los factores que explican ese proceso de internacionalización se pueden recoger en dos categorías interconectadas**

Por un lado, se encuentran las decisiones sobre los factores de producción, tal y como son el tamaño de empresa, la inversión en capital físico, la calidad del capital humano empleado, y el gasto en I+D y en adopción de tecnología extranjera. Por otro, se encuentran las decisiones sobre estrategias de mercado y financiación, tal y como son los esfuerzos por la diversificación productiva y la innovación sobre el producto ya comercializado, y la búsqueda de financiación alternativa a la disponible en los canales bancarios tradicionales, incluida la participación de capital extranjero.

- **Las políticas de internacionalización deben ser centrales en una estrategia de crecimiento a medio y largo plazo con medidas de crecimiento efectivas**

El marco institucional de funcionamiento de la economía ha de esforzarse en mejorar continuamente el entorno en el que se mueven las empresas en una doble vertiente: los mercados de factores productivos (mercados de trabajo y de capitales, y acceso a nuevas tecnologías e innovaciones productivas) y los mercados de bienes y servicios.

* Los autores agradecen los comentarios recibidos de Miguel Cardoso y Juan Ramón García-López y la ayuda de Mercedes Nogal. Este Observatorio resume los principales resultados en Correa-López y Doménech (2012) (Documento de Trabajo No. 12/29).

1. Introducción

La economía española se encuentra en la actualidad en un complejo e intenso proceso de ajuste y cambios estructurales en el que la senda de internacionalización de sus empresas resulta central por varios motivos. En primer lugar, mientras dure este proceso de ajuste la demanda interna no podrá ser el motor de crecimiento de la economía española. Durante la expansión anterior a 2008, la economía española reorientó una parte significativa de sus factores productivos hacia sectores productores de bienes no comerciables (principalmente inversión residencial) y experimentó un crecimiento de su demanda interna muy superior al de la oferta agregada, que se satisfizo mediante importaciones y un desequilibrio creciente de su balanza por cuenta corriente.

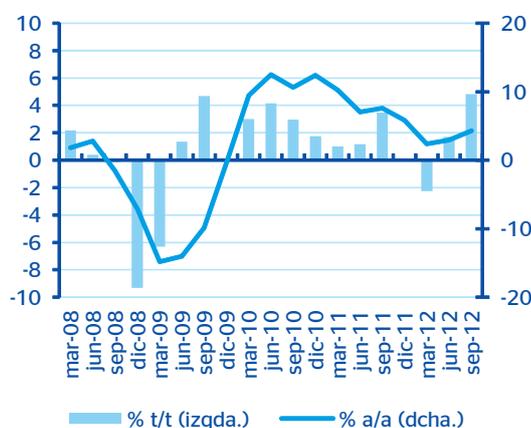
La recuperación económica exige un movimiento en la dirección contraria: una reasignación rápida y eficaz de factores productivos de los sectores que ya han experimentado (construcción y servicios relacionados) o se encuentran sometidos a un intenso ajuste (una parte del sector financiero y de las administraciones públicas) **hacia aquellos sectores con mayor potencial de crecimiento**. La competencia en los mercados exteriores, a través de las exportaciones, y en el mercado nacional, mediante la sustitución de aquella parte de las importaciones susceptible de ser reemplazada por producción doméstica, deben permitir una contribución de las exportaciones netas al crecimiento que sirva para liderar la recuperación sostenida del empleo e inversión, primero, y del consumo privado, posteriormente.

En segundo lugar, la economía española ha acumulado una elevada deuda externa bruta (un 169,7% del PIB en el segundo trimestre de 2012) y una Posición Inversora Internacional Neta (PIIN) negativa que ha llegado a superar el 90 por ciento de su PIB. La corrección de este enorme desequilibrio exterior va a exigir muchos años de superávit de la balanza por cuenta corriente y, por lo tanto, de un enorme esfuerzo por mejorar la posición competitiva internacional de las empresas españolas en su conjunto.

En este contexto, las exportaciones de bienes y servicios son el único componente de la demanda agregada que ha dado sorpresas positivas durante el período de crisis en España. En unas ocasiones, su comportamiento ha amortiguado considerablemente la caída del PIB y, en otras, se han convertido en verdadera palanca de salida siendo, hasta la fecha, la única variable del cuadro macroeconómico que ha recuperado su valor previo a la crisis (Gráficos 1 y 2). **¿Qué factores subyacen al buen comportamiento de las exportaciones españolas? ¿Pueden impulsar el crecimiento a medio plazo de la economía y contribuir a la reducción de los desequilibrios domésticos y externos?** En buena medida, este Observatorio encuentra la respuesta a estas cuestiones en el ámbito de la empresa, en línea con la nueva teoría del comercio (Melitz, 2003).

Gráfico 1

España: crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2

España: evolución trimestral de las exportaciones



Nota: t=3T2008

Fuente: BBVA Research a partir de OCDE

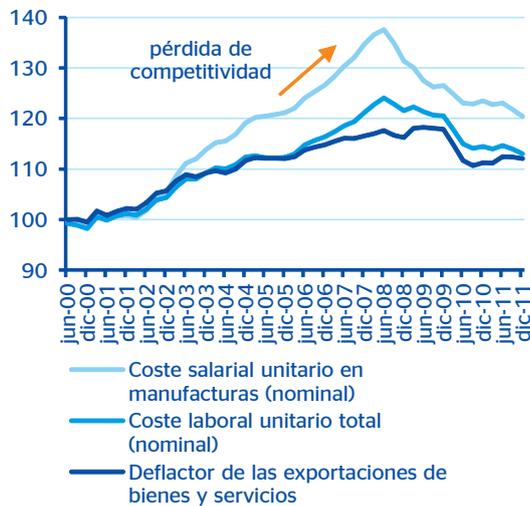
Afortunadamente, la economía española cuenta ya con empresas con una probada capacidad de competir en los mercados internacionales y, por lo tanto, preparadas para liderar el proceso de reasignación de factores a los sectores y empresas con mayor potencial de crecimiento. En una economía tan dual como la española, existen **innumerables ejemplos de excelencia empresarial a nivel internacional**, que están detrás del extraordinario comportamiento del sector exportador durante los últimos trimestres. **Generalizar este comportamiento al resto de empresas y sectores, mejorar el potencial de crecimiento de la economía, y eliminar las barreras que impiden una reasignación y un empleo eficiente de recursos**, en muchos casos ociosos, son retos urgentes. Aunque, dadas las incertidumbres en los mercados financieros que desde hace unos años atenazan sobre todo a Europa, alcanzar estos objetivos no es una condición suficiente para asegurar la recuperación económica y la salida a una crisis que dura ya cinco años, sí que se trata de una condición necesaria.

En este contexto económico, el objetivo de este Observatorio es analizar las características del proceso de internacionalización de las empresas españolas, las claves del éxito empresarial en los mercados exteriores y las palancas de política económica que pueden incentivar y facilitar este proceso de internacionalización durante los próximos años. La segunda sección examina el comportamiento de las exportaciones españolas y su patrón de crecimiento desde la incorporación de España a la UEM, utilizando para ello una perspectiva macroeconómica. En la tercera sección se analizan los factores circunscritos al ámbito de decisión de las empresas que han dado forma y fondo a su proceso de internacionalización. Las decisiones sobre los factores de producción y sobre las estrategias de mercado y financiación han retroalimentado el proceso de internacionalización, dando lugar a empresas de mayor tamaño, productividad y presencia en los mercados internacionales. En la cuarta sección se abordan las principales políticas económicas que pueden favorecer e incentivar la internacionalización de las empresas españolas, teniendo en cuenta la evidencia y resultados obtenidos en las secciones anteriores. Por último, la quinta sección presenta las principales conclusiones.

2. Características macroeconómicas de la internacionalización en España

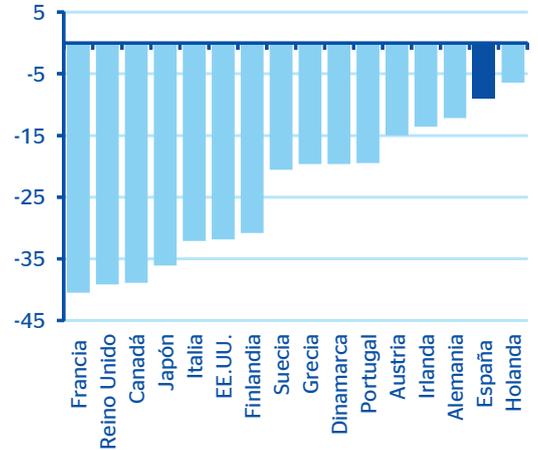
Durante la década 1998-2007, el pronunciado incremento cíclico de la inversión, el consumo y las importaciones eleva el endeudamiento privado de la economía frente al exterior hasta un nivel difícilmente sostenible a medio y largo plazo. El crecimiento de los salarios nominales -normalmente indexados a la inflación pasada en detrimento de la evolución de la productividad real- y el crecimiento de los márgenes de beneficio explican la aparición de un persistente diferencial de inflación positivo de España en relación con los socios económicamente mejor posicionados dentro de la UEM. La evolución de los precios relativos internacionales da lugar a que se haya hablado repetidamente del conocido problema de pérdida de competitividad de la economía española en los primeros diez años de existencia del euro, que en términos de los costes laborales unitarios (CLUs) puede cifrarse aproximadamente en un 20 por ciento frente a 36 países industrializados (Gráfico 3).

Gráfico 3
España: tipo de cambio efectivo real en relación a 36 países industrializados, 1T00=100



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico 4
Cuota en las exportaciones mundiales, bienes y servicios, tasa de variación 1999-2011 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de OMC

Sin embargo, y a pesar de que de 1998 a 2007 buena parte de los recursos económicos se orientan a satisfacer el creciente gasto interno, el peso de las exportaciones en el PIB se mantiene relativamente estable. En 2007, justo antes del inicio de la crisis económica, las exportaciones de bienes y servicios suponían el 26,9% del PIB, ligeramente por encima del 26,8% de 1999. Tras el desplome del comercio mundial en 2009, las exportaciones españolas han crecido a tasas muy superiores a las del PIB, sobrepasando su nivel anterior a la crisis, y aumentando considerablemente su peso sobre el conjunto de la actividad económica. En la medida que este dinamismo de las exportaciones descansa en decisiones estructurales de un amplio conjunto de empresas que han buscado en el comercio internacional su salida a la crisis, una buena parte de la corrección que se está observando en los últimos años en el déficit de la balanza por cuenta corriente es de carácter estructural o permanente.

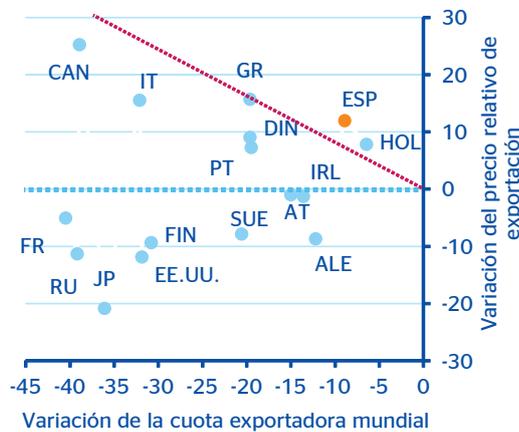
Un aspecto poco conocido de la evolución económica de España desde su incorporación a la UEM es el buen desempeño de las exportaciones españolas de bienes y servicios en los mercados mundiales, a pesar de la creciente importancia de China, India y otros muchas economías emergentes en el comercio global. En concreto, la cuota exportadora de España entre 1999 y 2011 apenas cayó un 8,9%, a diferencia de las principales economías industrializadas que han visto como sus cuotas de exportación en el comercio internacional disminuían entre un 20 y un 40 por ciento (Gráfico 4). Esta característica claramente positiva, y en contraste con el mal comportamiento de la competitividad precio de las exportaciones (Gráfico 3), da lugar a una especie de **paradoja o "puzle" español** (Antràs et al., 2010, Rodríguez-Crespo et al., 2012)¹.

En un intento de identificar los posibles factores subyacentes al buen comportamiento relativo de la cuota exportadora española a pesar de la evolución adversa de los precios relativos, el Gráfico 5 sintetiza dos resultados interesantes y poco conocidos para las principales economías europeas, EE.UU. y Japón entre 1999 y 2011. El eje vertical del gráfico representa la variación del precio relativo de las exportaciones -en relación a 36 países industrializados- y el eje horizontal representa la variación de la cuota exportadora mundial de los diferentes países que conforman la muestra para el período 1999-2011.

1: Una propuesta para explicar la paradoja se encuentra en Antràs et al. (2010). Utilizando datos a nivel empresa, los autores destacan que los CLUs de las empresas exportadoras de mayor tamaño evolucionaron de forma más favorable que los CLUs del resto de las empresas. Además, las exportaciones de las grandes empresas crecieron a un ritmo sustancialmente mayor que el ritmo de crecimiento de las exportaciones de las empresas pequeñas y medianas. Sin embargo, este comportamiento diferencial no se refleja en los indicadores agregados de precios debido a los sesgos de agregación y dispersión presentes en su construcción (Altomonte et al., 2012). Suponiendo que el tamaño de las empresas exportadoras es muy superior al tamaño de las empresas no exportadoras, este aspecto podría explicar por qué la apreciación medida mediante los precios de exportación es inferior a la apreciación medida mediante los CLUs.

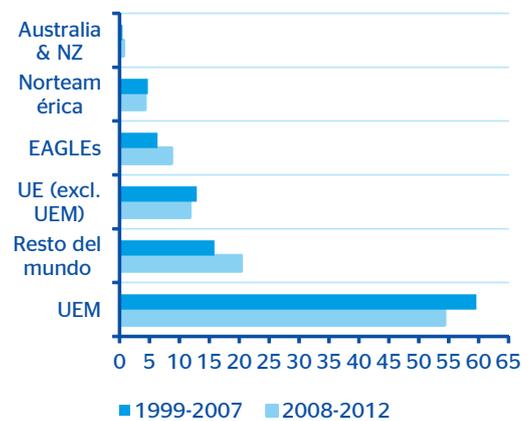
El primer resultado a destacar es que **la relación entre las ganancias (o pérdidas) de competitividad que se derivan de los indicadores de precio habitualmente utilizados** (tal y como son los CLUs o el diferencial de inflación) **y la evolución de las cuotas de exportación dista mucho de ser clara**, inclusive cuando el indicador de competitividad precio se construye a partir del precio de las exportaciones. De hecho, las ganancias de competitividad precio se correlacionan positivamente con las pérdidas de cuota exportadora, aunque el coeficiente de correlación es bajo (0.22) y no significativo estadísticamente (Gráfico 5). Esta evidencia no implica que los precios relativos internacionales sean irrelevantes a la hora de determinar la cuota de exportación de una economía, sino que otros determinantes, no relacionados con el precio, han sido más importantes durante el período analizado, compensado los efectos de los precios de exportación.

Gráfico 5
Variación acumulada de la cuota exportadora y de los precios relativos de exportación, bienes y servicios, 1999-2011 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea y OMC

Gráfico 6
España: composición promedio de las exportaciones por áreas geográficas (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

La variación de la cuota de exportación de una economía sobre las exportaciones mundiales se puede descomponer entre la variación del precio relativo de exportación (competitividad precio) y la variación de los restantes determinantes, diferentes del precio. En el Gráfico 5, la línea roja con pendiente negativa refleja los valores de la variación de la cuota de exportación que vendrían explicados en su totalidad por la variación correspondiente del precio relativo internacional (bajo el supuesto de una elasticidad precio de las exportaciones igual a -1.25). Así, la pérdida de cuota exportadora protagonizada por Grecia desde la entrada en la UEM fue consecuencia del deterioro de la competitividad precio de sus exportaciones. Sin embargo, para una economía situada en una línea paralela a la roja, la evolución de otros determinantes no vinculados al precio se torna relevante de cara a explicar la variación de la cuota exportadora. Por lo tanto, **la evidencia presentada en el gráfico señala que el comportamiento de los restantes determinantes distintos a los precios relativos ha sido más importante que el movimiento de los precios relativos internacionales al explicar la variación de la cuota exportadora** de las economías avanzadas. En concreto, países como Alemania, Francia, Reino Unido o EE.UU. registraron depreciaciones reales similares pero comportamientos muy diferenciados de su cuota de exportación, desde el 12% de pérdida de cuota de Alemania al 40% de Francia.

El segundo resultado que puede extraerse del Gráfico 5 es que, dadas las apreciaciones y depreciaciones reales observadas en la muestra, **la economía española tuvo el mejor comportamiento de aquellos determinantes diferentes del precio y relevantes para la cuota de exportación**, que alcanzaron una contribución de 6pp. De hecho, si los precios relativos de exportaciones se hubieran comportado de forma más favorable como lo hicieron en Alemania, España hubiera aumentando su cuota mundial de exportaciones en 20 pp, lo que habría significado aproximadamente un 6% más de PIB.

Si bien la evolución del patrón de crecimiento sectorial en bienes no comerciables y con un elevado aumento de sus CLUs no favoreció especialmente el crecimiento de las exportaciones, al menos no impidió la **consolidación de una base empresarial exportadora, apoyada en las corporaciones de mayor tamaño, altamente productivas en su sector, y que diferenciaron sus productos o servicios en los mercados internacionales**. Este segmento del tejido productivo es clave a la hora de explicar el buen desempeño de las exportaciones como elemento compensador del crecimiento económico durante las peores fases de la crisis. De este modo, la recuperación de las exportaciones de bienes ha afectado a un número muy amplio de sectores. Asimismo, **los patrones de diversificación geográfica característicos del período pre-crisis comienzan a reorientarse hacia la penetración en mercados emergentes y de rápido crecimiento (EAGLES)**, tal y como muestra el Gráfico 6.

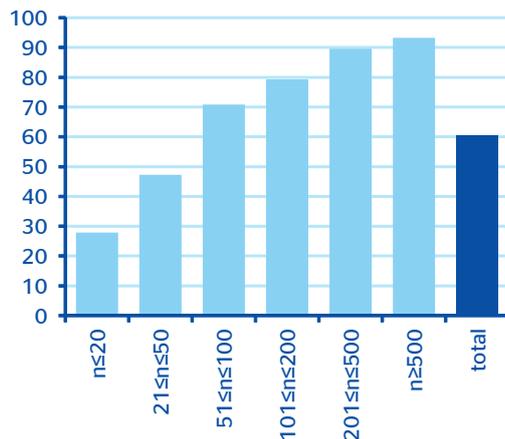
En este sentido, **España cuenta con la ventaja de ser una de las economías con un sector exportador de los más diversificados del mundo tanto en lo que se refiere a la variedad de los productos como al número de países a los que exporta** (Hausmann et al., 2011). Utilizando la metodología desarrollada por estos autores, el Gráfico 7 muestra la participación promedio de los distintos sectores de bienes en las exportaciones españolas durante el período 1999-2011 de acuerdo a sus niveles de complejidad y conectividad mundiales. El **índice de complejidad** de un sector es mayor cuanto menor es el número de países capaces de exportar esos bienes y mayor es la diversidad productiva de esos países. La **proximidad o conectividad** es una medida de la distancia media de cada sector a cada uno de los distintos tipos de productos exportados a nivel mundial. Cuanto mayor es la conectividad mayor es la capacidad de un sector de extender la exportación de bienes a otros sectores en los que se puede utilizar el conocimiento ya acumulado en ese sector. Por lo tanto, los países con mayor ventaja internacional en términos de diversificación productiva son aquellos con un mayor peso de sus exportaciones en sectores más complejos y de mayor conectividad.

En el Gráfico 7 se han representado las medias ponderadas de complejidad y conectividad de España (líneas rojas) y el Mundo (líneas azules). **La posición de España en ambos indicadores es mejor que la media mundial**. Así, la complejidad media de las exportaciones españolas (1,32) más que duplica la de las exportaciones mundiales (0,57), mientras que su conectividad sectorial media (0,2) supera en más de un 10 por ciento a la media mundial (0,18). Entre los sectores mejor posicionados, con mayores niveles de complejidad y conectividad, destacan por su participación sobre las exportaciones españolas la **maquinaria (33%), otros productos químicos (11%) y otros productos metálicos (8,9%)**. En la medida que la cuota de exportaciones españolas en el comercio de servicios (3,4% en 2011) es superior a la de bienes (1,7% en 2011), y que la mayor parte de las grandes empresas españolas mejor posicionadas a nivel mundial son empresas de servicios, todo hace pensar que, de disponer de la información necesaria para replicar el ejercicio del Gráfico 7 para las exportaciones de servicios los resultados serían incluso más favorables.

productividad se encuentran en posición de abordar los costes fijos derivados de la entrada en nuevos mercados y de sobrevivir a las presiones competitivas (Melitz, 2003). La evidencia empírica internacional muestra la pronunciada heterogeneidad intra-industrial que se observa en las medidas de productividad empresarial. De este modo, el umbral de productividad que marca la selección en la exportación se sitúa muy por encima de la productividad media del tejido empresarial, bien se mida ésta utilizando el total de empresas de un país o circunscribiéndose al conjunto de empresas de una misma industria (Altomonte et al., 2012). Por lo tanto, un análisis del efecto selección en la exportación ha de tener en consideración la heterogeneidad intra-industrial, orientándose a identificar los factores que incrementan el número de empresas capaces de superar el umbral de productividad dentro de cada industria e internacionalizarse.

Posiblemente, el factor relacionado con la internacionalización sobre el que más ha incidido la literatura económica de la última década es el tamaño de empresa.² A partir de los datos de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), elaborada anualmente por la Fundación SEPI y circunscrita al sector de manufacturas en España, el Gráfico 8 ilustra la asociación positiva entre propensión a exportar y tamaño de empresa presente en la muestra.

Gráfico 8
España: porcentaje de empresas exportadoras por tamaño de empresa, promedio 1990-2010



Nota: n hace referencia al número de empleados
Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

Cuadro 1
Productividad del trabajo y tamaño de empresa en la industria (media cada país = 100), 2005

	1-9	10-19	20-49	50-249	250+
Francia	59,1	73,3	81,0	86,0	126,0
Alemania	49,8	58,1	74,3	88,7	122,5
Italia	54,0	81,6	99,0	122,1	146,2
España	53,4	67,7	77,6	101,4	165,5
Reino Unido	74,5	74,4	81,4	90,1	122,0
EE.UU.	54,1	4,8	53,8	68,3	129,8

Nota: Para EE.UU. (2003) los grupos son 1-9, 10-19, 20-99, 50-199, 100-499 y 500+
Fuente: BBVA Research a partir de OCDE 2008

Este resultado refleja el hecho de que **las empresas más grandes tienen una productividad del trabajo más elevada que las empresas más pequeñas**. Utilizando datos del sector industrial en 2005 publicados por la OCDE (2008), en el Cuadro 1 se observa claramente que las empresas españolas de más de 250 trabajadores muestran una productividad del trabajo que es un 65 por ciento superior a la media, mientras que las empresas de menor tamaño presentan una productividad que es aproximadamente la mitad de la media. Estas diferencias de productividad según el tamaño de la empresa también se observan en otros países, aunque con un rango de variación ligeramente menor. De hecho, si se supone que estas diferencias existentes entre las empresas industriales españolas pueden extrapolarse a otros sectores productivos, utilizando datos agregados de productividad del trabajo comparables entre países se obtiene que una parte importante de la menor productividad agregada del trabajo en España se explica por el elevado porcentaje del empleo ocupado en pequeñas y medianas empresas (efecto composición) y que **las grandes empresas españolas son tan productivas como sus homólogos de EE.UU.**

2: Bajo ciertas condiciones de distribución empresarial, las exportaciones agregadas se aproximan bien mediante las exportaciones de las empresas de mayor tamaño (Di Giovanni y Levchenko, 2010), hecho que manifiesta la importancia que toma esta variable en la literatura reciente).

Si bien el tamaño es una característica empresarial determinante en los procesos de internacionalización, cabe señalar que no es la única (Navaretti et al., 2010). La innovación, la disponibilidad de canales específicos de financiación, la política de dirección y recursos humanos o la estructura de la propiedad, son factores de cuya composición equilibrada y contenido adecuado depende el crecimiento de la empresa y el éxito en el proceso de expansión internacional (Altomonte et al., 2012). Una vez se analiza un conjunto amplio de variables, los resultados empíricos sugieren que, en promedio, **las empresas exportadoras cuentan con una serie de características distintivas, vinculadas a una mayor competitividad**, si se comparan con las características de las empresas no exportadoras. En concreto, además de ser significativamente más grandes, el Cuadro 2 muestra que **las empresas exportadoras presentan niveles de productividad real y de capital físico real por empleado superiores, dependen en mayor medida de trabajadores cualificados en su estructura productiva, y son más proclives a invertir en actividades de I+D y en adopción de tecnología extranjera**. En promedio, alrededor del 80% de las empresas que reportaron innovaciones en el año, bien en producto bien en proceso, fueron además exportadoras durante el año.

Cuadro 2

Características de las empresas en el sector manufacturero en España: exportadoras frente a no exportadoras, promedio 1990-2010

(mediana de la distribución)	Exportadoras	No exportadoras
Tamaño (a)	167	21
Productividad (valor añadido por empleado) (b)	33,2	20,2
Productividad (producción por empleado) (b)	104,7	48,8
Capital físico por empleado (b)	31,4	12,3
Innovación:		
Empleados de alta cualificación (%) (c)	3,6	0
Empleados de cuello blanco (%)	28,6	21,4
I+D y adopción tecnológica (d)	24	0
Estructura de propiedad:		
Participación de capital extranjero* (%) (e)	26,3	3,1
Competencia de mercado:		
Cuota en el mercado principal* (%)	14,3	7,9
Financiación:		
Deuda a largo plazo sobre fondos propios (f)	2,8	5,8
Coste real medio de la deuda a largo plazo (%) (g)	4	4,8
Tasa de empleo temporal (%)	9,3	12,9

Notas: Los datos de empleo, productividad, capital físico, competencia y financieros comienzan en 1991; (a) número medio de empleados durante el año; (b) calculado mediante la metodología del inventario permanente, en volumen y miles de euros por empleado; (c) la denominación hace referencia a ingenieros y licenciados, expresado en porcentaje del total de empleados; (d) gasto en I+D e importaciones de servicios tecnológicos, miles de euros; (e) capital extranjero en el capital social de la empresa; (f) deuda con instituciones financieras; * el estadístico utilizado en todo el análisis es la media.

Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

Desde el punto de vista de la estructura de la propiedad, un rasgo diferenciador importante se refiere a la entrada de capital extranjero en el tejido manufacturero español. De acuerdo a los datos de la ESEE, **la participación extranjera en empresas exportadoras** es, en promedio, cerca de nueve veces la participación extranjera en empresas no exportadoras (26,3% frente a 3,1%). Asimismo, el disfrute de una mayor cuota en el mercado doméstico se explicaría por el efecto salida de las empresas menos productivas propiciado por la liberalización comercial.

En relación a la forma de financiar sus actividades, la evidencia recogida en el Cuadro 2 muestra que las empresas exportadoras dependen en menor medida de la deuda a largo plazo contraída con las instituciones financieras, a la vez que disfrutan, en promedio, de un coste real de financiación a largo plazo inferior. Por último, los datos de la ESEE ponen de manifiesto la mayor tasa de temporalidad entre aquéllas empresas que no exportaron.

Un análisis intra-industrial de las características distintivas asociadas a las empresas exportadoras confirma las conclusiones obtenidas a nivel agregado. Si bien, tal y como se desprende de la evidencia resumida en el Cuadro 3, el grado de heterogeneidad intra-industrial es significativo. A modo ilustrativo, en al menos cinco sectores, la diferencia entre las medianas de tamaño de las empresas exportadoras y no exportadoras asciende a más de 200 empleados. Asimismo, las empresas exportadoras de la mitad de los sectores registran una productividad (producción real por empleado) dos o, inclusive, tres veces superior a la productividad de las empresas que no exportaron en el sector correspondiente.

A continuación, se presenta un análisis del posible efecto de cada variable empresarial en la propensión a exportar. La identificación de los determinantes que hacen más probable la exportación es crucial tanto para evaluar el continuo proceso de internacionalización en el que la economía española se embarcó con la entrada en el mercado común como para delimitar el ámbito de actuación de política económica de cara a incentivar tal proceso. En línea con la literatura empírica reciente sobre los determinantes de la exportación (Greenaway et al., 2007, Berman y Héricourt, 2010, Minetti y Zhu, 2011), se estima la probabilidad de exportar en función de un conjunto de variables

El Cuadro 4 presenta los resultados de la estimación de la probabilidad de exportar tras contrastar especificaciones alternativas y eliminar potenciales variables explicativas que resultaron no significativas. Los resultados cualitativos de esta primera aproximación a la **propensión a exportar señalan que la probabilidad de exportación se eleva con el tamaño de empresa, el stock de capital real por trabajador, la inversión en I+D y en adopción tecnológica, la utilización de trabajadores cualificados, la competencia en el mercado principal, y la participación de capital extranjero en el capital social de la empresa.** Además, la probabilidad de exportación se incrementa si, durante el año, la empresa reporta innovaciones de producto y si diversifica su producción a más de un producto. Por el contrario, la probabilidad de exportación disminuye con el ratio de deuda bancaria a largo plazo sobre fondos propios, resultado coherente con la literatura reciente que enfatiza la importancia de una situación financiera saneada de cara a enfrentar los costes fijos asociados a la entrada en la exportación.

El Servicio de Estudios
 del Grupo BBVA

Cuadro 3

**Características de las empresas españolas por sectores manufactureros:
 exportadoras frente a no exportadoras, promedio 1990-2010**

(cálculos realizados a partir de la mediana de la distribución)	Tamaño	Productividad (basada en VA)	Productividad (basada en producción)	Stock de K por empleado	Empleados de alta cualificación	Empleados de cuello blanco
	Diferencia	Ratio	Ratio	Ratio	Diferencia	Diferencia
Industria cárnica	154	1,4	1,7	1,9	2,7	2,7
Productos alimenticios y tabaco	201	1,8	3,2	2,9	3,7	-4,7
Bebidas	-72	1,3	1,4	1,3	3,7	-2,0
Textiles y confección	88	1,7	2,5	2,9	1,7	10,6
Cuero y calzado	9	1,3	2,0	2,2	0	5,9
Industria de la madera	54	1,3	1,3	1,8	1,3	1,3
Industria del papel	157	1,9	2,0	1,9	4,3	2,8
Artes gráficas	31	1,5	1,6	2,0	2,5	3,9
Química y farmacéutica	243	1,9	1,9	2,6	2,8	7,1
Productos de caucho y plástico	115	1,7	2,2	2,3	3,8	6,1
Productos minerales no metálicos	190	1,3	1,2	1,6	3,0	1,1
Metales férreos y no férreos	270	2,0	3,0	4,2	2,4	7,4
Productos metálicos	86	1,6	2,3	2,7	2,9	3,8
Máquinas agrícolas e industriales	87	1,6	2,0	2,2	4,2	14,1
Informática, electrónica y óptica	174	1,3	1,3	3,5	4,5	14,7
Maquinaria y material eléctrico	220	1,5	1,9	3,3	3,9	8,8
Vehículos de motor	293	1,8	2,2	4,2	3,2	7,8
Otro material de transporte	192	1,9	2,7	3,6	4,0	10,7
Industria del mueble	22	1,4	1,5	1,8	1,7	4,2
Otras industrias manufactureras	26	1,2	1,7	1,9	1,7	4,7

	I+D y adopción	Propiedad extranjera	Cuota de mercado	Ratio de deuda a largo plazo	Coste de la deuda a largo plazo	Temporalidad
	Diferencia	Ratio	Ratio	Diferencia	Diferencia	Ratio
Industria cárnica	0	1,8	0,9	-4,6	-1	0,8
Productos alimenticios y tabaco	17	7,3	1,7	2,0	0	0,9
Bebidas	9	2,7	0,7	6,0	-2	1,0
Textiles y confección	0	10,5	3,1	2,9	-1	0,5
Cuero y calzado	0	2,0	2,2	4,3	0	1,0
Industria de la madera	0	70,7	2,2	1,2	0	0,9
Industria del papel	0	6,8	2,8	-0,7	0	0,9
Artes gráficas	0	5,3	1,6	0,1	-1	1,0
Química y farmacéutica	579	3,5	2,2	0,0	-1	0,9
Productos de caucho y plástico	14	13,7	2,3	-8,2	-1	0,6
Productos minerales no metálicos	0	6,1	1,3	-2,0	-1	0,9
Metales férreos y no férreos	112	5,6	1,7	-12,1	0	0,7
Productos metálicos	0	11,1	2,3	-7,1	0	0,7
Máquinas agrícolas e industriales	99	10,9	2,0	-3,2	-1	0,6
Informática, electrónica y óptica	487	4,6	1,5	1,0	-1	0,6
Maquinaria y material eléctrico	188	6,9	1,6	-1,9	-1	0,4
Vehículos de motor	387	6,0	1,4	-1,6	1	0,9
Otro material de transporte	224	19,0	1,0	-0,5	-1	0,3
Industria del mueble	0	32,1	2,1	-1,0	-1	1,0
Otras industrias manufactureras	0	4,1	2,1	-6,1	-1	1,3

 Notas: Las definiciones de las variables y unidades de medida se encuentran en el Cuadro 2. Clasificación sectorial se basa en CNAE-09.
 Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

Cuadro 4

Propensión a exportar de las empresas manufactureras en España, promedio 1991-2010

	Coefficientes	Efectos marginales
Tamaño (a)	0,396*** (0,022)	0,050*** (0,003)
Capital físico por empleado (a)	0,146*** (0,021)	0,018*** (0,003)
I+D y adopción (a)	0,043*** (0,013)	0,005*** (0,002)
Empleo cuello blanco (b)	0,427*** (0,123)	0,054*** (0,015)
Cuota de mercado (b)	-0,408*** (0,091)	-0,052*** (0,012)
Capital extranjero (b)	0,343*** (0,057)	0,043*** (0,007)
Ratio deuda bancaria largo plazo	-0,004* (0,002)	-0,001*** (0,000)
Innovación en producto (c)	0,159*** (0,039)	0,020*** (0,005)
Diversificación productiva (d)	-0,135*** (0,051)	-0,017*** (0,007)
Pro memoria:		
Número de observaciones	10376	
Pseudo R2	0,25	
Wald chi2(45)	1427,4	
Prob > chi2	0,000	

Notas: (a) en logs; (b) en tanto por uno; (c) dummy que toma el valor 1 si la empresa obtiene innovaciones en producto durante el año y 0 si no las obtiene; (d) dummy que toma el valor 1 si la empresa no diversifica su producción, en concreto, reporta un único producto a 3 dígitos en CNAE-09 y 0 si la empresa diversifica su producción, en concreto, reporta más de un producto a 3 dígitos en CNAE-09. Entre paréntesis, se reportan los errores estándares robustos; * indica significatividad al 10%, ** indica significatividad al 5%, y *** indica significatividad al 1%. Efectos marginales evaluados en la media. Período muestral: 1991-2010.
Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

En línea con la literatura, los resultados presentados en el Cuadro 4 sugieren que un aumento del 1% en el tamaño empresarial incrementa la probabilidad de exportación un 5%.³ Asimismo, un aumento del 1% en el stock de capital real por empleado elevaría la probabilidad de exportación un 1,8%. Por su parte, la consecución de una innovación en producto en el año eleva la probabilidad de exportación en 2 puntos porcentuales y la diversificación productiva lo hace en 1,7 puntos porcentuales, señalando la importancia de la estrategia productiva a nivel empresa de cara a incentivar su internacionalización.

A partir de los resultados del Cuadro 4, **el Gráfico 9 presenta la probabilidad de exportación derivada de escenarios alternativos de incremento de las principales variables explicativas** a partir de su valor mediano (medio, si corresponde) muestral. De este modo, un incremento de 10 trabajadores en la mediana muestral del tamaño empresarial (en concreto, de 50 a 60 trabajadores) elevaría un 1,69% la probabilidad de exportación. Por su parte, un aumento de 10 puntos porcentuales en la mediana muestral del empleo de cuello blanco incrementaría un 0,65% la probabilidad de exportación.

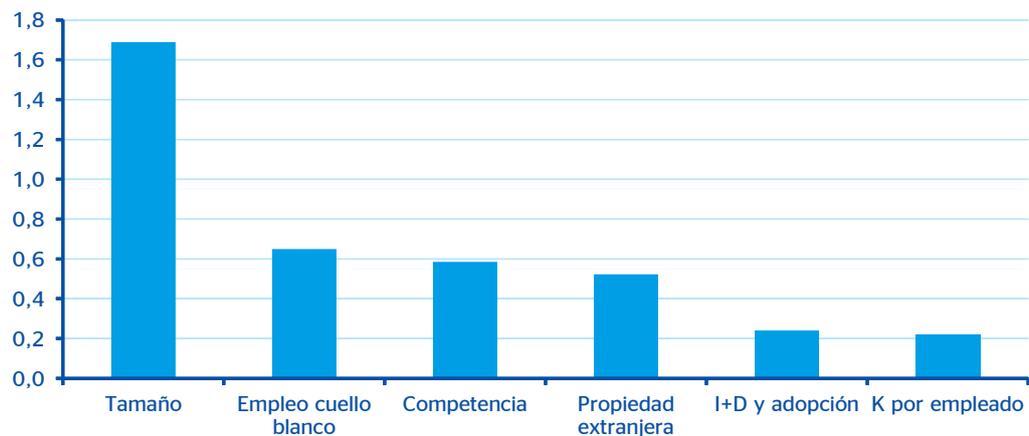
Un efecto cuantitativamente parecido se obtendría de un aumento de la competencia, propiciado por una reducción en la cuota de mercado media de 10 puntos porcentuales, y de un incremento de la participación extranjera en las empresas españolas, a raíz de un aumento de 10 puntos porcentuales en la participación promedio. Adicionalmente, elevar un 50% el gasto medio muestral en I+D y adopción tecnológica incrementaría un 0,24% la probabilidad de exportación, efecto similar al de aumentar la mediana del stock de capital físico por empleado un 10%.

3: A modo de ejemplo, Greenway et al. (2007) y Minetti y Zhu (2011) encuentran, respectivamente, un efecto positivo del tamaño empresarial sobre la propensión a exportar en una muestra de empresas de Reino Unido e Italia.

Teniendo en cuenta el carácter ilustrativo de estas cifras –por ejemplo, no tienen en consideración cómo se distribuiría el gasto adicional en I+D entre las empresas y, por lo tanto, el posible efecto diferencial sobre la probabilidad de exportación– la variable tamaño se perfila como especialmente relevante para profundizar en el proceso de internacionalización desde el punto de vista de la decisión empresarial. En conjunción con esta variable, la inversión en stock de capital físico por empleado y el gasto en I+D y adopción tecnológica son factores sobre los que la empresa puede incidir sin que exista un límite establecido *ex ante*, más allá del que señalen las decisiones óptimas de expansión empresarial.

Gráfico 9

Efectos sobre la probabilidad de exportación de un cambio exógeno en cada determinante (%)



Nota: Para cada simulación, el resto de los regresores se evalúan en la media.
Fuente: BBVA Research a partir de ESEE, Fundación SEPI

En resumen, los factores clave, circunscritos al ámbito de decisión de la empresa, que han dado forma y fondo al proceso de internacionalización en España se podrían recoger en dos rúbricas fuertemente interconectadas. Por un lado, se encuentran las **decisiones sobre los factores de producción**, tal y como son el tamaño de empresa, la inversión en capital físico, la calidad del capital humano empleado y el gasto en I+D y en adopción de tecnología extranjera. Por otro, se encuentran las **decisiones sobre estrategias de mercado y financiación**, tal y como son los esfuerzos por la diversificación productiva y la innovación sobre el producto ya comercializado, y la búsqueda de financiación alternativa a la disponible en los canales bancarios tradicionales, incluida la participación de capital extranjero.

La combinación adecuada de todas estas características ha retroalimentado el proceso de internacionalización, ha propiciado la recuperación de las exportaciones durante la crisis y ha contribuido a mejorar la posición de las empresas españolas en los mercados emergentes. Además, esta combinación benigna de características empresariales conforma el conjunto de determinantes no relacionados con el precio que ha influido en la variación de la cuota exportadora, explicando en última instancia el puzle español.

4. Política económica e internacionalización de las empresas españolas

Abordar el estudio del proceso de internacionalización de una economía - y en consecuencia su competitividad - desde una perspectiva desagregada implica, en buena medida, enfocar las recomendaciones de política económica tanto al ámbito macro como al microeconómico. Las políticas de internacionalización de la empresa española deben formar parte de una estrategia de crecimiento a medio y largo plazo con medidas de crecimiento efectivas y creíbles.

Desde una perspectiva agregada, el marco institucional de funcionamiento de la economía ha de esforzarse en **mejorar continuamente el entorno en el que operan las empresas**, lo que vale tanto para las que exportan como para las que no, en una doble vertiente: los mercados de factores productivos (mercados de trabajo y de capitales y acceso a nuevas tecnologías e innovaciones productivas) y los mercados de bienes y servicios.

Por lo que respecta al **mercado de trabajo**, la reciente reforma laboral ha supuesto un avance considerable al poner a disposición de las empresas mecanismos de utilización del factor trabajo más flexibles y eficientes. Una vez dado este salto discreto es necesario realizar un seguimiento continuo de la implantación de la reforma del mercado de trabajo, prestando especial atención a su funcionamiento entre las empresas internacionalizadas, con la finalidad de detectar aquellas disfunciones del mercado de trabajo español que sigan constituyendo una desventaja para competir con otros países en los mercados internacionales. La simplificación en el número de contratos y la introducción de incentivos a la contratación de trabajadores de manera indefinida, hasta que la temporalidad tenga carácter residual, permitirían mejorar aun más la situación del mercado de trabajo y la productividad de las empresas.

En cuanto a las recomendaciones en el ámbito de los **mercados de capitales**, dada la importancia que tiene financiar la actividad de comercio exterior desde que las empresas empiezan a producir hasta que terminan cobrando de sus importadores extranjeros y los riesgos financieros en los que incurrir, es necesario adoptar **medidas de incentivación del crédito a las empresas exportadoras y a la internacionalización de las PYMES**. Una vía es reforzar el papel del CESCE, mediante seguros de crédito y programas de co-riesgos con entidades financieras. Un menor consumo de capital de las entidades bancarias (en línea, por ejemplo, con la propuesta del Parlamento Europeo en CRD4) por parte de determinadas líneas de financiación ligadas a la actividad exportadora incentivaría el crédito a las mismas. De la misma manera el fomento de las sociedades de garantía recíproca a través de garantías públicas apropiadas permitiría diversificar el riesgo de la financiación a la actividad exportadora. Adicionalmente, dada la excesiva dependencia de la financiación bancaria por parte de las empresas españolas, que al igual que en otros países europeos es muy superior a la observada en Estados Unidos, es necesario incentivar otras formas complementarias de financiación. En este sentido, las titulizaciones y/o emisiones de bonos de agrupaciones de PYMES exportadoras podría ser una forma muy efectiva de mejorar su acceso a los mercados de capitales, al beneficiarse de las ventajas de emisiones de carteras de mayor tamaño y con un riesgo mucho más diversificado. Otra desventaja relativa de las empresas españolas en comparación a otros competidores internacionales que necesita reducirse con los incentivos y políticas adecuadas es la escasa implantación y alcance de las sociedades de capital riesgo, fundamental en los estadios iniciales de la actividad exportadora de muchas empresas. El apoyo financiero y de la administración que acaba de describirse es especialmente relevante en el caso de promoción de start-ups e incubadoras orientadas al comercio exterior.

La **mejora del entorno económico y regulatorio** resulta fundamental tanto en el funcionamiento de los mercados de factores como de productos. De acuerdo con el ranking de Doing Business, España ocupaba el puesto 44 en 2012 pero bajaba al 55 en las facilidades de comercio exterior. Obviamente, además de esa categoría, otras muchas resultan determinantes en la posición competitiva internacional de las empresas españolas. Por esta razón, **España debería marcarse como objetivo estratégico cambiar todas las regulaciones necesarias para pasar a estar, por ejemplo, entre las 10 primeras economías en cada una de esas categorías en un plazo limitado de tiempo** (por ejemplo un año). Uno de los ámbitos en los que este objetivo debe operar con especial intensidad es en la reducción de las **cargas administrativas** que imponen los distintos niveles de las AA.PP. a las empresas. Es necesario conseguir una regulación y una administración eficientes y ágiles, que promuevan la competencia entre empresas en un **mercado único** y faciliten al máximo su actividad económica y su proyección exterior. La existencia de una ventanilla única para las empresas con la que poder atender sus relaciones con todas las administraciones y agencias públicas debería ser un objetivo factible en un plazo razonable de tiempo, mediante la interconexión de sus diferentes plataformas informáticas.

Las regulaciones y marcos legales de funcionamiento de los mercados de factores y productos deben incluir **incentivos para que las empresas aumenten su tamaño**. En muchas ocasiones el marco regulatorio incluye discontinuidades injustificadas en el tratamiento de las empresas

en función de su tamaño, que generan incentivos para mantener una estructura productiva excesivamente atomizada. Como se ha mostrado en las secciones anteriores, el tamaño es determinante crucial de la productividad del trabajo y una de las variables fundamentales para explicar la probabilidad de que una empresa exporte y su supervivencia en los mercados exteriores tras varios años. En este sentido, una manera de facilitar que las empresas ganen tamaño es mediante la uniformidad de las regulaciones en España, aprovechando todas las ventajas de un mercado interior único, de la misma manera que éste ha sido uno de los objetivos a nivel de la UE. Por ejemplo, la evidencia muestra que la eliminación de barreras geográficas al establecimiento de grandes superficies comerciales facilita que las empresas comerciales ganen tamaño y puedan estar en condiciones de dar el salto a su internacionalización.

La administración pública no sólo debe eliminar barreras y obstáculos a la actividad empresarial sino que también debe promover activamente las exportaciones mediante el **aprovechamiento de economías de escala en la mejora de la diplomacia económica e inteligencia exterior**, a través de las oficinas comerciales y con una mayor coordinación y relación con las empresas españolas en el exterior.

De igual manera que la ventanilla única para las empresas españolas reduciría muchos costes administrativos, Investing in Spain (organismo actualmente dependiente del ICEX) debería funcionar como una ventanilla única para las empresas extranjeras que quieran invertir en España. Estas facilidades administrativas, junto con un tratamiento fiscal competitivo internacionalmente, deberían servir para aumentar la Inversión Extranjera Directa, puesto que ésta es una de las formas de incorporar los sectores productivos de un país en las cadenas mundiales de producción y, por lo tanto, de facilitar el proceso de internacionalización.

En el ámbito fiscal, la **sustitución de cotizaciones sociales por imposición indirecta** o devaluación fiscal (véase, por ejemplo, Boscá, Doménech y Ferri, 2012, Mooij y Keen, 2012, o Farhi, Gopinath y Itshkoki, 2011) es una forma de mejorar la competitividad a corto y medio plazo, con efectos similares a los de una devaluación del tipo de cambio, cuando éste no puede ser devaluado al pertenecer a un área monetaria. En el caso de la economía española, Boscá, Doménech y Ferri (2012) encuentran que un aumento del IVA (por ejemplo, dos puntos) acompañado de una disminución de las cotizaciones sociales (con efectos neutrales sobre los ingresos públicos) podría dar lugar a un aumento del 1,2% del empleo, del 0,93 del PIB y del 1,1% en las exportaciones después de dos años de su implantación. Otra reforma fiscal que podría plantearse es establecer un periodo transitorio (por ejemplo, cuatro años) de tipos marginales reducidos que incentiven atraer talento de otros países. El capital humano es a largo plazo el determinante fundamental de la productividad y, por lo tanto, de la posición competitiva de un país. Esta característica es aun más importante en las empresas que tienen que competir en los mercados internacionales.

Finalmente, en lo que respecta al **capital tecnológico** es necesario aprovechar las economías de escala en los procesos de I+D+i. Aunque la mayor parte de las inversiones en I+D las realizan las grandes empresas, las mejoras en el capital tecnológico benefician también a las pequeñas y medianas empresas que se encuentran en procesos de expansión, pero que todavía no tienen tamaño suficiente como para acometer por sí solas estos procesos de innovación tecnológica, que pueden ser cruciales para conseguir una ventaja comparativa a nivel internacional. En este sentido, la posibilidad de que estas empresas puedan contratar estos servicios tecnológicos a **institutos de gran tamaño especializados en proporcionar transferencia de conocimientos, tecnología e innovaciones** resulta crucial. La experiencia alemana del Fraunhofer analizada por Comín, Trumbull y Yang (2011) constituye un excelente ejemplo de colaboración público-privada en el terreno de la innovación, por el cual las empresas alemanas de cualquier tamaño establecen regularmente proyectos con este organismo y sus institutos cuando se enfrentan a retos tecnológicos. Como destaca Hauser (2010), otros países se han beneficiado a través de infraestructuras similares (ITRI en Taiwán, ETRI en Corea del Sur, o TNO en Holanda), que intentan cerrar la distancia entre los centros de investigación, que desarrollan innovaciones, soluciones tecnológicas o nuevos productos, y las empresas que adquieren una ventaja comparativa con ellos, sobre todo a nivel internacional.

5. Conclusiones

Este Observatorio ha analizado las características del proceso de internacionalización de las empresas españolas y las claves de su éxito empresarial en los mercados exteriores. Asimismo, se han examinado las palancas de política económica que pueden incentivar y facilitar este proceso de internacionalización durante los próximos años.

La evidencia muestra que desde la incorporación a la UEM hasta 2011 **la cuota de exportaciones españolas de bienes y servicios sobre el comercio mundial apenas cayó un 8,9%** a pesar del extraordinario aumento de las exportaciones de China, India y otros muchas economías emergentes, **mientras que las principales economías industrializadas han visto como sus cuotas de exportación en el comercio internacional disminuían entre un 20 y un 40 por ciento**. En general, la evolución de las cuotas de exportación en estos países guarda una escasa relación con la de los precios relativos de exportación, lo que indica que el resto de los determinantes de las cuotas de exportación ha desempeñado un papel más importante que la propia evolución de la competitividad-precio. El caso de España es distintivo, dado el papel positivo que han adquirido los determinantes de la cuota exportadora no relacionados con el precio. Así, se estima que si los precios relativos de las exportaciones se hubieran comportado de forma más favorable, como por ejemplo lo hicieron en Alemania, España hubiera aumentando su cuota mundial de exportaciones en 20 pp.

Este buen comportamiento relativo de la cuota de las exportaciones españolas ha ido en paralelo a **una mayor diversificación geográfica, hacia mercados emergentes y de rápido crecimiento (EAGLEs), y productiva**, hacia sectores con una mayor complejidad y capacidad de extender la exportación a otros bienes y sectores, beneficiándose del conocimiento acumulado. En ambas características la composición sectorial de las exportaciones españolas de bienes sobresale claramente por encima de la media mundial.

Por lo que respecta al ámbito de decisión de la empresa, los factores que determinan el proceso de internacionalización de las empresas españolas se pueden resumir en dos categorías fuertemente interconectadas. Por un lado, se encuentran las decisiones sobre los factores de producción, tal y como son el tamaño de empresa, la inversión en capital físico, la calidad del capital humano empleado y el gasto en I+D y en adopción de tecnología extranjera. Por otro, se encuentran las **decisiones sobre estrategias de mercado y financiación**, tal y como son los esfuerzos por la diversificación productiva y la innovación sobre el producto ya comercializado, y la búsqueda de financiación alternativa a la disponible en los canales bancarios tradicionales, incluida la participación de capital extranjero. La interacción de todas estas características ha retroalimentado el proceso de internacionalización, dando lugar a empresas exportadoras de elevada productividad y presencia en sus respectivos mercados.

Por último, dada la diversidad de determinantes del proceso de internacionalización de las empresas tanto a nivel macro como microeconómico, **el ámbito de actuación de la política económica ha de ser multidimensional**. El marco institucional ha de esforzarse en **mejorar continuamente el entorno en el que operan las empresas**, lo que vale tanto para las que exportan como para las que no, en una doble vertiente: las mejoras en el funcionamiento de los mercados de factores productivos (mercados de trabajo y de capitales, acceso a la financiación y a nuevas tecnologías e innovaciones productivas) y mejoras en los mercados de bienes y servicios. La mejora del entorno económico y regulatorio resulta fundamental, no sólo para eliminar barreras y obstáculos a la actividad empresarial sino también para facilitar y promover activamente las exportaciones, a través de medidas como las analizadas en este Observatorio.

Referencias

- Altomonte, C., Aquilante, T. y Ottaviano, G.I.P. (2012), "The Trigger of Competitiveness - The EFIGE Cross Country Report", Bruegel Blueprint Series, Vol. XVII.
- Antràs, P., Segura-Cayuela, R. y Rodríguez-Rodríguez, D. (2010), "Firms in International Trade (with an Application to Spain)", SERIES Invited Lecture at the XXXV Simposio de la Asociación Española de Economía.
- Banco de España (2011), "La Competitividad de la Economía Española", Informe Anual.
- Berman, N. y Héricourt, J. (2010), "Financial Factors and the Margins of Trade: Evidence from Cross-Country Firm-Level Data", *Journal of Development Economics*, Vol. 93, pág: 206-217.
- Boscá, J.E., Doménech, R. y Ferri, J. (2012), "Fiscal Devaluations in EMU", Economic Research Department BBVA Working Paper Series No. 1211.
- Comin, D., Trumbull, C. y Yang, K. (2011), "Fraunhofer: Innovation in Germany", Harvard Business School Note, 9-711-022.
- Correa-López, M. y Doménech, R. (2012). "La Internacionalización de las Empresas Españolas", BBVA Documentos de Trabajo No. 12/29.
- de Mooij, R. y Keen, M. (2012), "Fiscal Devaluations and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times" in A. Alesina and F. Giavazzi (eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*. University of Chicago Press (forthcoming).
- Di Giovanni, J. y Levchenko, A. (2010), "Firm Entry, Trade, and Welfare in Zipf's World", NBER Working Paper 16313.
- Farhi, E., Gopinath, G. y Itskhoki, O. (2011), "Fiscal Devaluations", NBER Working Paper 17662.
- Greenaway, D., Guariglia, A. y Kneller, R. (2007), "Financial Factors and Exporting Decisions", *Journal of International Economics*, Vol. 73, pág: 377-395.
- Hausmann, R., Hidalgo, C.A., Bustos, S., Coscia, M., Chung, S., Jiménez, J., Simoes, A. y Yildirim, M.A. (2011), *The Atlas of Economic Complexity: Mapping Paths to Prosperity*. Cambridge, MA.
- Hauser, H. (2010), *The Current and Future Role of Technology and Innovation Centres in the UK*. Report to the Department for Business Innovation & Skills.
- Melitz, M.J. (2003), "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, Vol. 71, pág: 1695-1725.
- Minetti, R. y Zhu, S.C. (2011), "Credit Constraints and Firm Export: Microeconomic Evidence from Italy", *Journal of International Economics*, Vol. 83, pág: 109-125.
- Navaretti, G.B., Schivardi, F., Altomonte, C., Horgos, D. y Maggioni, D. (2010), "The Global Operations of European Firms", Second EFIGE Policy Report.
- OECD (2008): *OECD Compendium of Productivity Indicators*. OECD.
- Rodríguez Crespo, A., Pérez-Quirós, G. y Segura Cayuela, R. (2012), "Competitiveness Indicators: The Importance of an Efficient Allocation of Resources", *Economic Bulletin* (January), Bank of Spain.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.