

Víctor Peiro. *Director General de Análisis*

Cuando hablamos del impacto de la variación de las divisas en la economía en general y en el mercado de acciones en particular, hay muchos ángulos que tener en cuenta, y alguno de ellos con efectos contrarios.

A nivel macro, el impacto más importante es el que se produce en el **coste de las importaciones y en la competitividad de las exportaciones.**

A nivel microeconómico, los tres efectos en los que nos centramos son: a) el que se produce en la **capacidad de exportar** de las empresas, b) en el impacto contable que se produce en las empresas que generan **negocio en otras monedas**, pero que a la hora de publicar los beneficios obtenidos, por ejemplo en dólares, tienen que ser traducidos a euros y c) en el **cambio de valoración que experimenta la deuda y gastos financieros** que las empresas pueden tener en moneda extranjera.

En lo que llevamos de 2018, el euro se ha apreciado un 4% frente al USD, que se suma al 12,5% que ya había escalado en todo el año 2017 (frente al 2016)

Esta es la variación teniendo en cuenta los niveles de cierre de ambos años y la última cotización.

Dicho cambio de “punto a punto” es el que es relevante para la valoración de los activos y pasivos a cierre del año. Sin embargo, es más relevante para las exportaciones y para el cálculo del impacto en resultados e ingresos de las empresas, la variación que se produce entre el **cambio medio de cada periodo**. Y en este caso el cuadro es menos dramático. Si comparamos la media de 2017 con 2016, la depreciación del USD fue tan sólo de poco más del 2%, Lo que sí está poniendo algo más en guardia a los mercados es que en lo que llevamos de 2018, esa depreciación si alcanza ya el 7%.

A nivel macro, pensamos que el impacto visto hasta ahora es asumible por la economía española, ya que casi el 52% de las exportaciones de nuestro país van a parar a la zona euro y el 67% si tenemos en cuenta toda la Unión Europea donde, por ejemplo, la libra sólo se ha depreciado menos de un 1% frente al euro en lo que llevamos de año (a pesar del Brexit)

A nivel de importaciones, el 46% procede de la UEM y el 57% de toda la UE. Por otra parte, **la apreciación del euro puede reducir algo el efecto de la subida del precio del petróleo**, ya que las importaciones energéticas y de productos derivados, como los químicos, suponen un 25%-30%.

El impacto de la fortaleza del EUR es coyuntural. De hecho, estimamos que **el valor de equilibrio del EUR/USD se sitúa entre 1,10 y 1,20**, y que a medio plazo la media debe acercarse a esos niveles. Aunque es cierto que las declaraciones y las actuaciones de los Bancos Centrales pueden producir volatilidad en la divisas, ya que pensamos que **actualmente y desde hace años, estamos en una “guerra de divisas”** por mantener la competitividad y ganar posiciones en el comercio mundial.

El impacto en las empresas españolas cotizadas es limitado en lo que se refiere a exportaciones, pero algunas empresas sí pueden tener un impacto significativo por traslación a euros de los beneficios obtenidos en la divisa de EEUU

A nivel de empresas, en muchas ocasiones el impacto de la apreciación o depreciación a nivel de beneficio neto está cubierto, bien de forma financiera o en la mayoría de los casos por cobertura natural al tener los activos y pasivos más o menos equilibrados en la misma moneda.

Sin embargo a nivel de resultados operativos (Ebitda), el efecto puede ser significativo. En este caso, lo importante es el cambio medio anual, cuya apreciación es más progresiva. En términos directos, **estimamos que aproximadamente el 10% del Ebitda del mercado español (las 60 principales empresas cotizadas), proviene de EEUU**. Adicionalmente, **alrededor del 12% proviene de Brasil y el 7-8% de México**. Estas dos divisas han perdido un 8% y un 7,7% respectivamente frente al euro, es decir, se han comportado de forma similar al USD.

En el mercado español, las empresas españolas con más del 20% de su Ebitda generado en EEUU son Acerinox, Ebro Foods, Grifols, Arcelor, Iberdrola, ACS, Siemens y Gamesa

Adicionalmente, hay compañías con una presencia directa baja en EEUU pero cuya actividad o las monedas en las que cobra o en las que fijan precios su producto están muy

dolarizadas, como **Inditex, Ence, Melia Hoteles y Repsol**. Otras empresas con una exposición significativa serían **Ferrovial, Santander, BBVA, Viscofán, Amadeus, IAG y Acciona**.

Síguenos: