

# Impacto de la crisis de las economías emergentes en las empresas cotizadas españolas

*Nereida González, Pablo Guijarro y Diego Mendoza\**

**El proceso de internacionalización de la empresa española ha cobrado un importante dinamismo a lo largo del último lustro. Esta tendencia ha operado de forma muy positiva en el comportamiento de los resultados empresariales durante la crisis económica padecida en España, sobre todo gracias al aumento de la exposición a países emergentes. Este posicionamiento podría, sin embargo, generar inestabilidad durante 2016 ante la expectativa de un crecimiento débil en Latinoamérica y, sobre todo, fruto de la incertidumbre procedente de China. Este artículo analiza las claves de la internacionalización de la empresa española, y el impacto que la dinámica de crecimiento de los principales bloques emergentes podría tener sobre los resultados empresariales y las cotizaciones bursátiles durante el ejercicio 2016.**

El proceso de internacionalización de la empresa española ha ganado protagonismo a lo largo de los últimos años como mecanismo para contrarrestar la debilidad de la demanda interna. Este proceso no es nuevo, pues el aumento de los flujos de inversión extranjera directa hacia otras economías había cobrado gran protagonismo al inicio de la década del 2000; sí es nuevo, en cambio, el aumento más que notable del número de empresas con base en España que exportan al exterior, y que, de acuerdo con los datos que facilita el INE, ascendieron en 2014 a más de 150.000, superando en un 50% el registro existente al inicio de la crisis en 2008 (gráfico 1).

Este aumento de la exposición internacional, que se ha tornado muy saludable en el último lus-

tro, reviste no obstante algunos factores de incertidumbre que vienen de la mano de las expectativas de desaceleración de algunas de las principales economías emergentes, en particular China y Brasil. A continuación desgranamos cuáles son las áreas geográficas en las que la empresa española tiene un grado de implantación superior y hasta qué punto la evolución en el mercado bursátil se puede ver negativamente afectada en los próximos trimestres por estas expectativas de desaceleración.

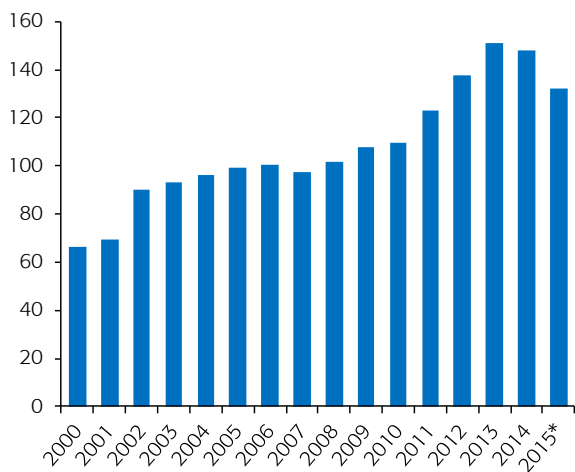
La estructura del artículo es como sigue: en primer lugar analizamos la exposición de la economía española a terceros países, desagregando los datos de inversión extranjera directa, de exportaciones y de crecimiento inorgánico; y en segundo

\* Afi, Analistas Financieros Internacionales S.A.

Gráfico 1

### Número de empresas exportadoras en España

(Miles)



Nota: \* 2015 incluye datos hasta octubre.

Fuente: Datacomex, Afi.

lugar, analizamos el comportamiento reciente del Ibex 35, a fin de realizar un balance de la potencial evolución futura del mercado bursátil sobre la base de la exposición geográfica de las empresas cotizadas.

## Exposición de España a terceros países

Para determinar a qué países tiene exposición España, hemos realizado un análisis de los flujos de inversión extranjera directa y de los flujos comerciales, así como de la dinámica de crecimiento inorgánico. A continuación exponemos los principales resultados.

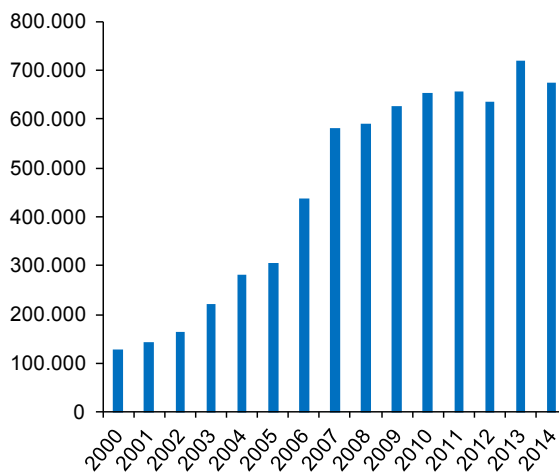
### Flujos y stock de inversión extranjera directa

Si se excluyen las economías desarrolladas, la exposición de España a terceros países vía inversión se concentra en América Latina, que aglutina más de un 25% (véanse los gráficos 2, 3 y 4). El 13% del stock de inversión de España en el extranjero en el año 2013 (últimos datos disponibles) se encontraba en Brasil, solo superado por Reino Unido (14%).

Gráfico 2

### Stock de inversión directa de España

(Millones de dólares)



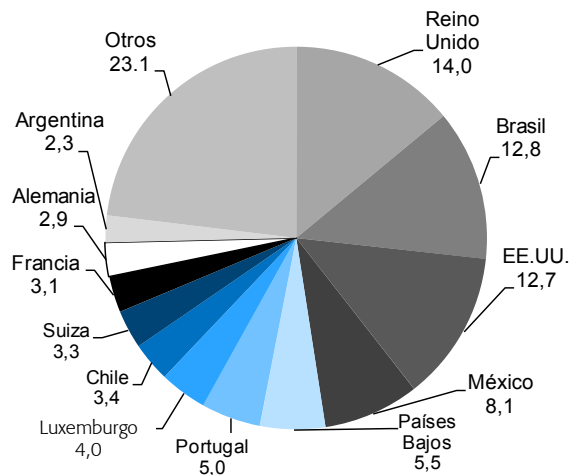
Fuente: UNCTAD.

Atendiendo a los flujos de inversión de España a Latinoamérica, se observa un cambio en el destino de la inversión en los últimos años. Hasta 2012, el principal país receptor de inversión española era Brasil. Sin embargo, a partir de 2013, España destina mayores flujos de inversión a

Gráfico 3

### Stock de inversión de España en el extranjero en 2013

(Porcentaje sobre el total)

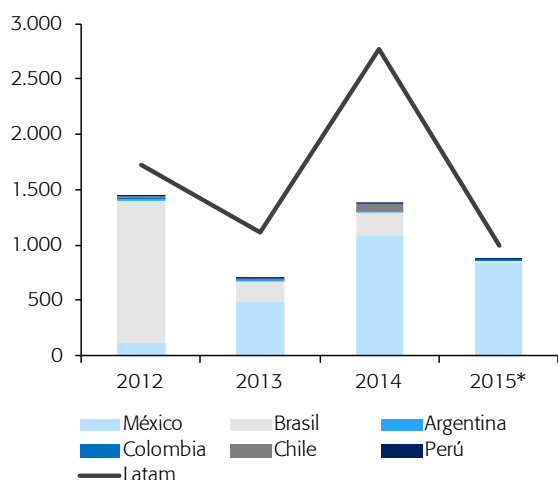


Fuente: Datainves, Afi.

Gráfico 4

### Flujos de inversión de España a Latinoamérica

(Millones de euros)



Nota: \* 2015 solo incluye los flujos hasta septiembre.

Fuente: Datainvox, Afi.

México, quedando Brasil relegado a una posición muy reducida en 2015.

### Flujos comerciales

El principal socio comercial de España sigue siendo la Unión Europea, región a la que se dirige el 70% de las exportaciones y que muestra además una tendencia creciente desde finales de 2009. A pesar de que el principal destino de las exportaciones de España es Francia, Alemania es el país hacia el que los flujos se han incrementado en mayor medida durante los últimos meses.

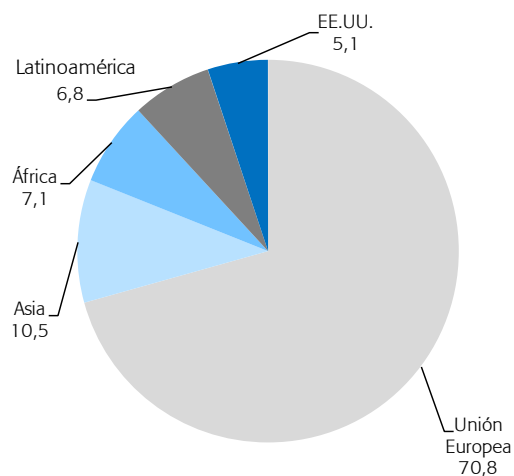
En cuanto a la exposición al bloque emergente, los principales países a los que España exporta se concentran en Asia, seguida de África, cuyas economías con un mayor peso en el comercio son Marruecos y Argelia. En último lugar se sitúa Latinoamérica, con un 7% del total de las exportaciones españolas (véase el gráfico 5).

Los flujos comerciales con Latinoamérica han permanecido estables en los últimos meses a pesar de la difícil situación económica de la región,

Gráfico 5

### Exportaciones de España por área geográfica en octubre 2015

(Porcentaje sobre el total)



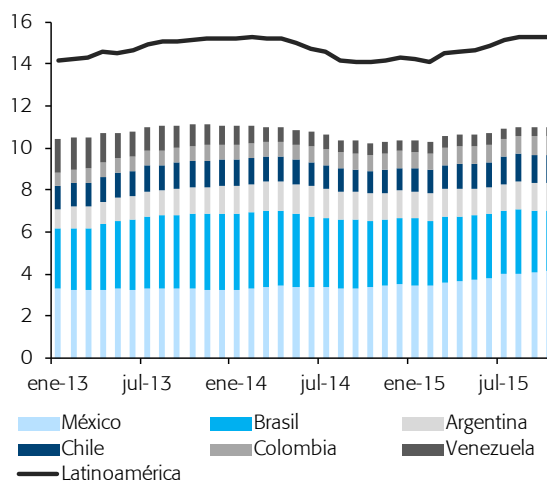
Fuente: Macrobond, Afi.

y más concretamente de Brasil. El fuerte retroceso de las exportaciones a Brasil se ha podido compensar por el incremento de las mismas hacia México y otros países que cuentan con unos fundamentales macroeconómicos más sólidos (gráfico 6).

Gráfico 6

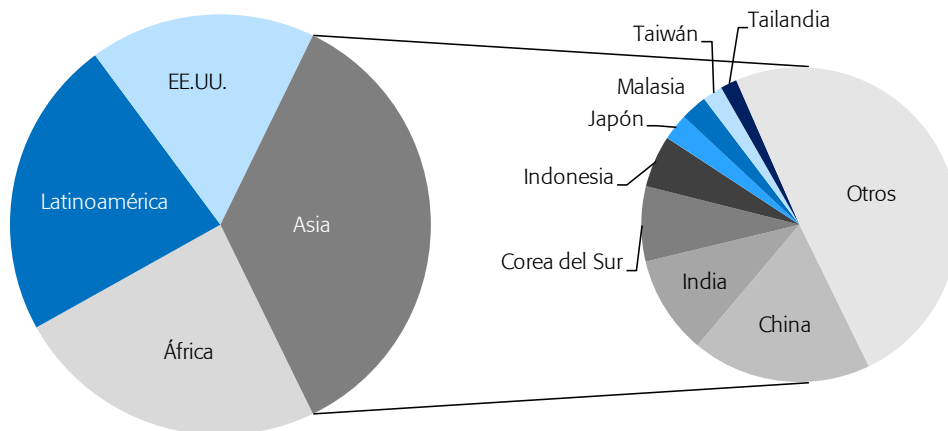
### Exportaciones de España a Latinoamérica

(Miles de millones de euros)



Fuente: Macrobond, Afi.

Gráfico 7

**Distribución geográfica de las exportaciones de España a países externos a la UE, con atención a Asia**

Fuente: Macrobond, Afi.

La estabilidad de la cuota de exportaciones que representa Latinoamérica en la balanza comercial española se contrapone al crecimiento progresivo

ha permitido el mantenimiento del crecimiento de las exportaciones españolas a China en los últimos trimestres.

*La mayor exposición de España a países emergentes vendría de la mano de los flujos de inversión y, especialmente, de los dirigidos a Latinoamérica. La presencia de empresas españolas en Brasil y México es mayoritaria y ha introducido, especialmente en el primer caso, una importante inestabilidad en las cuentas de resultados de 2015 que puede mantenerse en este ejercicio.*

En resumen, lo que se observa es una tendencia decreciente de las exportaciones de España a países emergentes con un trasvase hacia las economías desarrolladas y, principalmente, en la eurozona. Así, el mayor crecimiento de las exportaciones de España corresponde a aquellas cuyo destino es Alemania.

En este contexto, la mayor exposición de España a países emergentes vendría de la mano de los flujos de inversión y, especialmente, de los dirigidos a los países de Latinoamérica. La presencia en Brasil y México es mayoritaria por parte de empresas españolas, elemento que ha introducido, especialmente en el primer caso, una importante inestabilidad en las cuentas de resultados durante el ejercicio 2015.

de las economías asiáticas (gráfico 7). Asia se sitúa ya en el 11% del total de las exportaciones españolas (36% de las exportaciones a países externos a la Unión Europea).

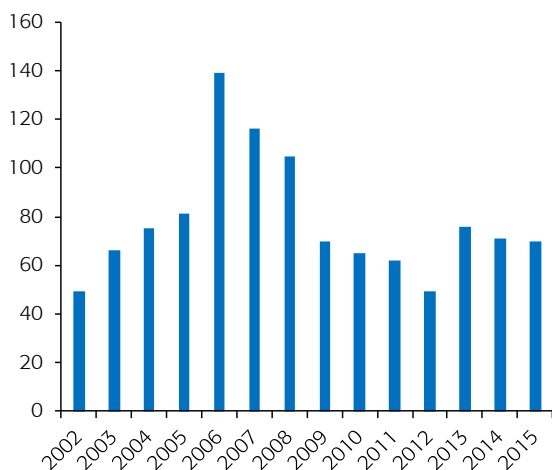
El principal socio comercial asiático sigue siendo China. A pesar de la desaceleración de su economía, las exportaciones hacia ese país mantienen una senda de crecimiento estable. El cambio del modelo chino hacia una economía de consumo

**Crecimiento inorgánico**

La evolución de los datos relativos a compras y fusiones realizadas por empresas españolas en otros países permite completar la fotografía

Gráfico 8

### Número de transacciones corporativas transfronterizas de empresas españolas



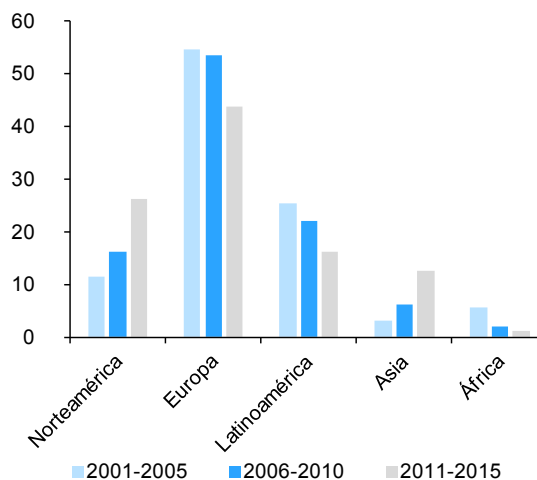
Fuente: Bloomberg, Afi.

ofrecida por los flujos comerciales y el *stock* de inversión extranjera directa. Los elementos más importantes del análisis son los siguientes:

- La crisis financiera ha supuesto un freno significativo para la expansión exterior a través de procesos inorgánicos, pues desde 2007 el número de transacciones ha caído prácticamente a la mitad (véase el gráfico 8), situándose, en 2015, en tan solo 70 (con datos a noviembre).
- En segundo lugar, la exposición geográfica, que ponían de manifiesto tanto las cifras de inversión extranjera como los flujos comerciales, presenta algunos puntos de confluencia con respecto a la estrategia de crecimiento inorgánico de la empresa española (gráfico 9). Así:
  - la concentración en Europa también es una característica de los procesos de adquisición de empresas no residentes por parte de empresas españolas;
  - la concentración del *stock* de inversión extranjera en economías anglosajonas se

Gráfico 9

### Distribución geográfica de las transacciones corporativas transfronterizas de empresas españolas



Fuente: Bloomberg, Afi.

refleja también en el hecho de que prácticamente el 25% de las transacciones que han tenido lugar entre 2002 y 2015 han tenido como objetivo empresas con residencia en EE.UU. y Reino Unido.

- Por último, Asia también representa un peso relativo creciente en el ámbito de las transacciones corporativas, al igual que sucede con la evolución de los flujos comerciales hacia la región.

## Impacto en la renta variable española

El carácter doméstico de las empresas del Ibx 35 sigue siendo predominante. Según los últimos datos detallados disponibles, correspondientes al cierre del ejercicio 2014, aún cerca del 40% del volumen de ventas de las compañías del índice provienen del mercado español. El proceso de internacionalización de los últimos años se ha llevado a cabo mayoritariamente hacia economías de nuestro entorno y desarrolladas en general, donde se generan aproximadamente un tercio de los ingresos.

No obstante, el peso del bloque emergente es muy significativo en las cuentas de las empresas del Ibex, especialmente en el caso de Latinoamérica, que representa ya el 23% de los ingresos de las empresas del índice español y es el segundo bloque en importancia relativa en este ámbito.

La desaceleración económica en China y las persistentes caídas de las cotizaciones de las materias primas están perjudicando al grueso de las economías emergentes, especialmente las de Latinoamérica, y más concretamente Brasil. Cabría pensar que, dada la exposición geográfica del Ibex 35, el impacto en las empresas españolas fuese superior al de sus homólogas europeas. Y ello a pesar de que la recuperación de la actividad está siendo de mayor intensidad en España que en el resto de las principales economías del entorno.

Si atendemos a la evolución reciente del Ibex, podemos observar un castigo diferencial a las cotizaciones de las empresas que integran el índice, en comparación con selectivos como el EuroStoxx 50 (eurozona), el S&P 500 (Estados Unidos) o el Nikkei 225 (Japón). La exposición geográfica constituye en este sentido un importante factor idiosin-

crático del Ibex 35 que justifica, en gran parte, su peor comportamiento relativo durante 2015.

En adelante, la esperada estabilización del crecimiento económico de China en tasas del orden del 6,0%-6,5% anual debería llevar aparejada una transición de la dinámica reciente de los precios de las materias primas y unas mejores perspectivas para las economías emergentes.

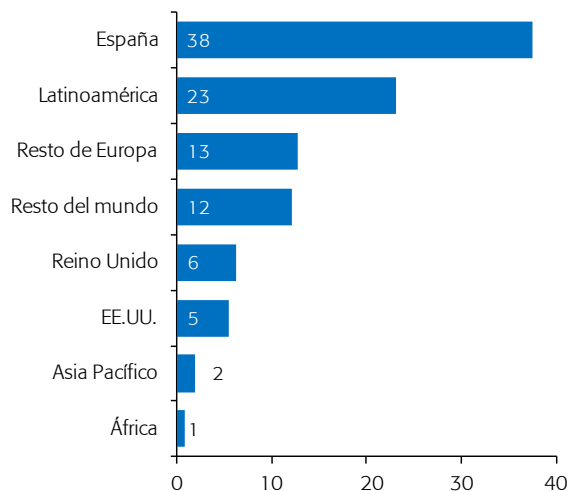
*La desaceleración económica en China y las persistentes caídas de las cotizaciones de las materias primas están perjudicando al grueso de las economías emergentes, especialmente las de Latinoamérica, y más concretamente Brasil.*

La visión sobre China se extiende al conjunto de economías emergentes como recogemos en nuestras previsiones de crecimiento, y que también refleja el Fondo Monetario Internacional (FMI). De acuerdo con el FMI, el conjunto de economías emergentes crecerá un 4,0% en 2015 y un 4,5% en 2016, para luego acelerar y estabilizarse en tasas de crecimiento del orden del 5,0% en el periodo 2017-2019 (véase el cuadro 1).

Gráfico 10

**Porcentaje de ventas de las empresas del Ibex 35 según área geográfica**

(Datos a cierre de 2014. En porcentaje)

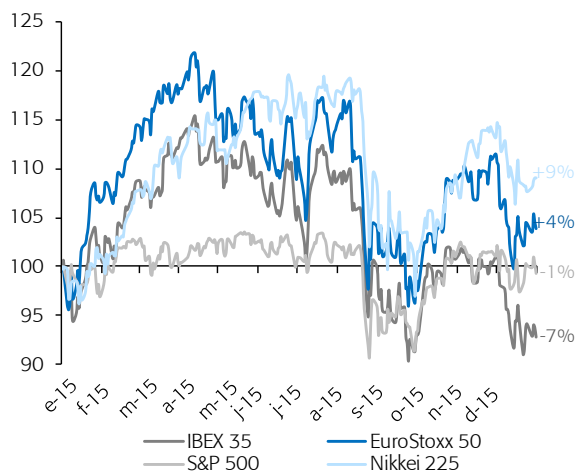


Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 11

**Evolución de índices de renta variable**

(Base 100 en enero 2015)



Fuente: Bloomberg, Afi.

Cuadro 1

**Previsiones de crecimiento del PIB mundial (Afi y FMI)**

(Porcentaje)

	Afi		FMI (octubre 2015)				
	2015	2016	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Economías desarrolladas</b>			<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
EE.UU.	2,6	2,8	2,6	2,8	2,7	2,4	2,0
Eurozona	1,6	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Alemania	1,7	2,3	1,5	1,6	1,5	1,3	1,3
España	3,2	2,7	3,1	2,5	1,8	1,8	1,7
Reino Unido	2,6	2,4	2,5	2,2	2,2	2,2	2,1
<b>Economías emergentes</b>			<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>
Brasil	-3,0	-1,5	-3,0	-1,0	2,3	2,3	2,4
México	2,6	3,2	2,3	2,8	3,5	3,8	3,8
India	7,7	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,7
China	6,5	6,1	6,8	6,3	6,0	6,1	6,3

Fuente: FMI, Afi.

Es importante destacar, no obstante, que el bloque al que el Ibex 35 tiene una mayor exposición, Latinoamérica, se va a ver muy lastrado por el mal comportamiento previsto para Brasil y la debilidad que se anticipa para México o Chile. Este hecho puede mantener cierta volatilidad en las cuentas de resultados de las empresas más expuestas a estas economías.

Con todo, nuestra visión es que durante 2016, el mantenimiento de las actuaciones del Banco Central Europeo en los mercados financieros, así como la positiva dinámica de crecimiento que se anticipa para España, EE.UU., Reino Unido o Alemania, deben contribuir a paliar la incertidumbre que se deriva de una coyuntura económica de los países emergentes que, por primera vez en los últimos cinco años, genera importantes dudas. Sobre la base de esta consideración, podría concluirse que el comportamiento del Ibex 35 no debería verse afectado por la situación de los emergentes. Sin embargo, y en la medida en la que la exposición geográfica de los integrantes del selectivo no es homogénea, es importante concluir que aquellos con un mayor peso de Latinoamérica en su cuenta de resultados continuarán registrando

presión en su cotización bursátil, pudiendo condicionar de forma substancial el comportamiento del índice en su conjunto.

## Conclusiones

La dinámica de internacionalización de la empresa española ha sido un factor decisivo para contener la debilidad del crecimiento económico en el período reciente de crisis en España. Este proceso de internacionalización se ha caracterizado por una presencia cada vez más consolidada en Latinoamérica y un aumento de los flujos comerciales con Asia, que han ido suavizando –aunque de modo muy tenue– la tradicional dependencia del sector exterior español vinculado a la economía europea.

En el futuro inmediato, este posicionamiento internacional puede inducir cierta volatilidad en la cuenta de resultados de las empresas españolas, de la mano de la incertidumbre relativa al comportamiento de las principales economías emergentes, especialmente China o Brasil. Gran parte del mal comportamiento relativo del Ibex 35 durante 2015 viene explicado, sin duda, por una exposi-



ción geográfica que representa un factor diferencial frente a otros selectivos del entorno.

---

*Las dudas sobre la coyuntura económica de los emergentes se ven contrarrestadas por la presencia –mayoritaria– de la empresa española en mercados como EE.UU., Reino Unido o Alemania, países para los que las perspectivas de crecimiento son positivas para los próximos trimestres.*

---

Las dudas que emanan de la coyuntura económica de los emergentes, no obstante, no deben ocultar la presencia –todavía mayoritaria– de la empresa española en mercados como EE.UU.,

Reino Unido o Alemania, países para los cuales las perspectivas de crecimiento son positivas para los próximos trimestres. Esta circunstancia, unida a la previsión de mantenimiento de ritmos de crecimiento de la economía doméstica en el entorno del 3%, debe permitir aliviar la debilidad procedente de las economías emergentes.

De cara al posicionamiento de los próximos meses, y a pesar de las consideraciones expuestas, es importante señalar que la exposición geográfica de los integrantes del Ibex 35 no es homogénea, siendo las cotizaciones de aquellos más expuestos a Latinoamérica las que con toda seguridad se pueden ver más castigadas en 2016, y condicionando el comportamiento del índice en su conjunto.