

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1. Tiembla el sector inmobiliario en bolsa, pero se descarta el estallido de la "burbuja"

El fuerte desplome de la cotización de la inmobiliaria Astroc a mediados de abril, que supuso una fulminante caída del 65 por 100 en tan sólo una semana, hizo saltar las alarmas. Los temores a que se produjera el pinchazo de la supuesta burbuja inmobiliaria en España recorrieron los circuitos bursátiles, y los económicos en general. Pero los malos augurios parece que no van a cumplirse.

De hecho, poco después de esta mini-debacle bursátil que afectó al conjunto del sector de constructoras e inmobiliarias, se hacía público un tranquilizador dato del PIB del primer trimestre de 2007. La economía española creció en ese período un 4,1 por 100 sin la pujante participación de la construcción, uno de los motores indispensables de la actividad económica nacional en los últimos años. Es más, ese aumento del PIB ha sido el mayor del último lustro, lo que ha servido para desdramatizar, al menos parcialmente, la desaceleración del sector inmobiliario, una desaceleración que, "pinchazos" al margen, es una realidad.

Una buena parte de los analistas del sector considera que el mercado inmobiliario se encuentra al final de un ciclo de exuberante bonanza, las constructoras se han endeudado con intensidad y consecuentemente aumenta su riesgo financiero. En este sentido, la crisis de Astroc pone de manifiesto un cambio de expectativas y un temor a una ralentización del mercado inmobiliario mayor de la esperada.

No obstante, todo apunta a un aterrizaje suave del negocio inmobiliario. Durante el primer trimestre, el precio medio de la vivienda libre subió en España un 7,2 por 100,

el menor incremento desde 1999. Y en el caso de la vivienda usada, en Madrid y Barcelona los precios aumentaron por debajo del 1 por 100 en esos primeros tres meses del año, lo que viene a reforzar la tesis del aterrizaje suave del sector. Si se mantiene esta tendencia, la evolución de los precios de la vivienda será similar al de la inflación, o incluso se puede situar por debajo.

Aunque los expertos más pesimistas utilizan otros datos para predecir una mayor deflación de los precios inmobiliarios e incluso auguran la crisis del sector debido al exceso de oferta. Así, el tiempo promedio de venta de viviendas ha pasado de seis meses en el año 2005 a los más de dos años de la actualidad. También preocupa a estos analistas que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) haya señalado en un informe reciente que el mercado inmobiliario español está sobrevalorado en un 30 por 100 y recuerda que entre 1996 y 2006 el alza acumulada de los precios ha sido del 130 por 100.

El consenso de los expertos apunta, no obstante, a un ajuste gradual del sector inmobiliario con una lenta desaceleración de los precios y la consolidación de la actual moderación de la actividad. La menor presión de la demanda irá seguida con cierto retardo de la moderación de la actividad y del empleo en el sector de la construcción residencial, como señala un reciente informe de una gran entidad de crédito nacional.

Pero la debilidad del mercado residencial en España puede ser compensada, al menos parcialmente, con el vigor que muestra el segmento de oficinas.

Uno de los fantasmas que más preocupan a los agentes que participan en esta industria es la difícil situación

desatada en EE.UU., donde se constata una acusada caída de las ventas de inmuebles de segunda mano —la mayor desde 1989—, con el consiguiente descenso de los precios. El sector hipotecario de alto riesgo ha sufrido una crisis en toda regla y el sector residencial, y en general el de la construcción, viven horas bajas. Todo ello ha impactado negativamente en el crecimiento económico de EE.UU.

A pesar de que la tendencia alcista de los tipos de interés ya se ha dejado notar en el capítulo de las hipotecas y en un endurecimiento de las condiciones crediticias para los promotores, las previsiones apuntan a que este año y en 2008 el ritmo de construcción de viviendas se desacelerará moderadamente, hasta medio millón de unidades anuales frente, por ejemplo, a las casi 730.000 de 2005.

Y aunque la sangre no ha llegado al río bursátil, lo cierto es que la corrección a la baja de las cotizaciones de los valores inmobiliarios, sin ser traumática, sí ha sido severa. Desde mediados de abril hasta principios de junio, cuando Astroc cayó un 75 por 100, Urbas perdió en bolsa un 41 por 100, Cleop un 29 por 100, Montebalito casi un 26 por 100, Fadesa (21 por 100), Colonial (20 por 100) y Sacyr Vallehermoso (18,5 por 100), mientras que la mejor parada era Fomento de Construcciones y Contratas (FCC) con un retroceso de "sólo" el 10 por 100. En el mismo intervalo temporal, el índice Ibex 35 cedió menos de un 1,5 por 100, lo que refleja el trato "diferencial" que los inversores han dispensado a las compañías cotizadas del sector de la vivienda.

2. Las aerolíneas de bajo coste convulsionan al sector aéreo convencional

El modelo *low cost* está pasando factura a las aerolíneas tradicionales europeas, que se están viendo perjudicadas por una creciente y agresiva competencia en el sector. Los resultados del primer trimestre no han hecho más que confirmar los temores de las compañías aéreas convencionales.

Cada vez resulta más evidente la amenaza que representan las aerolíneas de bajo coste. Por ejemplo, Ryanair y Easyjet decidieron azuzar aún más la guerra de precios a principios de mayo y lanzar una ofensiva de promociones en las tarifas. La eficiencia es el arma letal de estas compañías. Los salarios se encuentran ajustados y permiten que los costes estén más controlados que en las grandes compañías del sector, que siguen un modelo de negocio que responde a una etapa anterior.

Los resultados trimestrales de algunas aerolíneas europeas confirman la mala racha por la que atraviesan las compañías de bandera. British Airways perdió en el primer trimestre 187 millones de euros y su valor bursátil ha caído cerca de un 20 por 100 desde comienzos de año (hasta la primera semana de junio). Alitalia registró unas pérdidas de 107 millones en el primer cuarto del año, mientras que el precio de sus acciones se desplomó en esos más de cinco meses casi un 25 por 100.

Iberia constituye una de las excepciones de las compañías áreas convencionales del Viejo Continente. Su beneficio del primer trimestre de 2007 se incrementó un 127 por 100, gracias a la reducción de costes y a la depreciación del dólar, lo que compensó el encarecimiento del petróleo. La aerolínea española además está dibujando en 2007 una trayectoria bursátil espectacular, con una revalorización del 40 por 100. Esta impresionante subida (el índice Ibex 35 ganó en ese mismo período un 4,74 por 100) tiene mucho que ver con todos los movimientos que rodean a la más que posible adquisición de Iberia.

Y es que, precisamente, el empuje del modelo *low cost* hace inminente un proceso de concentración en el sector en el ámbito europeo. En este sentido, algunos expertos de esta industria consideran que el interés de las firmas de capital privado por las aerolíneas de bandera europeas responde al deseo de colocar parte de la liquidez de que disponen y no necesariamente a un interés estratégico de estas firmas.

Volviendo al caso de Iberia, la aerolínea British Airways, junto al consorcio formado por el fondo estadounidense Texas Pacific Group (TPG) y los fondos españoles Vista Capital, Ibersuizas y Quercus, es la que más cerca está de hacerse con la compañía aérea española. La oferta amistosa que este grupo comprador ha presentado por Iberia es de 3,6 euros por acción (en el entorno de 3,8 euros cotizaba Iberia a principios de junio). Al cierre de esta edición se esperaba la respuesta de los accionistas de la aerolínea española a esta OPA que, dado su carácter amistoso, sería retirada si el consejo de Iberia no la acepta.

3. Las medianas empresas ganan protagonismo en la Bolsa española

Los pasados días 30 y 31 de mayo se celebró en Madrid la tercera edición del Foro Medcap, de empresas de pequeña y mediana capitalización, organizado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). El encuentro se saldó con la participación de representantes de 60 empresas, 200 inversores,

analistas y profesionales del sector y medio centenar de periodistas de una treintena de medios de comunicación; se celebraron unas 200 reuniones privadas, "one to one", entre empresas, analistas, inversores, etcétera.

El anfitrión del Foro y presidente de BME, Antonio Zoido, ofreció datos reveladores de la pujanza de estas compañías. Las empresas de pequeña y mediana capitalización facturaron en 2006 el equivalente al 7 por 100 del PIB, los beneficios de las primeras crecieron un 32 por 100 el año pasado y los de las medianas un 40 por 100. Además, la revalorización bursátil de este segmento del mercado está resultando extraordinaria: el Ibex Small Cap subió en 2006 un 54 por 100 por un 42 por 100 del Ibex Medium Cap, superando incluso el fuerte ascenso del índice español de referencia, el Ibex 35 (+32 por 100). Y el ímpetu alcista se mantiene en 2007, con un alza acumulada hasta principios de junio superior al 13 por 100 para el Ibex Small Cap y de más del 12 por 100 para el Ibex Medium Cap.

Zoido destacó la creciente participación de estas compañías en el negocio bursátil: si en el trienio 2002-2004, el 80 por 100 de la contratación de la Bolsa española lo aglutinaban las diez mayores empresas cotizadas, actualmente el resto de las compañías ya concentra el 52 por 100. Este aumento de la liquidez corre paralelo al del tamaño, ya que al cierre del mes de abril, la capitalización bursátil de las pequeñas y medianas empresas ascendía a 140.000 millones de euros, un 27 por 100 más que un año antes.

Estas compañías, además, se muestran muy activas en los movimientos corporativos, que explosionaron en España en 2006, ya que en su mayor parte estuvieron protagonizados por estas empresas. La sucesión de fusiones y adquisiciones ha provocado un aumento de las ampliaciones de capital, recurso utilizado para captar financiación que permita afrontar esas operaciones corporativas, y el año pasado, de las 103 nuevas emisiones de capital realizadas en la Bolsa española, 83 correspondieron a compañías de pequeña y mediana capitalización.

Este creciente segmento de la Bolsa también se diversifica. El presidente de BME anunció la puesta en marcha de fondos cotizados (Exchange Traded Funds —ETF—) sobre los índices Ibex Medium y Small Cap para finales de junio o principios de julio. Santander ha sido la entidad que se ha adjudicado la licencia para comercializar estos productos financieros, que incorporan las ventajas tanto de los fondos —una cartera diversificada, regulada y transparente— como de las acciones —con su cotización en tiempo real y una elevada liquidez—, como así puso de manifiesto el representante de Santander que participó en el Foro Medcap.

Al calor del espectacular crecimiento de los ETF en EE.UU., Santander espera que en España estos productos lleguen a tener la misma acogida ya que los ETF no están destinados exclusivamente a los grandes inversores, sino también a los minoristas.

4. La piratería de *software* resta crecimiento al PIB español

El uso de programas informáticos piratas, aparte de perjudicar a sus fabricantes originales, resta empuje al crecimiento económico. El caso español es un buen ejemplo de este fenómeno ya que en nuestro país el uso de estas copias ilegales es muy superior al que se registra en el resto del Viejo Continente. España ocupa el tercer puesto, tras Italia y Grecia, entre los países más "piratas" de Europa Occidental.

La *Business Software Alliance* (BSA), asociación que representa a la industria del *software* a escala mundial, considera que el uso de programas piratas ha confirmado recientemente el deterioro que causa al conjunto de la economía española. Durante la presentación del informe Global sobre piratería del *software*, elaborado por la consultora especializada IDC, el presidente del comité español de BSA, Luis Frutos, señaló que el índice de piratería en el uso de programas informáticos en España se mantiene en el 46 por 100, diez puntos por encima de la media europea.

Según la agencia, si este porcentaje consiguiera reducirse hasta el 36 por 100, el PIB español aumentaría en 2.600 millones de euros, lo que supondría un incremento del 0,25 por 100 respecto al PIB registrado en 2006, cuando alcanzó la cifra de 1,08 billones de euros.

Además, BSA ha añadido que, en ese supuesto de reducción de la piratería, el sector tecnológico podría crecer en España un 58 por 100, se crearían unos 4.000 puestos de trabajo e incluso el Estado se beneficiaría, ya que se estima que recaudaría 445 millones de euros adicionales en IVA y otros impuestos indirectos.

Según los datos del informe, las pérdidas ocasionadas a la industria del *software* por el uso ilegal de programas alcanzan ya los 689 millones de euros y suponen la pérdida de entre 4.000 y 6.000 empleos.

El coste medio para las empresas que fueron objeto de registro judicial por actividades de uso y reproducción ilícitas de *software* en 2006 (de un total de 361 acciones legales) ascendió a alrededor de 49.000 euros en concepto de indemnizaciones. A lo que habría que añadir los gastos

necesarios para adquirir el *software* legal que sustituya al pirata. Los motivos que están detrás de esta "delincuencia informática" que baraja BSA son la constante creación de PYME (ampliación del mercado consumidor), el incremento del uso de la banda ancha que facilita las descargas ilegales y la instalación de versiones de Linux (más baratas) sobre las que se pueden instalar versiones piratas de Windows.

En el conjunto de la Unión Europea, las pérdidas para la industria derivadas del *software* ilegal instalado en ordenadores personales disminuyeron el año pasado en 797 millones de euros. No obstante, dichas pérdidas siguen suponiendo más de 8.700 millones de euros.

La industria del *software* en España está formada por cerca de 12.000 empresas que en 2006 generaron un volumen de negocio de 2.500 millones de euros y dan trabajo a unas 80.000 personas, además de generar unos 300.000 empleos indirectos, según datos facilitados por la Asociación de Empresas de Electrónica, Telecomunicaciones y Tecnologías de la Información de España (AETIC).

5. Las energías renovables cotizan al alza

La banca de inversión de EE.UU. apuesta por las compañías cotizadas cuya actividad principal está centrada en las energías renovables. El banco de inversión Merrill Lynch destaca en un informe el espectacular comportamiento bursátil de estas empresas en los últimos años. Concretamente, en los cinco primeros meses de 2007, el sector se ha revalorizado cerca del 25 por 100.

Esta rentabilidad resulta especialmente significativa si se compara con la evolución del índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York (NYSE), que en el mismo período ha logrado un meritorio avance de más del 8 por 100 que, sin embargo, queda muy lejos de esos logros de las compañías de energías renovables.

Sin embargo, la diferencia se estrecha si la comparación se realiza con algunos índices bursátiles europeos, como por ejemplo el británico FTSE Euro 100, que en esos mismos meses acumulaba una subida también próxima al 25 por 100.

En cuanto a los diferentes sectores que engloba el conjunto de las energías alternativas, destaca la solar, con una revalorización desde el pasado enero de aproximadamente el 30 por 100. El índice FTSE Global Energy, que agrupa a todo el sector energético (combustibles renovables y no renovables), registró un modesto avance del 6 por 100.

El estudio del banco de inversión hace referencia además a la trayectoria bursátil de las compañías españolas dedicadas a las energías renovables y el análisis también resulta favorable. La compañía española mejor parada es Abengoa, primer productor de bioetanol de Europa y quinto de EE.UU. Merrill Lynch augura un repunte en los precios del petróleo y esto se traducirá en ganancias en la cuenta de resultados de la productora española de biocombustibles. Cuanto más sube el precio del crudo, más atractivas resultan las energías alternativas que tienen más margen para resultar rentables. Las perspectivas son también halagüeñas para el resto de compañías españolas del sector.

La apuesta por la industria del biocombustible no es exclusiva de la banca de inversión. La Administración estadounidense también está a favor de potenciar estos combustibles. De hecho, el presidente de EE.UU., George Bush, se ha pronunciado en varias ocasiones sobre la necesidad que tiene la primera potencia del mundo de reducir su dependencia del crudo "extranjero". El mandatario norteamericano estableció el objetivo de reducir antes de 2017 un 20 por 100 el consumo de gasolina, principalmente a través de combustibles alternativos como el etanol.

6. Altas y bajas en los índices Ibex

El Comité Asesor Técnico del Ibex decidió el pasado 7 de junio que la compañía Bolsas y Mercados Españoles (BME) se incorporará al selecto grupo de los 35 valores que configuran el índice Ibex. BME ocupa a partir del 2 de julio el lugar que abandona Metrovacesa. Consiguientemente, BME sale del índice Ibex Medium Cap (de compañías medianas) mientras que la compañía inmobiliaria comenzará a ponderar en este indicador.

Junto con Metrovacesa, Logista, Vocento y Banco Guipuzcoano también entran en el índice Medium Cap. Las bajas de este indicador corresponden a Astroc, La Seda y SOS Cuétara, que se incorporarán al Ibex Small Cap.

Por su parte, CAF, Elecnor, Parquesol, Unipapel y Vueling ingresan en el Ibex Small Cap, mientras que Adolfo Domínguez, Tecnocom, Corporación Dermoestética, Miguel y Costas, Riofisa y Urbas abandonan este índice y siguen cotizando en el mercado continuo pero sin formar parte de los tres indicadores de referencia.

Los índices Medium y Small Cap agrupan a compañías de mediana y pequeña capitalización bursátil (cotización multiplicada por el número de acciones emitidas en el mercado), siempre que cumplan determinados criterios

de liquidez. En concreto, el índice Medium Cap incluye a las 20 empresas con mayor capitalización de su *free float* (capital flotante, el que no pertenece a ninguna participación de control y, por tanto, puede comprarse y venderse en el mercado de forma inmediata), mientras que el índice Small Cap aglutina a las 30 compañías siguientes por capitalización.

Victorio Valle-Blas Calzada. Pero no sólo se han producido cambios en la composición de los índices Ibex, con

anterioridad, el que fuera desde 2002 presidente del Comité Asesor Técnico de estos indicadores (CAT), Victorio Valle, dejó su cargo a petición propia el pasado mes de noviembre. Le sustituyó otro personaje legendario del sistema financiero español: Blas Calzada, quien ya ocupó la Presidencia del CAT entre 1992 y 2001.

BME, el holding de los mercados bursátiles españoles, señaló que Valle deja el cargo después de consolidar al Ibex 35 como referencia de las bolsas españolas.