

# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1. Los inversores en deuda pública se 'nacionalizan'

La tendencia decreciente de la demanda internacional en las subastas de deuda pública estadounidense supone una preocupación adicional para el Tesoro de EEUU, muy dependiente de los inversores extranjeros para colocar sus títulos, en un momento en el que se multiplican las emisiones por el costoso plan de rescate.

Reino Unido también se asemeja a EEUU en este sentido ya que depende en gran medida del dinero internacional para que absorba su deuda.

En noviembre de 2008 —últimas cifras publicadas—, un 53 por 100 de los bonos del Tesoro de EEUU estaba en manos foráneas. En Reino Unido, el porcentaje es del 36,3 por 100. Sin embargo, actualmente los ahorradores buscan más seguridad que nunca, lo que les lleva a posicionarse en sus propios países, donde se sienten más cómodos, invirtiendo en sus tesoros y en los bancos y empresas que les resultan conocidos. Por si fuera poco, la volatilidad en los mercados de divisas ha provocado que los inversores internacionales sean más cuidadosos con los riesgos de tipo de cambio y la agitación en el sector de los *hedge funds* ha eliminado también una importante porción del apetito extranjero. Esta tendencia ya se ha observado en países como Bélgica, donde la subasta de bonos a 10 años del pasado enero arrojó una demanda de fuera de Europa de apenas un 0,4 por 100 del total de los bonos, frente al 19 por 100 que representaba el año pasado. Por contra, la demanda de inversores belgas aumentó del 27 por 100 al 39 por 100. El resto se colocó entre inversores europeos.

Aunque en menor medida, en España también se ha observado este nuevo patrón de comportamiento. En la subasta de bonos a 10 años realizada por el Tesoro el pasado 3 de febrero, un 46 por 100 de la deuda fue a parar a inversores nacionales. Esta cifra, históricamente no representaba más de un tercio de estas emisiones. La misma pauta han seguido los bonos emitidos por los bancos con el aval del Tesoro.

Mientras, continúan multiplicándose las emisiones de bonos para intentar superar la difícil coyuntura económica. Según Aurelio Martínez, presidente del Instituto de Crédito Oficial (ICO), los estados emitirán deuda soberana por valor de unos 4,5 billones de euros para financiar sus respectivos planes anti-crisis, aunque considera que todas estas emisiones se colocarán. En la subasta celebrada el pasado 10 de febrero en España, el Tesoro Público adjudicó 2.819 millones de euros en letras con vencimiento a tres y seis meses y bajó la rentabilidad de ambos títulos hasta tasas ligeramente superiores al 1 por 100. El importe adjudicado en letras a tres meses alcanzó 755 millones de euros sobre un total de 3.170 millones demandados por los inversores. A seis meses se adjudicaron 2.064 millones de euros, frente a los 3.834 millones solicitados por el mercado.

En cualquier caso, y aunque el aluvión de papel público pueda ser absorbido por una demanda timorata que sólo se fía de las máximas calificaciones crediticias (las de los estados soberanos), el efecto *crowding out* está prácticamente garantizado. Los emisores privados se ven obligados a competir con este tipo de emisiones y tendrán que hacer más atractiva la rentabilidad de sus bonos, o lo que es lo mismo, financiarse más caro que en circunstancias normales.

## 2. Préstamos sindicados más escasos y más caros

La caída de un 38,2 por 100 registrada por los préstamos sindicados en Europa en el último año ha disparado los tipos de interés que las compañías del Viejo Continente deben pagar para poder renegociar las actuales deudas que tienen con los bancos.

Fuentes de la banca de inversión británica han señalado que, efectivamente, las empresas cada vez deben pagar intereses más altos a las entidades financieras para poder refinanciar su deuda. Aún así, todo apunta a que las compañías podrán afrontar estar refinanciaciones.

En enero se concedieron préstamos sindicados por valor de 21.600 millones de dólares (unos 16.800 millones de euros), un 38,2 por 100 menos que los 35.000 millones (27.200 millones de euros) que se concedieron a través de este tipo de créditos en enero de 2008, según un informe de Thomson Reuters.

Los problemas de los bancos internacionales para conseguir liquidez tras haber presentado hasta la fecha un billón de dólares en pérdidas y amortizaciones por la crisis financiera han frenado en seco este tipo de operaciones. Otra de las razones que los expertos encuentran a esta brusca caída es que la propia crisis ha hecho a los bancos cada vez más reticentes a actuar más allá de sus mercados nacionales, con la excepción de algunos bancos, como puede ser el Santander.

Este endurecimiento de los préstamos sindicados ha provocado que ya se hayan dado casos de empresas que han tenido que pagar unos intereses hasta siete veces más altos para poder refinanciarse. En el Reino Unido, la cadena de "pubs" Marston ha anunciado que pagará un tipo de interés extra de dos puntos porcentuales sobre los 295 millones de libras (unos 328 millones de euros) en los que ha ampliado una línea de crédito de 400 millones de libras (445 millones de euros) que vencen en 2010. Sin salir del Reino Unido, Reed Elsevier, compañía editora de las revistas *Gray's Anatomy* y *New Scientist Magazine*, podría ser la siguiente en sufrir la subida de los tipos de interés. La compañía está buscando una línea de crédito de unos 1.500 millones de euros para hacer frente el año que viene al vencimiento de un préstamo de 2.330 millones de dólares.

En próximos días, otras compañías como la siderúrgica Arcelor Mittal, la mayor productora de acero del mundo, o la constructora del Reino Unido Persimmon podrían encontrarse entre las siguientes en intentar refinanciar sus préstamos en las próximas semanas.

## 3. Asfixia de ayuntamientos y proveedores

La situación generada en los 8.112 ayuntamientos existentes en España tras el pinchazo inmobiliario ha provocado que salten las alarmas. Según distintas estimaciones, la morosidad de los consistorios con sus proveedores asciende a 30.000 millones de euros por servicios y obras de saneamiento urbano o de construcción.

La desesperación que llevó recientemente a un empresario de Loeches a amenazar con quemarse a lo bonzo por no cobrar del ayuntamiento de esa localidad las deudas pendientes podría no ser un hecho aislado debido a la asfixia financiera que padecen las PYME en la actualidad, según han asegurado la Asociación de Española para la Prevención de Impagos y Morosos (AEPIM).

Un par de semanas después de este lamentable suceso, el Secretario de Estado de Hacienda y Presupuestos, Carlos Ocaña, anunció que el Gobierno está trabajando en la puesta en marcha de algunas medidas para aliviar los problemas que tienen que afrontar las empresas como consecuencia de que algunas administraciones no pagan las deudas "en un tiempo razonable". Así lo puso de manifiesto durante un almuerzo organizado por la Asociación de Periodistas de Información Económica (APIE), donde admitió que la iniciativa podría funcionar a través del ICO y que el Gobierno es rápido en la puesta en marcha de medidas, por lo que llegarán "más en semanas que en meses".

Ocaña manifestó que el Gobierno no tiene una evidencia directa de a cuánto ascienden las facturas pendientes con los proveedores, aunque consideró "quizás exagerada" esa cifra de 30.000 millones que publicaron algunos medios.

De ese total de cuentas por cobrar, el 20 por 100 corresponde a uno de los sectores más afectados por la crisis económica en este momento: las PYME. Más de 6.000 millones de euros es la parte que reclaman los pequeños y medianos empresarios por obras ya acabadas. Además de las PYME, los grandes imperios empresariales como ACS o Ferrovial, que se dedican a las labores de saneamiento urbano en las ciudades por medio de contratos, también esperan inquietos sus correspondientes pagos.

Según ha señalado la Asociación Española de Limpieza (ASELIP), los 3.500 ayuntamientos que tienen contratados servicios con empresas de esta organización, entre ellos Madrid, Barcelona y La Coruña, tienen pendientes de pago 2.100 millones de euros, es decir, el 63 por 100 de

la factura total de los trabajos realizados por estas empresas en esos 3.500 consistorios.

Si estos importes suenan a operaciones de fichajes futbolísticos, la cifra aumenta cuando se suman los intereses del 11,2 por 100 que la ley establece, según han recordado miembros de Aepim.

Comunidades como Andalucía, Murcia o Canarias superan los 16 meses de media de retraso a la hora de pagar a los proveedores. "Incluso hay zonas donde se lleva esperando para cobrar más de dos años", han señalado fuentes de ASELIP. Los ayuntamientos de estas regiones no son los únicos que no pueden hacer frente a tiempo a sus obligaciones con los proveedores, ya que en la zona de Levante el promedio de demora es de nueve meses.

No obstante, hay ayuntamientos que han reducido el tiempo que tardan en 'firmar los cheques'. Así el Ayuntamiento de Madrid ha disminuido de seis a cuatro meses el pago de sus deudas. Situación que ASELIP espera "que siga así".

La solución a esta situación de morosidad de las corporaciones locales pasa, según varias organizaciones afectadas, sólo por un órgano: el Instituto de Crédito Oficial. La institución que preside Aurelio Martínez, "debería impulsar una línea de crédito con la que poner fin a esta situación", según la asociación de limpieza.

Los grupos parlamentarios de CiU y PP ya se han mostrado favorables a esta solución que aunque es temporal, daría un balón de oxígeno tanto a los ayuntamientos como a los afectados.

Las críticas de las asociaciones van más allá. La AEPIM envió a principios de febrero un primer listado de firmas de más de 500 empresas a los grupos parlamentarios para que el dinero público del 'Plan-E' concedido a los ayuntamientos se dedique a hacer frente a la morosidad.

#### 4. La inversión extranjera en España se resiste a bajar

A pesar de que las economías europeas sufrieron el año pasado un acusado descenso en la recepción de la inversión extranjera directa (IED), España consiguió desmarcarse de esta tendencia y lo seguirá haciendo en 2009, al menos así lo aseguran varios analistas.

La profunda crisis del sector financiero podría poner fin a una tendencia que ha llevado a la IED a cotas inéditas en

los últimos años, pero los expertos consultados afirman que los esfuerzos de las empresas por vender activos para sanear su elevado endeudamiento podrían aumentar las inversiones extranjeras en España. Además, recuerdan que la reordenación del mapa energético y, más en concreto, la compra por parte de Enel del 25 por 100 de Endesa que Acciona posee también podrían disparar estos flujos.

De hecho, la eléctrica pública italiana fue la responsable de que España no corriera la misma suerte que el resto de economías europeas respecto al volumen de las inversiones foráneas recibidas. El flujo en España aumentó un 7,3 por 100 el año pasado y se situó como el sexto mayor receptor mundial y tercero de la Unión Europea (UE), según los datos de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

En un comunicado, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, destaca que España recibió 57.300 millones de dólares en 2008, frente a los 53.400 millones de 2007, año en el que España ocupó el octavo puesto del mundo y el cuarto de la UE.

Según el Ministerio de Industria, los datos de proyectos *greenfield* (inversión nueva generadora de riqueza) llevados a cabo en 2008 son una muestra del atractivo de España. De enero a noviembre del año pasado, estos proyectos de inversión se incrementaron un 14,6 por 100.

En contraste con los datos para España, la IED descendió a escala mundial y el año pasado se redujo en más de una quinta parte. Los países desarrollados han sido los más afectados, apunta la UNCTAD. Las grandes economías europeas sufrieron un acusado descenso, con una media de retroceso del 30,7 por 100 frente al 5,5 por 100 de EEUU. Las economías emergentes y en transición notaron menos la reducción de la IED en 2008, aunque la tasa de crecimiento pasó de una media del 20 por 100 en 2007 al 4 por 100 de reducción del año pasado.

El origen de estos descensos en la recepción de IED se encuentra en las restricciones crediticias y en el recorte de los beneficios empresariales, que llevaron a muchas empresas a anunciar planes de reducción de producción y ajustes de plantilla.

#### 5. Obama y los fondos cotizados

Los fondos cotizados (ETF) que replican a los sectores de las infraestructuras y las energías renovables se han visto impulsados en lo que va de año gracias a la firme apuesta del flamante presidente de EEUU, Barack Obama.

La mayoría de estos productos arroja saldos positivos hasta mediados de febrero.

Los dos principales ETF referidos al sector de las infraestructuras de EEUU, iShares Infrastructure Fund y SPDR/FTSE Macquarie Global Infrastructure Fund acumulaban rentabilidades positivas del 3,21 por 100 y del 2,20 por 100, respectivamente, durante el primer mes y medio del ejercicio. Unas diferencias positivas casi espectaculares dados los tiempos que corren.

Uno de los epicentros de la política económica de Obama es la actualización de la red de infraestructuras. El presidente es consciente de que el país necesita entre 300.000 y 700.000 millones de dólares para modernizar su red de carreteras, puertos y aeropuertos. Los objetivos son destinar 60.000 millones de dólares en fondos federales durante los próximos 10 años para el desarrollo de infraestructuras y crear un Banco Nacional de Infraestructuras que gestione los fondos. Con ello se gestará un plan de restauración para puentes, presas y autopistas para mejorar el estado de las infraestructuras de la primera potencia mundial.

También se logrará la creación de dos millones de puestos de trabajo en la próxima década y desgravaciones fiscales para empresas del sector, según las previsiones de la Administración estadounidense.

Otro de los fondos cotizados que ha cobrado protagonismo en este inicio del año son los ETF que replican la deuda corporativa 'triple A', que se han convertido en una oportunidad de inversión para los pequeños ahorradores ante un eventual escenario de deflación, que incrementaría la rentabilidad real del papel que emiten las empresas, según apuntan distintos analistas.

A la espera de que estos fondos de inversión tengan aceptación en Europa, los inversores minoristas estadounidenses apuestan con convicción por los ETF de bonos corporativos como refugio para sus ahorros ante una inminente caída de los precios. Uno de los ETF de este tipo más populares entre los operadores estadounidenses es el iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond Fund, que acumulaba una rentabilidad hasta el 13 de febrero del 0,26 por 100.

En el segmento de fondos cotizados, en enero se contabilizó un volumen de negocio equivalente a 269 millones de euros, un 14,7 por 100 más que en diciembre de 2008. Asimismo, el número de operaciones (3.300) supone un crecimiento del 5,7 por 100 con respecto a enero de 2008 y un 18,2 por 100 más que en diciembre.

Los expertos destacan el potencial del fondo Lyxor ETF New Energy que en el futuro se verá beneficiado por la fuerte apuesta de las energías renovables en el panorama internacional. En los últimos tres meses, este instrumento acumula una rentabilidad del 16 por 100.

## 6. El capital privado vuelve a sus orígenes

También el capital privado se ha visto obligado a cambiar de estrategia. Si hace unos años el *private equity* concentraba sus operaciones en la adquisición de grandes compañías, ahora vuelve a sus orígenes con compras de menor tamaño.

La idea actual con la que trabajan las firmas de este sector es comprar participaciones en empresas no cotizadas y en un periodo de cuatro o seis años venderlas a gigantes industriales europeos.

No obstante, las *private equity* se enfrentan a la situación de que aunque los precios de los activos puestos en venta por grandes compañías españolas han bajado, aún están muy sobrevalorados y ante la actual coyuntura económica, las empresas deberían tomar conciencia de lo que valen sus activos realmente y ofrecer precios de venta razonables, según explican expertos de esta industria. Por tanto no es de extrañar que esta vuelta del capital privado a sus principios originales sea más acusada el próximo año. Recientemente 3i, una de las principales compañías europeas del sector, abandonó la puja por los aparcamientos de Cintra tras estudiar a fondo el cuaderno de venta; el precio exigido por Ferrovial, de unos 800 millones de euros, era "desorbitado", según distintos expertos.

No obstante, en los últimos meses, esta firma británica sí que ha ejecutado otras inversiones. La última fue la de la compañía de servicios funerarios Mémora, filial de Acciona, por 187 millones de euros. Anteriormente, también adquirió una participación en Unión Radio (Cadena Ser), tomando inicialmente un paquete del 6,5 por 100 por 78,4 millones de euros. Además, la filial de 3i en España, dirigida por Maite Ballester, se hizo con Ultralase, de Corporación Dermoestética, por 137 millones de euros.

Otra de las empresas que ha empezado a buscar oportunidades en tiempos de crisis es N+1. Los altos ejecutivos de esta *private equity* aseguran que grandes empresas e importantes familias españolas se han puesto en contacto con ellos para ofrecer muchos de sus activos no estratégicos.

Además, las operaciones del capital privado podrían tener un efecto positivo en la economía real. Con la compra de activos no estratégicos de grandes empresas, éstas sanearían parcialmente sus balances y evitarían de este modo medidas drásticas como los recortes de plantilla. Estas transacciones supondrían incluso un alivio notable para la abultada deuda que acumulan muchas empresas, en particular las del sector de la construcción.

Y es que la supervivencia del capital privado está detrás de todo este cambio de estrategia. El informe "Get Ready for the Private Equity Shakeout", publicado por profesionales de Boston Consulting Group y el IESE, anuncia que hasta un 40 por 100 de las gestoras de *private equity* podrían desaparecer como consecuencia de las quiebras de muchas de las compañías que mantienen en sus carteras.