

# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1. Las inmobiliarias lo intentan, pero su lastre es desmesurado

La reducción de la deuda experimentada por las inmobiliarias españolas en el último año continúa siendo un asunto secundario debido al persistente deterioro de sus activos, lo que dispara las ratios de apalancamiento. La relación entre la deuda neta y el valor de los activos de las grandes inmobiliarias españolas supera ya el 65 por 100. Un dato que, según los expertos, seguirá en aumento por la previsión de que el mercado inmobiliario continuará sumido en una profunda depresión. En este sentido, los analistas destacan como punto fundamental que el precio de los pisos “no ha tocado aún suelo en nuestro país”.

No obstante, dentro del sector se observan distintas formas de afrontar la delicada coyuntura actual. Las constructoras juegan con algo de ventaja, gracias a su mayor diversificación, frente a las compañías promotoras que apostaron por la continua revalorización de las viviendas. Así, la potenciación de actividades desvinculadas de la rama inmobiliaria creará en un futuro ingresos recurrentes en los balances de estas empresas y ayudará a aliviar su apalancamiento.

Según el último informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), las compañías del sector inmobiliario y de construcción han conseguido reducir su endeudamiento hasta 119.174 millones de euros el pasado año frente a los 138.933 millones de 2007.

En ese año, estas empresas concentraban más del 47 por 100 de la deuda total de las sociedades cotizadas no financieras con un aumento del 25,16 por 100 por encima de la registrada en 2006.

En cuanto a los factores fundamentales, los expertos explican que la venta de activos no estratégicos por parte de las compañías del sector del *ladrillo* ha sido la razón principal de la reducción de su abultada deuda en 2008. Además, estas compañías están evitando al máximo incurrir en gastos financieros adicionales, lo que se suma a su difícil acceso al crédito.

**¿Respiro bursátil?** La especulación en bolsa ha logrado resucitar parcialmente las castigadas cotizaciones de algunas inmobiliarias en la recta final del primer trimestre. Sin motivos aparentes, compañías del sector como Reyal Urbis y Metrovacesa llegaron a subir más de un 100 por 100 en tan sólo una semana. Podría deberse a la falta de liquidez actual de estos valores: “Son valores muy poco líquidos, y con 6.000 euros puedes moverlo”, comentaban ciertos expertos en esas sesiones bursátiles de locura alcista. En el caso de Reyal Urbis, su *free float* (el capital que se mueve libremente en bolsa) es inferior al 10 por 100, por lo que no es de extrañar que la volatilidad se adueñara de ella. En este sentido cabe recordar que sólo su presidente, Rafael Santamaría, controla más de un 83 por 100.

En cualquier caso, ese alivio bursátil ha sido puntual, ya que en lo que va de año, muchas de estas compañías acumulan pérdidas que superan ya el 50 por 100. Aunque también se pueden encontrar algunas excepciones alcistas, como Sacyr Vallehermoso o Realía, que presentan amplios saldos positivos en sus cotizaciones desde comienzos de 2009.

No obstante, hay expertos que descartan cualquier posibilidad de recuperación de estas compañías en bolsa en el corto y medio plazo, ya que “no muestran ningún tipo de actividad y su transparencia en la valoración de sus activos es nula”.

## 2. Las empresas batallan contra los desajustes salariales

Para intentar paliar la fuerte variación del IPC, algunas empresas han solicitado al Gobierno una referencia sobre la que basar las subidas salariales de los nuevos convenios colectivos de este año.

A pesar de que el Ministerio de Economía no ha ofrecido una referencia concreta, sí que ha recomendado a los agentes sociales que tengan en cuenta que la inflación este año va a ser muy reducida. La propuesta del Ejecutivo se aproxima más a la de la patronal que a la de los sindicatos, aunque fuentes oficiales de Economía no quisieron confirmar esta noticia y se limitaron a afirmar que el Gobierno "no ejerce de árbitro entre empresas y sindicatos".

La CEOE recomendó a mediados de marzo una subida salarial máxima del 1 por 100 para los nuevos convenios colectivos. Además, propuso la aplicación de cláusulas de garantía salarial con incidencia negativa, de manera que si el IPC real se sitúa por debajo de la previsión, la subida salarial acordada también bajará, de la misma forma que sube cuando se supera esa previsión.

Los empresarios aseguran que en un momento de crisis como el actual es imprescindible la moderación de los salarios, para no ejercer mayor presión sobre la falta de liquidez que atraviesan las empresas, que se encuentran con problemas no sólo para efectuar sus pagos, sino incluso para abonar las nóminas.

Mientras tanto, los sindicatos defienden la mejora moderada de los salarios y del poder adquisitivo de los trabajadores, tomando como referencia el objetivo de inflación del 2 por 100 del Banco Central Europeo (BCE), los aumentos de productividad y el establecimiento de las cláusulas de garantía ante posibles desvíos de la inflación.

Según el Ministerio de Trabajo, hasta marzo, 5,9 millones de trabajadores pactaron incrementos salariales medios del 2,7 por 100, es decir, 90 puntos básicos (0,9 puntos porcentuales) por debajo de lo acordado inicialmente en 2008.

La inmensa mayoría de los 2.626 convenios firmados hasta febrero corresponde a revisiones salariales de convenios plurianuales con efectos económicos en 2009.

Al cierre del primer trimestre de este año faltaban por firmar 3.261 convenios (1.527 nuevos y 1.934 por revisar) que afectan en total a 5,1 millones de trabajadores y a 766.851 empresas.

La fuerte volatilidad del precio del petróleo durante el año pasado provocó un gran desajuste entre las revisiones salariales y el IPC real, que cerró 2008 en el 1,4 por 100, porcentaje muy inferior a las subidas de los sueldos que se aplicaron en los convenios colectivos.

## 3. Landesbanken (bancos centrales regionales de cajas) alemanes, bajo presión

El Gobierno alemán estudia una completa reestructuración de *los Landesbanken*, según aseguró recientemente la edición germana de *The Financial Times*.

La Cancillería, el Ministerio de Hacienda y el Bundesbank pretenden gestionar los activos tóxicos de estas instituciones y agruparlos en un *banco malo*, bajo el paraguas del fondo de estabilización financiera (SoFFin).

El estado de *los Landesbanken* es preocupante. Siete de estas entidades, propiedad de los gobiernos regionales de Alemania, han comunicado pérdidas por un valor superior a 22.000 millones de euros por el deterioro de sus activos problemáticos y sólo dos de ellos han recibido ayudas públicas, de 500 millones de euros, después de acogerse al plan de rescate puesto en marcha por la gran coalición gobernante de Alemania.

Además, tienen que hacer frente al tortuoso proceso de refinanciación de su deuda. El año pasado, Landesbank Baden-Wuerttemberg (LBBW) fue la entidad europea que afrontó el mayor vencimiento de toda Europa, 12.800 millones.

Para el conjunto del sector financiero alemán, la situación no es muy distinta. Según Standard & Poor's (S&P), los bancos del país se enfrentan a vencimientos de deuda que quintuplica a los de las entidades españolas, que deben hacer frente a la refinanciación de sólo un 7 por 100 del total, cifras similares a las que presentan los sistemas bancarios de otros países como Suecia, Italia, Holanda, Francia o Reino Unido.

Históricamente, estos vencimientos eran refinanciados sin problemas por los bancos mediante las emisiones de nuevos títulos de deuda. Sin embargo, la caída de la confianza de los inversores y agentes financieros y económicos han estrangulado los mercados de emisiones, poniendo en serio riesgo la obtención de liquidez.

De hecho, según señalan fuentes del mercado, la mayor parte de las inyecciones de liquidez que han reali-

zados los principales bancos centrales del mundo, con la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) a la cabeza, han ido destinadas sobre todo a la refinanciación de deuda. Esta situación también explica los rescates de entidades que se ha visto obligado a acometer el Gobierno de Merkel.

#### 4. Los bancos centrales y el 'boom' de la deuda corporativa

El Banco Central de Inglaterra (BoE) ha realizado cuantiosas compras de bonos corporativos, como los emitidos por Iberdrola. Otros bancos centrales también se están planteando comprar deuda de alta calidad para asegurar la liquidez en empresas estratégicas. El Banco de Japón podría adoptar estas medidas y el BCE también mantiene la puerta abierta a este tipo de acciones. El portavoz del BoE ha asegurado que esta estrategia facilitará a las empresas su acceso a la financiación, lo que supondrá un impulso para la economía británica.

Por otro lado, fuentes del BCE señalaron que no se descarta la adopción de toda clase de medidas heterodoxas para evitar el estrangulamiento de las empresas por esa sequía de liquidez.

El BoE ha comprado emisiones de deuda de algunas de las mayores compañías que operan en territorio británico, como British Telecom, Centrica, General Electric, Vodafone o Scottish Power, esta última perteneciente al grupo Iberdrola. Los activos comprados por el banco emisor son de alta calidad, con lo que podrá rentabilizar estas inversiones en el futuro.

El diferencial que presenta la rentabilidad de estos títulos con respecto al de la deuda pública del Reino Unido es alto. En concreto, el rendimiento medio que ofrecen los bonos corporativos es 283 puntos básicos (2,83 puntos porcentuales) mayor que la del bono del Tesoro británico a 10 años.

Estas compras se inscriben dentro de un plan más amplio para hacer frente a la crisis económica y financiera, a la que la Administración de Gordon Brown destinará 75.000 millones de libras.

En este sentido, el BoE compró hasta marzo deuda empresarial a tres meses por valor de 1.890 millones de libras y bonos del Tesoro del Reino Unido por 9.500 millones.

**Récord de deuda privada.** Las empresas han emitido títulos de deuda corporativa por valor de más de 308.000

millones de dólares en los tres primeros meses del año, según *Bloomberg*, con la intención de colocarlos antes de que las ingentes emisiones de deuda de los estados inundaran el mercado de renta fija.

Con estas emisiones, las empresas se financian sin necesidad de recurrir a los créditos bancarios. Distintos analistas apuntan que la rentabilidad de los bonos corporativos es mucho más alta que las de la deuda estatal. Esto se debe a que el dinero todavía tiene miedo y el mercado descuenta eventuales quiebras de compañías, por lo que las empresas deben compensar esa prima de riesgo con rentabilidades atractivas. Algunos expertos en renta fija descartan que se haya producido una burbuja en el mercado de deuda corporativa, una inversión considerada como la más atractiva por muchos expertos.

No obstante, el riesgo del efecto *crowding out* está ahí: los gobiernos de la Unión Europea se van a ver obligados a realizar enormes emisiones de deuda pública para financiar unos 200 mil millones de euros en planes de estímulo fiscal y unos 1,2 billones de euros en rescates financieros para los bancos, según calcula *Bloomberg*, que también afirma que la crisis le costará en total 9,7 billones de dólares al Gobierno de EEUU.

Con el endeudamiento en el que están incurriendo para hacer frente a una crisis económica sin precedentes, los países de la Unión Europea se alejan de los compromisos adquiridos en Maastricht, sobre todo en lo referente a los déficit públicos equivalentes al 3 por 100 de los respectivos PIB. En 2009, está previsto que la zona del euro tenga un déficit del 4 por 100. Y el límite de la deuda pública en relación al PIB ya fue superado en 2007 por el conjunto de países que comparten el euro (66,3 por 100 frente al 60 por 100 permitido), con lo que el aumento de esta *macromagnitud* en 2008 y, sobre todo, en 2009 puede resultar más que espectacular.

#### 5. La gran banca europea se sacude la protección de los avales estatales

Y los que también están retornando al mercado de renta fija son los bancos comerciales, eso sí, ya sin el escudo del Estado, es decir, sin necesidad de avales. Ese hecho de volver al mercado a pecho descubierto se produce tras unos meses en los que el respaldo del Estado era condición *sine qua non* para lograr colocar la deuda en el mercado.

Una de las grandes entidades europeas que podría sumarse a esta tendencia es BNP Paribas. El mayor banco

francés estudiaba a finales de marzo lanzar una emisión de bonos, aunque el importe de la operación no había trascendido, según la prensa internacional. Otro banco galo, el Société Générale, también anunció el lanzamiento de una emisión de bonos garantizados a 10 años de 1.250 millones de euros. El tipo de interés que incorporan estos títulos es de 150 puntos básicos (1,5 puntos porcentuales) sobre el *mid-swap* (precio medio entre el de oferta y el de demanda de la operación de *swap*), según comunicó la propia entidad.

Ambos bancos prescinden del aval del Estado francés para estas colocaciones. Sin embargo, entre las dos han recibido ayudas públicas de la Administración Sarkozy por un monto superior a 4.000 millones de euros (2.550 millones para BNP Paribas y 1.700 millones para Société Générale).

No obstante, los analistas consideran que en el mercado aún reina la cautela, por lo que las colocaciones no son fáciles de absorber (a diferencia de lo que ha ocurrido en España con emisiones como las del Santander, con 1.250 millones en abril, y BBVA, 1.000 millones en enero). Para soslayar este problema, se espera que BNP emita sus bonos con participaciones mínimas de 1.000 euros. Con esta estrategia, el banco pretende captar a los inversores minoristas, que históricamente sirven de fuerte soporte para las compa as francesas.

No sólo en Francia los bancos se han lanzado a la emisión de bonos. En Alemania, Eurohypo, ha iniciado un sondeo de los mercados para realizar una emisión de 1.250 millones de euros en bonos garantizados a cinco años. El diferencial de estos títulos podrá situarse entre 100 y 110 puntos básicos sobre el *mid-swap*. Eurohypo, prestamista especializado en el sector hipotecario perteneciente a Commerzbank, ha contratado a la propia Commerzbank, a Dresdner, LBBW, DZ Bank, Danske Bank y a HSBC para gestionar la operación.

Los temores sobre la estabilidad de los bancos habían provocado los inversores diesen la espalda a estas emisiones, en favor de las respaldadas por el Estado. Según cifras de Barclays Capital, alrededor de 105.000 millones de euros han sido emitidos en bonos respaldados por estados durante el primer trimestre de 2009, frente a los apenas 6.250 millones de euros en bonos garantizados y los 15.000 millones en bonos *senior*, ambos sin aval.

Este proceso de ir orientando la financiación hacia las emisiones sin respaldo estatal se produce en un momento en que los mercados se encuentran inundados de bonos corporativos que, como se ha señalado con anterioridad, han querido anticiparse para no competir con las ingentes emisiones de deuda pública que ya se est n produciendo.

## 6. Los millonarios españoles buscan cobijo en casa

Los millonarios españoles parecen preferir resguardarse en el mercado nacional. Empresarios como Amancio Ortega, a través de sus sociedades de inversión de capital variable (SICAV), han reducido sus inversiones en compa as extranjeras. Según los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el presidente de Inditex, mediante su SICAV Keblar, ha recortado en 179,7 millones de euros su apuesta en los mercados foráneos. En concreto, las inversiones de su cartera internacional tan sólo ascendieron a 18,2 millones de euros en el cuarto trimestre del año pasado.

Así, cabe destacar que el empresario gallego ha desinvertido en compa as extranjeras como Credit Suisse o la aseguradora AXA.

Sin embargo, la cartera nacional cotizada de Keblar experiment  un aumento de más de 71 millones de euros en el último trimestre de 2008. En cuanto a estas inversiones, Ortega ha ratificado su apuesta en los grandes bancos nacionales: BBVA y Santander. El propietario del imperio Inditex también ha decidido dejar de lado inversiones como las de BME, Telefónica o Mapfre. En total, Amancio Ortega ha recortado en 100 millones de euros el patrimonio de Keblar.

No obstante, a pesar del pequeño bache que atraviesa la SICAV del presidente de Inditex, Amancio Ortega, con una fortuna de 18.300 millones de dólares (13.785 millones de euros), este año se ha situado en el décimo puesto en el *ranking* de fortunas personales del mundo, según la revista *Forbes*.

Otra de los grandes magnates que ha decidido huir de los valores internacionales es Ram Bhavnani, con su SICAV Kalyani. El conocido inversor de origen indio ha rebajado su exposición al exterior en 770.000 euros. Según las cifras de la CNMV, Kalyani registró en el cuarto trimestre una inversión en valores extranjeros de tan sólo 340.000 euros. La apuesta en compa as nacionales, por su parte, también vivió una fuerte ca da hasta 5,5 millones de euros, desde los 23,4 millones. Con lo que el patrimonio total de la SICAV de Bhavnani registró un abultado retroceso de 17,6 millones de euros.

**Rentabilidad en descenso.** A la espera de que las cifras de las SICAV en el último trimestre de 2008 se hagan públicas, Vdos Stochastichs anunció que un total de 741 de estas sociedades, de las 3.480 existentes (el 21,2 por 100), obtuvieron rentabilidades positivas al cierre del ter-

cer trimestre, lo que supuso un descenso con respecto al segundo trimestre, cuando un 26 por 100 de las SICAV presentaron rendimientos positivos. Los datos acumulados del año identificaban sólo un 8 por 100 de SICAV (289) con rentabilidades positivas. En este *ranking*, la primera

posición por rentabilidad correspondió a BI 9000, SICAV, de Popular Gestión Privada, que acumula una revalorización del 22,6 por 100 en el año. A continuación, se situaron Asuso Valores, SICAV, con un 8,53 por 100, y Alce Valores, SICAV, con un 8,4 por 100.