

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1. Las inmobiliarias se zambullen en la guerra de precios

Las grandes compañías inmobiliarias españolas continúan luchando para sacudirse la profunda crisis en la que se encuentran, derivada de la explosión de la burbuja del ladrillo. Las principales firmas del sector agudizan su ingenio para colocar el enorme *stock* de inmuebles que han acumulado como consecuencia del débil pulso de la demanda, una demanda que sigue a la espera de que bajen aún más los precios. Un proceso bajista que podría extenderse, según algunos informes especializados, hasta bien entrado el año 2012. Una de las últimas iniciativas del sector es ofrecer viviendas con descuentos a los trabajadores de las grandes empresas.

Uno de los casos más llamativos es el de Parquesol, que acordó fusionarse con el Grupo San José. La inmobiliaria ha emulado a otras compañías de servicios y ofrece pisos con descuentos a la plantilla de Telefónica en España, compuesta por unos 53.000 empleados. Esta iniciativa podría cobrar más adeptos en un momento especialmente delicado para la industria. Aunque no hay cifras oficiales sobre el *stock* de viviendas, los expertos calculan que en la actualidad los pisos sin vender superan ya el millón y que para colocar un piso en Madrid son necesarios, al menos, cuatro años. A esto hay que sumar la competencia de la banca, que ha tomado la delantera a la hora de vender pisos a través de sus divisiones de *real state*. Muchos promotores se han quejado de esta competencia de los bancos que, a su vez, tienen entre sus activos una elevada cantidad de inmuebles procedente de la ejecución de préstamos hipotecarios.

El caso es que las inmobiliarias también se han lanzado a tratar de animar a una demanda convaleciente y

están ofreciendo descuentos en los precios finales de hasta el 50 por 100 y, a pesar de estas agresivas rebajas, aún obtienen beneficios.

Las consultoras del sector aseguran que las promotoras todavía obtienen un margen de beneficio de entre el 3 por 100 y el 7 por 100. Los analistas además creen que los descuentos sobre el precio de referencia que utilizan estas compañías no son suficientes para atisbar el fin de ese monumental exceso de *stock*. Hay quien pone de manifiesto "la casualidad" de que la mayoría de las grandes inmobiliarias se encuentre en plena refinanciación de sus deudas con los bancos: "Las presiones de las entidades financieras han provocado que las promotoras se vuelquen en las ofertas para conseguir liquidez", apuntan los expertos que añaden que "los bancos ya no quieren más pisos, sino garantías reales para los créditos que concedieron a estas compañías".

El número de hipotecas constituidas sobre viviendas al cierre del pasado mes de marzo fue de 52.439, un 25,5 por 100 menos que en igual mes de 2008, mientras que el capital prestado para estas operaciones cayó un 37,4 por 100, hasta 6.243 millones de euros, según los datos hechos públicos por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

2. Las materias primas y el auge de la deuda corporativa china

China ha endeudado hasta cotas inéditas a sus compañías multinacionales para controlar las materias primas, un mercado esencial para mantener su crecimiento económico. La deuda viva de estas empresas representa ya casi el 80 por 100 de total de la que mantienen el conjunto del sector privado de los países emergentes.

El gigante asiático tiene muy claro que para dominar los precios de las materias primas, especialmente el petróleo, tiene que *hipotecar* las compañías de su país y conseguir suficiente liquidez para reforzar su presencia en empresas foráneas especializadas. A ello hay que sumarle que la difícil situación por la que atraviesan las empresas internacionales de materias primas en el último año ha despertado de manera espectacular los intereses del Gobierno chino.

Las caídas de los precios de las *commodities* de principios de año y de la demanda han disparado la expansión de Beijing hacia otros mercados. Una de las muestras que reflejan este escenario se produjo en Perú, donde la dura situación que viven las mineras que operan en el país andino ha encontrado una vía de salvación en China. Las grandes compañías del país asiático, como Minmetals o Chinalco, han anunciado que en los próximos cinco años invertirán 5.500 millones de euros en Perú. Según ha declarado el vicepresidente peruano, las inversiones se articularán a través de las empresas chinas Minmetals, Chinalco, Shougang y Zijing Mining.

Recientemente Chinalco se vio forzada a echar marcha atrás en su proyecto de aumentar su participación en la minera anglo-australiana Rio Tinto del 9 por 100 al 18 por 100 porque Rio Tinto deshizo la operación y se vio obligada a pagar a Chinalco 195 millones en concepto de indemnización.

Las emisiones de deuda corporativa china ascendieron a 63.600 millones de dólares en los cuatro primeros meses del año, un 184 por 100 más que las registradas en todo el año 2008, según la firma Dealogic. El importe de deuda emitida por las compañías chinas hasta mayo supone el 32,8 por 100 del volumen total registrado en los principales países emergentes.

El acreedor de EEUU. En paralelo con estos movimientos, China ha seguido adquiriendo deuda pública de EEUU, consolidando así su posición de principal acreedor del país norteamericano (liderato que le arrebató a Japón el pasado mes de septiembre). China aglutinaba, a cierre del mes de marzo, bonos del Tesoro de EEUU por un total de 768.000 millones de dólares, una cifra récord, a pesar de su campaña de críticas contra la depreciación del billete verde y la política económica de aumento del déficit público de EEUU emprendida hace unos meses. Sólo en marzo, el gigante asiático compró 23.700 millones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense.

La visita a Beijing realizada por el secretario del Tesoro de EEUU, Timothy Geithner, a principios de junio parece que ha servido para templar los ánimos y mejorar las relaciones económicas bilaterales entre ambas potencias.

3. Las 'telecos' europeas se olvidan de las infraestructuras

Las grandes operadoras europeas de telecomunicaciones parecen decididas a reducir sus inversiones en infraestructuras, con el claro objetivo de evitar que su deuda continúe aumentando.

Compañías como France Telecom, British Telecom o Telecom Italia se lanzaron a rebajar su *capital expenditure* (capex) del primer trimestre en tasas de más del 10 por 100. Aunque sin duda el caso más llamativo es el de Deutsche Telekom, que destinará en todo el año tan sólo 1.000 millones de euros a este fin, frente a la media de años anteriores, que rondaba los 8.700 millones, lo que supondrá una caída del 88 por 100. Con esta medida, las operadoras persiguen un doble objetivo: por un lado, reducir su dependencia de los créditos bancarios y su endeudamiento, mientras que por el otro hacen caja para afrontar el empeoramiento de los mercados en los que operan.

Distintos analistas apuntan que, de este modo, el sector puede mejorar todas sus ratios en un momento en el que algunas compañías han dado sonoras malas noticias, como los despidos masivos de British Telecom o el *profit warning* de Deutsche Telekom. Otras, como Telecom Italia, también se han olvidado de seducir a los accionistas y han recortado el dividendo para poder hacer frente a su deuda.

Pero en este desalentador escenario hay excepciones y Telefónica es una de ellas. Los compromisos financieros de la multinacional española han pasado de 53.585 millones de euros a principios de 2006 a los poco más de los 42.000 millones del primer trimestre de este año, algo que le ha permitido mejorar su calificación crediticia. La operadora presidida por César Alierta se convierte así en una de las pocas empresas del mundo que ha visto como Standard & Poor's (S&P) y Fitch elevaban su *rating* hasta A-. Para mantener su flujo de caja y el resto de ratios, la operadora recortó también su capex un 9,1 por 100 al cierre del pasado mes de marzo.

Según el Centro de Investigación Económica y de Negocios (CEBR), el sector de las telecomunicaciones da trabajo a 3,56 millones de europeos y contribuye con 374.000 millones de euros a la economía de la Unión Europea (UE). Además, la industria de las telecomunicaciones aportó el año pasado 187.000 millones de euros a las cuentas públicas, cifra que previsiblemente alcanzará los 223.000 millones en un plazo de cinco años.

4. Mejora la prima de riesgo de las empresas de energía

Las compañías energéticas se están favoreciendo del mejor clima que se vive en los mercados financieros tras el espectacular deterioro que se produjo a principios de año, una sangría que se detuvo en marzo. Así lo demuestra la prima de riesgo del sector de las empresas eléctricas, gasistas, petroleras, etc., que en algunos casos, como el de Repsol, ha llegado a caer un 67,5 por 100 desde el pasado diciembre.

Ni la caída de la demanda energética ni la posibilidad de que el Gobierno sea reacio a aumentar las tarifas eléctricas han conseguido resucitar el miedo entre los inversores.

Los *credit default swaps* (CDS) —instrumentos financieros que se utilizan para asegurar las emisiones de deuda— de la petrolera hispano-argentina cotizaban a finales de mayo por debajo de 150 puntos básicos frente a los 459 puntos del cierre de 2008.

La pésima coyuntura económica internacional, junto con los temores a la nacionalización de los planes de pensiones privados en Argentina y la intención de la compañía energética rusa Lukoil de hacerse con un 20 por 100 de Repsol, que no fueron bien vistos por el mercado, provocaron que el pasado año los inversores se cubrieran contra el impago de la deuda de Repsol y sus CDS llegaron a registrar un pico de 515 puntos a principios de diciembre.

Iberdrola es otro ejemplo ilustrativo de este cambio de tendencia. Sus CDS registraron una caída superior al 45 por 100 en los cinco primeros meses del presente año, hasta cotizar en 116 puntos. La empresa eléctrica presidida por Ignacio S. Galán logró captar 4.500 millones de euros en el mercado a través de las emisiones realizadas en el primer trimestre del año y, en algunos casos, la demanda llegó a triplicar la oferta. La compañía tiene cubiertas las necesidades de financiación para los próximos dos años, con una liquidez de 9.000 millones de euros. Además, ha alargado el plazo medio de vencimiento de la deuda por encima de los seis años.

Según se desprende de la lectura de los CDS, los inversores consideran que es Gas Natural la compañía que puede encontrar más dificultad para hacer frente a los pagos de su deuda. Los CDS de la compañía gasista catalana se situaban en mayo en 200 puntos básicos, frente a la media de 162 puntos del sector. Además de las dudas sobre el marco regulatorio, algunos expertos explican que al mercado no le tranquiliza el endeudamiento de Gas Natural, que se ha visto resentido después de la compra de

Unión Fenosa. Su deuda neta aumentó hasta 8.677 millones de euros en los tres primeros meses de 2009, más de un 75 por 100 por encima de los 4.913 millones registrados al cierre de 2008.

En paralelo con la reducción de la prima de riesgo del conjunto del sector energético, estos derivados de crédito han registrado una mayor caída en el sector financiero. En este caso, las ayudas que los estados han proporcionado al sector financiero explican la mejora de sus CDS.

5. Cara y cruz de las ventas a crédito en bolsa

El préstamo de acciones para operar en bolsa se disparó en los valores de mediana capitalización durante el mes de mayo en el mercado español. Este mecanismo, que consiste en que los operadores que apuestan porque la bolsa va a bajar, piden prestadas acciones a las entidades custodias (como Bancoval en España) para venderlas y posteriormente comprarlas una vez que la cotización ha bajado, suelen acelerar la orientación bajista del mercado.

Los movimientos especulativos de este tipo, que se detectaron tras el cierre del primer trimestre, se cebaron en compañías como Grifols, Prosegur, Jazztel, Corporación Dermoeestética y Ercros, tras la intensidad mostrada con anterioridad en valores del sector financiero. Así, las operaciones a crédito sobre Grifols rozaban el 15 por 100 de su capital flotante (*free float*) en mayo, frente al 8 por 100 registrado en marzo. Mientras, el alquiler de acciones en Prosegur alcanzaba el 12 por 100 de su capital social que cotiza libremente en bolsa. Por su parte, las apuestas bajistas en Jazztel se centraban sobre un 10 por 100 de sus acciones.

Las suculentas revalorizaciones obtenidas en bolsa por las compañías de mediana capitalización hacen pensar a los fondos especulativos que la tendencia alcista podría frenarse en seco. Algo que en los primeros compases del mes de junio aún no se había producido. Los analistas recordaban que tras el *rally* registrado desde marzo, el Ibex Medium Cap, el índice de las compañías de mediana capitalización, acumulaba un saldo positivo hasta principios de junio de casi el 8 por 100 frente al 3,5 por 100 que registraba el Ibex 35.

Y en el caso de Grifols, su revalorización desde que comenzó el año hasta finales de mayo era del 9 por 100, una subida que se transformó pocas semanas después en un descenso del 1,5 por 100, aunque en ese periodo la compañía pagó dividendo. Jazztel, por el contrario, siguió

revalorizándose y si en mayo el alza acumulada era del 50 por 100, a principios de junio se había ido hasta el 62,5 por 100. Aunque nunca es fácil determinar si los movimientos de un valor, o del mercado en su conjunto, responden mayoritariamente a las operaciones de crédito (de venta si son a la baja y de compra si son al alza), en este caso, de haberse producido, Jazztel habría quedado inmune a sus efectos.

Los expertos advierten además de que uno de los problemas que tienen estas operaciones es que no están obligadas a ser notificadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), ya que el regulador sólo ha aplicado restricciones a este tipo de operaciones especulativas para las que se realizan sobre las acciones de las entidades financieras. El pasado septiembre, el organismo presidido por Julio Segura dio la orden de hacer públicas todas aquellas operaciones que implicasen el movimiento de más de un 0,25 por 100 del capital de una entidad financiera.

Por otra parte, la operativa del préstamo de acciones tiene un riesgo elevado. Por ejemplo, Volkswagen fue este año el reflejo de las pérdidas que pueden acarrear estas inversiones. El fabricante de coches alemán, que quintuplicó su valor en bolsa durante los primeros meses de 2009, llegó a generar a los *hedge funds* unas pérdidas de entre 10.000 y 15.000 millones de euros. Los planes anunciados por Porsche de elevar su participación en el fabricante de Seat hasta el 75 por 100 pillaron por sorpresa a muchos especuladores que se vieron obligados a cerrar sus posiciones a la baja.

6. Los bonos basura pierden fuelle en Europa y resucitan en EEUU

El riesgo de impago de las compañías ha frenado la demanda de bonos basura (que ofrecen altas rentabilidades e incorporan un elevado riesgo) en Europa. En los cuatro primeros meses del año, el volumen del mercado de deuda de alta rentabilidad rondó los 7.200 millones de dó-

lares, lo que supone un 44 por 100 menos con relación a los 13.000 millones del mismo período de 2008.

El atractivo de los productos de deuda más arriesgados se enfrenta a las dudas sobre la situación financiera de las empresas del Viejo Continente para hacer frente a las obligaciones de esos bonos. La agencia de calificación Moody's ha sido la última en destapar el gran riesgo que esconden los bonos basura de las compañías. Según la agencia de *rating* estadounidense, en el último trimestre de 2008 las insolvencias en el mercado de deuda corporativa de alta rentabilidad en Europa pasaron del 2 por 100 al 4,8 por 100. Aunque lo peor está por llegar, Moody's estima que los impagos alcanzarán en este segmento una tasa del 21 por 100 a finales de 2009. La agencia señala que sus proyecciones de impagos apuntan a que el sector de bienes de consumo duradero registrará la mayor tasa de impagos en Europa.

Un escenario completamente diferente se vive al otro lado del Atlántico. En EEUU, el mercado de los bonos de alto riesgo registró un saldo vivo en el periodo enero-abril de 28.000 millones de euros, lo que se traduce en un incremento del 34 por 100 si se compara con los 20.900 millones registrados en el mismo tramo de 2008. Según Moody's, en el tercer mes del año 35 compañías estadounidenses no hicieron frente a las obligaciones de sus emisiones de bonos empresariales. Uno de los sectores que incurrieron en *default* ha sido el ligado al transporte de pasajeros.

El mercado global de bonos basura ha recuperado recientemente parte de su anterior efervescencia, lo que refleja que las condiciones de financiación se van relajando y las emisiones de baja calidad crediticia se van pudiendo colocar en los mercados. Tras dos años de sequía, como consecuencia de la crisis y del consiguiente cerrojo de la demanda a todo lo que no fueran títulos de la máxima solvencia, los bonos basura, que tan populares se hicieron en los años ochenta, empiezan a recuperarse en EEUU mientras que en Europa siguen un tanto de capa caída.