

Impacto de la prima de riesgo en la economía española

Juan Carlos Ureta*

1. Prima de riesgo y coste de financiación de la economía

En el actual entorno de riesgo soberano al alza, es evidente que la prima de riesgo, entendida como el diferencial entre la rentabilidad del bono del Tesoro español y la del bono del Tesoro alemán (*bund*) a diez años, esto es, cuánto más le cuesta a un país financiarse respecto a la referencia sin riesgo, Alemania, ha cobrado especial relevancia. Un incremento en la prima de riesgo tiene indudablemente un impacto en la valoración de los activos españoles y asimismo en el coste de financiación de la economía española, por lo que, merece considerar, antes de nada, cuál ha sido la evolución en los últimos años de esta prima de riesgo.

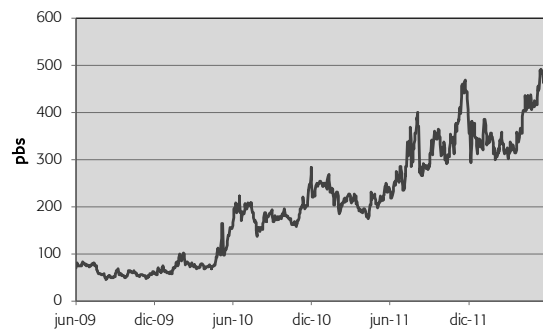
El diferencial España – Alemania (gráfico 1) ha repuntado desde junio de 2009 (últimos tres años) en torno a 465 puntos básicos (4,65 puntos porcentuales), al pasar de niveles cercanos a 70 puntos básicos a los actuales máximos históricos de 535 puntos básicos (datos a 1 de junio de 2012).

Sin embargo, más importante que el diferencial de deuda frente a Alemania en sí mismo, es la evolución del coste de financiación español, medido por la rentabilidad exigida al bono a diez años. Dada la actual consideración del *bund* alemán como activo “refugio” hay un enorme flujo de dinero que invierte en el *bund*, y en los demás bonos del Tesoro alemán, ya que dichos bonos les ofrecen, en un mundo lleno de incertidumbres, la seguridad

* Presidente de Renta 4.

Gráfico 1

DIFERENCIAL DEUDA ESPAÑA - ALEMANIA



de pago a su vencimiento. Además, hay también un factor especulativo. Quienes piensan que el euro se va a romper, creencia bastante extendida en el mundo anglosajón, invierten en bonos alemanes para aprovechar la hipotética subida de los futuros marcos alemanes en los que se denominarían los bonos del Tesoro alemán si efectivamente llegase a romperse la moneda única europea.

Estos dos factores, el factor “refugio” y el factor “especulación”, han llevado al *bund* a tipos de interés del 1,15% a fines de mayo y principios de junio de 2012.

Siendo esto así, el diferencial de 535 puntos básicos del bono español se traduce en un tipo de interés del 6,5%, un tipo sin duda elevado, pero muy inferior a los que Grecia, Portugal e Irlanda tenían en los momentos previos a sus respectivas peticiones de rescate a la Unión

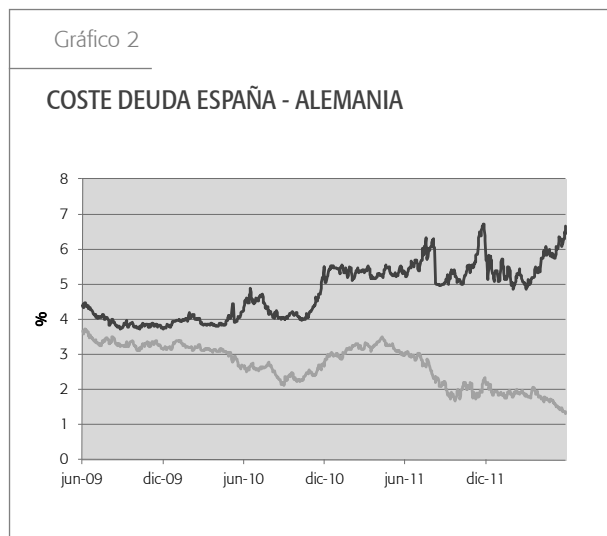
Europea. En los tres casos citados, los tipos de interés que llevaron a la petición de rescate fueron del entorno del 8,8%, siendo así que en el caso de Portugal su prima de riesgo previa al rescate estaba solo ligeramente por encima de los actuales 535 puntos de la española, pero en un momento en el que el tipo de interés del *bund* estaba en torno al 3,5%.

2. Impacto del mayor coste de financiación del Tesoro en la economía

En el caso español, la evolución de la prima de riesgo ha llevado al Tesoro a incrementar su coste de financiación en algo más de dos puntos porcentuales en los tres últimos años.

Como se observa en el gráfico 2, en los últimos tres años el coste de financiación ha pasado de niveles del 4,3% al 6,6% actual. En el mismo periodo, resulta llamativa la fuerte relajación en el coste de financiación de Alemania, en lo que cabe calificar como una "huida a la calidad" en medio de la elevada incertidumbre derivada de las deterioradas cuentas públicas de los países periféricos (entre ellos España) y de las necesidades de recapitalización del sistema bancario. De esta forma, Alemania ha reducido su coste de financiación desde niveles del 3,7% en junio de 2009 a tan sólo el 1,3% actual, un nivel que ni siquiera cubre la inflación esperada. Es decir, en el período contemplado, mientras el coste de financiación de España se ha incrementado en 2,3 puntos porcentuales, el alemán se ha reducido en la misma proporción.

Es obvio que ese coste adicional del Tesoro español tiene impactos muy significativos en el conjunto de la economía, más aun si está tan endeudada como la española.



El nivel de deuda de la economía española se sitúa alrededor del 400% en términos brutos y del 270% en términos netos, eliminando duplicidades. El endeudamiento de familias y empresas no financieras está ligeramente en torno al 210%, siendo la de las familias el 85% del PIB (0,85 billones de euros) y la de las empresas no financieras el 125% (1,24 billones de euros).

Si proyectamos a esas cifras un coste adicional de la deuda de más de dos puntos porcentuales, vemos que el impacto del sobrepago de intereses es superior al 5% sobre el PIB si tomamos la cifra neta, y de un 8% sobre el PIB si tomamos la cifra bruta, aunque es verdad que la deuda hipotecaria de las familias (0,66 billones de euros) en gran parte no se ve repercutida por la subida del coste financiero para el Tesoro, ya que está indicida al euribor o es a tipo fijo. En cualquier caso, es obvio el impacto contractivo en términos de demanda, tanto de consumo como de inversión, que tiene la sobrecarga de intereses provocada por repercusión que tiene en el coste de la deuda empresarial y familiar la elevación del coste de financiación del Tesoro.

Pero hay también un efecto sobre el valor de los activos, efecto que repercute en el balance de familias y empresas. Al subir los tipos baja el valor de los activos, ya que se descuentan los flujos futuros a un tipo de interés más elevado, y ese deterioro del balance de los agentes económicos genera un nuevo impacto contractivo en la demanda de consumo y de inversión.

Hay finalmente un impacto derivado del acceso al crédito. Una prima de riesgo tan elevada como la que actualmente tiene España, de más de 500 puntos, genera temores de rescate, y ese temor cierra los mercados financieros internacionales para nuestras empresas, nuestros bancos y nuestras familias. Es obvio que la actual restricción financiera que sufren nuestras empresas está penalizando de forma muy intensa a la economía española, y este es el punto principal en el que vamos a centrar el resto del artículo.

3. Impacto de la prima de riesgo en las compañías españolas

Ya hemos indicado cuál ha sido el incremento en el coste de financiación del Tesoro en términos generales (del 4,3% al 6,6% en los tres últimos años). Vamos ahora a ver qué impacto puede tener para las compañías españolas.

En este sentido, será relevante no sólo el incremento en el coste de financiación, sino también sobre qué volu-

men de deuda se aplica dicho coste incrementado. Para ello, nos concentraremos en los datos de deuda agregada de las compañías no financieras del Ibex 35, que en 2011 ascendió a cerca de 230.000 millones de euros.

Es una realidad que las compañías españolas siguen estando más apalancadas que la media europea. Si tomamos datos de cierre de 2011, vemos cómo, en términos relativos, el endeudamiento es muy superior en el caso de España. Una de las ratios de endeudamiento más vigiladas, la de Deuda neta sobre EBITDA (Beneficio operativo antes de intereses y amortizaciones), se situó a diciembre de 2011 en niveles de 2,76 veces en el caso de las empresas no financieras del Ibex 35 frente a las 1,47 veces que supuso la misma ratio para las empresas europeas que componen el índice Eurostoxx 50. Y las expectativas son de ampliación de este diferencial para el año en curso: con datos de consenso de 2012, la ratio de endeudamiento de las empresas españolas no financieras del Ibex se situará en niveles de 2,70 veces frente a 1,38 veces en el caso de las compañías europeas. Es cierto que el proceso de desapalancamiento de las empresas ha sido generalizado, permitiendo una reducción de las ratios de endeudamiento que, no obstante, ha sido superior en el caso europeo, mientras que en el español, la moderación del apalancamiento está siendo más limitada debido a la caída en el crecimiento del EBITDA. Las previsiones de consenso apuntan a que esta ratio se moderaría hasta 2,44 para el Ibex 35 en 2013 y 1,21 para el Eurostoxx 50 (tabla 1).

traremos en el grado de endeudamiento de las empresas cotizadas no financieras pertenecientes al Ibex 35, en torno a 230.000 millones de euros al cierre de 2011. Tomemos como hipótesis que el coste de financiación se incrementa durante 2012 en el mismo promedio que lo ha hecho durante los últimos tres años. Este incremento estaría en torno a 0,77 puntos porcentuales, resultado de dividir el incremento en coste de financiación de 2,3 puntos porcentuales registrado desde junio de 2009 hasta hoy. Podemos afirmar que un incremento de 77 puntos básicos (0,77 puntos porcentuales) en el coste de la deuda del conjunto de empresas no financieras del Ibex (simplificando al máximo y obviando factores de relevancia como la estructura de deuda, porcentaje a tipo fijo o cubierto y porcentaje a tipo variable, calendario de vencimientos de deuda, entre otros) supondría un coste adicional para las empresas del selectivo cercano a 1.760 millones de euros.

Esta cifra, medida sobre el conjunto del beneficio neto del Ibex 35 estimado para 2012, supondría un 7% del mismo (tabla 3).

Ampliando la muestra desde las compañías no financieras españolas del Ibex hasta el total de préstamos concedidos por la banca española a empresas españolas, 645.000 millones de euros, el incremento del coste de financiación sería cercano a los 5.000 millones de euros.

Ahora bien, no todos los sectores ni las empresas se ven impactados en igual medida por este incremento en

Tabla 1

	2011			2012e			2013e		
	Deuda neta	EBITDA	DN/EBITDA	Deuda neta	EBITDA	DN/EBITDA	Deuda neta	EBITDA	DN/EBITDA
Ibex 35	229.588	83.297	2,76x	218.723	80.887	2,70x	209.223	85.774	2,44x
Eurostoxx 50	556.510	378.909	1,47x	530.448	384.033	1,38x	491.783	406.481	1,21x

Deuda neta y EBITDA en mill. de euros.
 Datos de consenso.
 Fuente: Thomson Financial.

Estos niveles agregados de endeudamiento esconden, no obstante, fuertes divergencias entre sectores cotizados (ver tabla 2).

Para ver el impacto que la subida de costes de financiación puede tener en las empresas españolas, nos cen-

el coste de financiación. Como es lógico, los sectores más apalancados serán los que más sufran. Entre ellos, podríamos destacar a las constructoras, aunque el grado de apalancamiento es también elevado en otros sectores como el de "utilities". Precisemos una vez más, no obstante, que el impacto final de un incremento del coste de finan-

Tabla 2

	DEUDA NETA 2011	DEUDA NETA 2012	DEUDA NETA 2013	EBITDA 2011	EBITDA 2012	EBITDA 2013	DN/EBITDA 2011	DN/EBITDA 2012	DN/EBITDA 2013
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, SA	13.882	12.940	12.268	2.454	2.571	2.686	5,66	5,03	4,57
ACCIONA	6.991	7.269	7.281	1.312	1.406	1.503	5,33	5,17	4,84
ACERINOX	887	1.041	1.069	341	448	548	2,60	2,32	1,95
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	9.334	8.985	9.142	2.318	2.722	2.898	4,03	3,30	3,15
GRIFOLS SA	2.738	2.642	2.387	473	763	877	5,79	3,46	2,72
ABENGOA	6.441	7.303	7.450	1.103	1.190	1.391	5,84	6,14	5,36
ENAGAS	3.440	3.575	3.676	886	942	1.022	3,88	3,79	3,60
ENDESA	11.073	7.991	5.319	7.265	6.907	7.069	1,52	1,16	0,75
FOMENTO CONSTRUCC Y CONTRATA	6.277	6.140	6.044	1.252	1.207	1.234	5,01	5,09	4,90
GAMESA CORP TECNOLOGICA SA	--	743	656	364	284	326	-	2,61	2,01
GAS NATURAL	17.294	15.926	15.099	4.645	4.818	4.958	3,72	3,31	3,05
GRUPO FERROVIAL	5.171	5.628	6.007	819	826	898	6,32	6,82	6,69
IBERDROLA	31.137	30.020	29.242	7.650	7.953	8.166	4,07	3,77	3,58
IBERIA	1.148	1.752	2.113	1.464	1.123	1.678	0,78	1,56	1,26
INDITEX	-3.465	-4.752	-5.822	3.258	3.730	4.134	-1,06	-1,27	-1,41
INDRA SISTEMAS S.A.	514	588	578	313	287	314	1,64	2,05	1,84
BOLSAS Y MERCADOS ESPANOLAS	-301	-324	-302	223	207	206	-1,35	-1,56	-1,47
TECNICAS REUNIDAS SA	-740	-730	-807	160	162	170	-4,64	-4,50	-4,74
TELECINCO	28	-43	-80	180	103	161	0,16	-0,41	-0,50
REPSOL-YPF	11.663	13.712	13.481	8.440	6.880	7.080	1,38	1,99	1,90
OBRASCON-HUARTE LAIN SA	5.435	5.457	5.641	1.219	1.287	1.377	4,46	4,24	4,10
AMADEUS IT HOLDING SA	1.852	1.561	1.219	1.039	1.087	1.163	1,78	1,44	1,05
CORPORACION MAPFRE SA									
TELEFONICA S.A.	62.176	55.198	53.164	23.697	21.617	21.815	2,62	2,55	2,44
ARCELORMITTAL	22.513	21.587	20.045	10.117	9.949	11.512	2,23	2,17	1,74
RED ELECTRICA	4.693	5.029	5.026	1.215	1.274	1.370	3,86	3,95	3,67
SACYR VALLEHERMOSO	8.831	8.977	8.956	533	566	591	16,57	15,86	15,16
DIA	576	509	372	558	578	628	1,03	0,88	0,59
TOTAL	229.588	218.723	209.223	83.297	80.887	85.774	2,76	2,70	2,44

ciación en los resultados de cualquier compañía tendrá mucho que ver con la gestión de la estructura financiera de la misma (deuda a corto plazo – largo plazo, tipo de interés fijo o cubierto – tipo de interés variable, ...).

4. Consecuencias a nivel bursátil

A nivel bursátil, cabe destacar que el mercado sigue castigando a las compañías con elevado apalancamiento.

Un buen ejercicio consiste en comparar las cotizaciones actuales con los mínimos bursátiles anteriores (correspondientes a marzo de 2009). Las conclusiones que se extraen de dicha comparativa resultan muy ilustrativas: las empresas fuertemente endeudadas son las que mayor castigo bursátil acumulan, mientras que, por el contrario, aquellas compañías con posición neta de caja (sin deuda), con niveles de apalancamiento muy bajos, o elevados pero sostenibles dada su estructura de negocio (elevada generación de caja), son las claras triunfadoras bursátiles de los últimos tres años.

Tabla 3

	Prima de riesgo y beneficios empresariales
Incremento de coste de financiación junio 2009 - mayo 2012 (puntos básicos)	230
Media anual (puntos básicos)	77
Deuda neta 2011 (Ibex 35) (millones de euros)	229.588
Incremento costes de financiación (millones de euros)	1.760
Beneficio neto 2012 estimado (Ibex 35) (millones de euros)	24.057
Impacto en Beneficio neto del incremento de prima de riesgo	7%

Tabla 4

IBEX 35	CRISIS 2009-08 MÍNIMO	ACTUAL COTIZACIÓN	MÍN 2009-08 DIF VS
INDITEX	23,69	67,40	185%
FERROVIAL SA	3,11	7,98	157%
OBRASCON HUARTE	6,00	15,01	150%
TECNICAS REUNIDA	14,70	30,51	108%
GRIFOLS SA	9,64	19,32	100%
EBRO FOODS SA	8,35	13,04	56%
AMADEUS IT HOLDI*	11,00	15,43	40%
BANCO SANTANDER	3,84	4,80	25%
ENAGAS SA	10,67	13,29	25%
RED ELECTRICA	27,14	32,66	20%
ABERTIS	8,31	9,99	20%
MAPFRE SA	1,38	1,62	18%
BBVA	4,40	5,13	17%
CAIXABANK	2,05	2,35	15%
ABENGOA	8,65	9,73	12%
BOLSAS Y MERCADO	13,36	14,65	10%
REPSOL YPF SA	11,64	12,55	8%
GAS NATURAL SDG	8,49	8,99	6%
ACERINOX	8,10	8,21	1%
DISTRIBUIDORA IN*	3,50	3,48	0%
IBEX 35 INDEX	6.817,40	6.505,80	-5%
MEDIASET ESPANA	4,04	3,68	-9%
ARCELORMITTAL	12,01	10,96	-9%
ENDESA	13,96	12,45	-11%
TELEFONICA	12,73	9,75	-23%
IBERDROLA SA	4,46	3,36	-25%
ACCIONA SA	55,45	40,70	-27%
BANCO SABADELL	2,43	1,36	-44%
INDRA SISTEMAS	13,16	7,19	-45%
ACS	25,80	13,95	-46%
INTL CONS AIRLIN*	3,35	1,79	-47%
FCC	18,38	9,72	-47%
BANCO POPULAR	3,34	1,66	-50%
BANKINTER	5,46	2,42	-56%
BANKIA SA*	3,75	1,57	-58%
SACYR VALLEHERM	4,75	1,41	-70%
GAMESA	7,92	1,46	-82%

Nota: variaciones en precio de valores que en 2008-09 no cotizaban son respecto a sus precios de salida a bolsa.
Bankia (19/7/2011): 3,75 eur/acc
IAG (24/1/2011): 3,35 eur/acc
Amadeus (28/4/2010): 11 eur/acc
DIA (5/7/2011): 3,5 eur/acc

En este contexto de aversión por un excesivo endeudamiento es en el que numerosas compañías están optando por instrumentar políticas de desapalancamiento. Una de las principales vías de reducción de deuda la está constituyendo la venta de participaciones en empresas cotizadas, tal y como hemos podido apreciar en los últimos meses en varios casos distintos, y de forma especial en el de las constructoras.

Sirva de ejemplo la venta del 10% de Abertis y del 3,69% de Iberdrola por parte de ACS, que también se verá beneficiada por el pago de deudas a proveedores por parte de los ayuntamientos. Un caso similar sería el de Sacyr Vallehermoso, que recientemente se deshizo de un 10% de Repsol, la mitad de su participación en la petrolera permitiéndole reducir en 2.490 millones de euros su deuda (22% de su deuda total en el momento de la desinversión).

Asimismo, cabe destacar que no sólo están siendo objeto de venta las participaciones en empresas cotizadas por parte de compañías de construcción o concesiones, también las participaciones en negocios o proyectos específicos están constituyendo una fuente para obtener fondos que permitan reducir la deuda. Es el caso de Abertis, que durante 2012 ha procedido a la venta de un 37,19% del Túnel de Cádiz y un 16% de Eutelsat (reduciendo su participación en la compañía hasta niveles del 15%). O valga de ejemplo nuevamente ACS que en marzo de este año vendió el 23,5% de Clece y recientemente ha anunciado la venta de ciertos activos del negocio eléctrico en Brasil. Todo activo es susceptible de venta siempre y cuando permita obtener plusvalías para ser destinadas a mejorar la estructura financiera reduciendo deuda.

Estamos por tanto en un claro proceso de desapalancamiento que, si bien parece más claro en sectores como el constructor, afecta de lleno también al sector financiero.

El incremento del coste de financiación para España supone de forma directa un incremento del coste de financiación para las entidades bancarias en los mercados financieros mayoristas, en la medida en que éstas acuden a ellos para obtener liquidez con la que cubrir sus vencimientos y poder seguir adelante con su actividad. Una actividad comercial que se está viendo mermada con una caída de la concesión de crédito, relacionada tanto con el aumento del coste de financiación como con una menor demanda, en un contexto de recesión. El aumento del coste de financiación para las entidades presiona los márgenes y se traslada a la cuenta de resultados, mermando la capacidad de las entidades para generar beneficio y en nuestro caso concreto, poder hacer frente a un ámbito regulatorio más estricto y exigente. De este modo, y como ejemplo, hemos podido ver cómo entidades como Santander han procedido a la venta de negocios o parte de ellos, como el de banca-seguros en Latinoamérica, el de banca en Colombia o varias participaciones del capital de Santander Chile.

Hemos visto, por tanto, cómo el incremento de costes de financiación tiene un efecto directo en las

compañías españolas. Y como en el actual contexto de repunte de dicho coste, los inversores consideran en general especialmente relevante hacer una adecuada selección de compañías, primando aquellas con un

apalancamiento sostenible, dado su modelo de negocio (generación suficiente de "cash flow"), o incluso compañías sin deuda como Inditex, Bolsas y Mercados o Técnicas Reunidas.