

Los mercados se abren más a las empresas

El cierre de los mercados de capitales para las empresas no financieras ha remitido de forma sustancial en los últimos meses. El alivio en las condiciones de financiación del sector público, junto con la estabilización de los indicadores macroeconómicos, son dos de los factores que explican la gradual apertura de los mercados. A continuación analizamos los elementos más relevantes de esta tendencia, y los factores de riesgo que aparecen en el horizonte.

Pablo Guijarro

La crisis de la deuda soberana en el área euro ha contribuido a exacerbar las dificultades de acceso a financiación por parte de las empresas no financieras desde 2010. Las crecientes necesidades de financiación del sector público, en un entorno de incertidumbre acerca de la sostenibilidad y credibilidad de los balances públicos, y por extensión, del área euro, supusieron un lastre determinante en el acceso de las empresas a los mercados de capitales. La economía española no ha sido ajena a esta tendencia.

Sin embargo, este efecto expulsión (*crowding out*) en los mercados de capitales se ha suavizado de forma muy significativa desde el inicio de 2013. El mantenimiento de las medidas de inyección de liquidez por parte del BCE, y la estabilización de las variables macroeconómicas han motivado una substancial caída de los costes de financiación de los estados soberanos en general, de la que también se ha beneficiado el sector público de España.

Esta moderación en las tensiones del mercado ha permitido que las empresas no financieras incrementen de forma sensible su apelación a los mercados de capitales. El aumento en el recurso a esta fuente de financiación supone un avance crí-



tico para la estabilidad del ciclo económico en el área euro en general, y en España en particular.

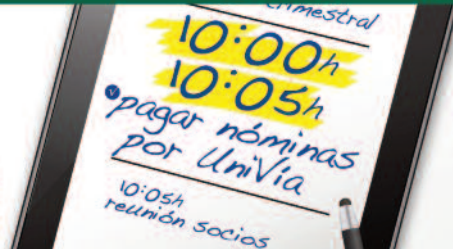
MÁS EMISIONES Y NUEVOS EMISORES

Las empresas no financieras han incrementado sus emisiones de bonos y obligaciones, registrando en 2013 y 2014, volúmenes superiores a los 23.000 y a los 14.000 millones de euros, respectivamente, más del doble de lo registrado en los ejercicios anteriores.

Este volumen de emisión cuenta, además, con una particularidad que lo hace aún más relevante:

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



DETALLE DE EMISIONES DE RENTA FIJA REALIZADAS EN 2013 Y 2014

Emisores tradicionales	Nuevas incorporaciones			
	Empresas cotizadas	Año de primera emisión	Empresas no cotizadas	Año de primera emisión
Abertis	Abengoa	2013	Grupo Avanza	2013
Amadeus	Acciona	2013	El Corte Inglés	2013
ENAGAS	ENCE	2013	Empark	2013
Gas Natural	Ferrovial	2013	Port Aventura	2013
Iberdrola	INDRA	2013	CESA	2013
OHL	MEDIASET	2013	CORES	2013
REE	Meliá	2013	Gestamp	2013
Repsol	NH Hoteles	2013	Madridena Red de Gas	2013
Telefónica	OHL	2013	ADIF	2014
	PROSEGUR	2013	Aldesa	2014
	Aguas de Barcelona	2014	ISOLUX	2014
	Almirall	2014	Grupo Antolin	2014
	Arcelor	2014		
	Grifols	2014		

Fuente: Afi, Bloomberg.

los actores tradicionales (compañías eléctricas y de telecomunicaciones) han visto cómo nuevos jugadores se han incorporado al mercado, con independencia de su condición de empresas cotizadas en un mercado bursátil.

Un vistazo en profundidad a los principales emisores en el mercado de bonos da buena muestra del cambio de orientación que se está produciendo en la gestión de las fuentes de financiación de la empresa en España.

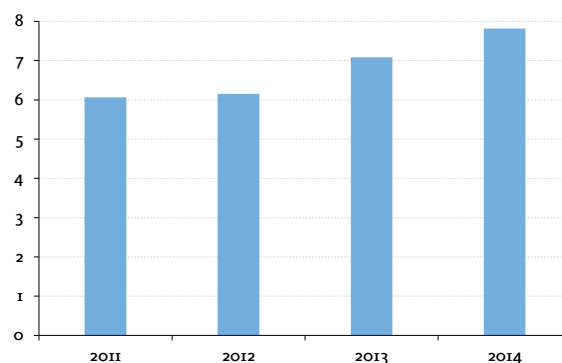
La incorporación de nuevos emisores, con independencia de su condición de empresas cotizadas, pone de manifiesto que el acceso al mercado de capitales no se ha basado en cambios drásticos en las bases de las infraestructuras existentes. La necesidad de diversificar las fuentes de financiación ha supuesto un acicate de mayor trascendencia que el puro desarrollo de plataformas alternativas como el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) que, como veremos a continuación, también ha registrado un comportamiento muy positivo.

Los cambios de patrón se han apreciado en términos de plazos y rating de los emisores:

a) El mercado no se ha circunscrito a emisores con vencimientos cortos, puesto que el plazo

Plazo medio de las emisiones realizadas por empresas no financieras en España

(años)



Fuente: Afi, Bloomberg.

«RATING» MEDIO DE LAS EMISIONES REALIZADAS POR EMPRESAS NO FINANCIERAS EN ESPAÑA

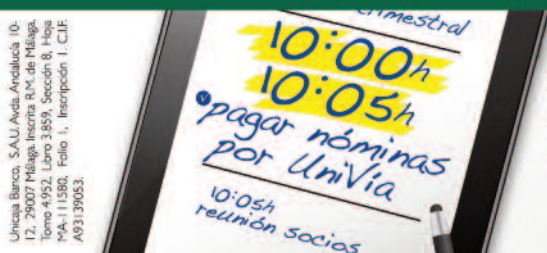
Año	2011	2012	2013	2014
Rating Medio	BBB	BBB-	BB+	BB+

Fuente: Afi, Bloomberg.

medio de los títulos emitidos ha pasado de 6 años en 2011 a cerca de 8 años en 2014.

b) El rating medio de los emisores también muestra un sesgo progresivo hacia las categorías de high yield: si en 2011 el rating medio de los emisores se situaba en BBB, justo en la frontera entre

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



grado de inversión y grado especulativo, en 2014 el rating medio se sitúa en BB+.

EL MARF PROGRESA ADECUADAMENTE

El MARF ha contribuido a esta entrada progresiva de nuevos agentes en el mercado de capitales. Esta contribución es especialmente destacable en un entorno no exento de dudas, provenientes en su mayoría de su homólogo en renta variable, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Desde su puesta en funcionamiento a finales de 2013, el MARF ha acogido 8 emisiones de empresas no financieras, por un montante total de 411 millones de euros, con un rating que se sitúa entre BB y BB-. Destaca también la diversificación sectorial, con presencia del sector de construcción, nuevas tecnologías, energía e industria.

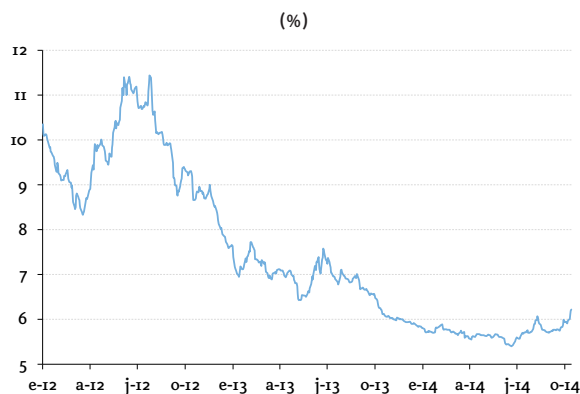
SÍNTESIS DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN EN EL SEGMENTO HIGH YIELD

Dado el sesgo progresivo del mercado hacia el segmento de grado especulativo, analizaremos en este apartado las condiciones de financiación de las empresas que pertenecen a este sector. Para ello, recurrimos a nuestro índice AFI High Yield de España, que aglutina las emisiones correspondientes a doce empresas¹.

A lo largo de los últimos meses, nuestro índice ha recogido una progresiva moderación del coste medio de financiación que experimentan las empresas españolas en el mercado, pasando del 7,66% al inicio de 2013 al 6,25% a fecha de redacción del presente artículo.

Esta buena acogida por parte de los mercados de capitales ha de matizarse. La búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en un contexto en el que los activos libres de riesgo ofrecen rentabilidades en ocasiones nulas está siendo un determinante indiscutible en la evolución descrita. Y este comportamiento puede revertir rápidamente si, tal y como ha sucedido en las últimas

TIR del índice AFI High Yield España



Fuente: Afi, Bloomberg.

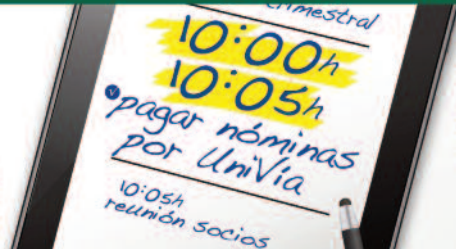
semanas, las dudas acerca del crecimiento económico cobran fuerza entre los inversores. Una inquietud que en el caso del área euro es especialmente intensa a la luz de las referencias publicadas por Alemania y Francia.

Estos factores están impactando en la percepción del riesgo de los mercados, acentuándola, y añaden un componente de transitoriedad a la caída de coste de financiación para empresas que se ha observado hasta ahora. No es consistente plantear un escenario de moderación adicional de los diferenciales crediticios en un entorno presidido por una tónica de crecimiento muy débil, y con altibajos como los que estamos observando en la actualidad.

De hecho, hay dos factores destacados al analizar de cerca la evolución de los costes de financiación de la empresa española: (i) la volatilidad de los mercados ha presionado al alza la TIR media del índice, que había llegado a cotizar cerca del 5,50% a mediados de 2014; y (ii) el exceso de rentabilidad pagado frente a emisiones similares en el área euro se sitúa en 135 puntos básicos. En particular este último elemento pone de manifiesto que aún existe cierta fragmentación en las condiciones de financiación, que se materializa en un traslado del riesgo percibido a nivel país (la prima de riesgo del Tesoro de España frente a Alemania

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



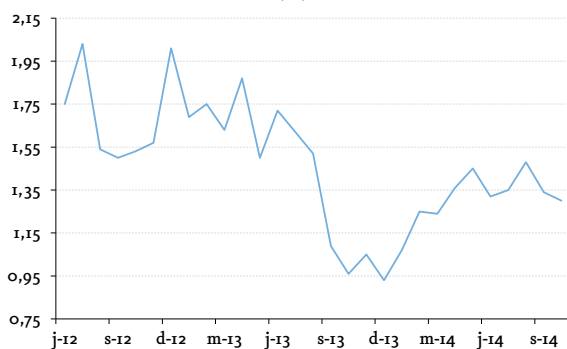
SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabn 901 111 133 - 952 076 224



Diferencial entre emisiones HY España y HY área euro (%)



Fuente: Afi, Merrill Lynch/Bank of America.

se sitúa en 130 puntos básicos) a la financiación del sector privado.

CONCLUSIÓN

El comportamiento de los mercados de capitales pone de manifiesto que las empresas no financieras han acelerado su proceso de desintermediación financiera, y este es sin duda un hecho

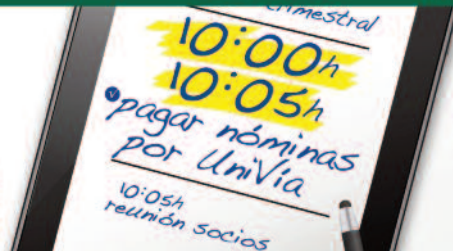
diferencial para la economía española. Estos avances sientan las bases de un tejido empresarial capaz de gestionar de forma más autónoma sus necesidades de financiación, reduciendo su sensibilidad a la salud del entorno bancario.

El aumento de las emisiones se ha producido en un entorno de reducción de los costes de financiación, interrumpido por la inestabilidad de los mercados financieros que ha hecho acto de presencia desde el mes de octubre. La debilidad de los fundamentos económicos puede limitar la continuidad de la cesión de los costes de financiación, un riesgo que extrema la necesidad de aprovechar la presente ventana de emisión. La corrección de la bonanza observada, no obstante, no debe ser considerada como un elemento negativo, puesto que no hay que perder de vista la necesidad de discriminar adecuadamente los riesgos. Una adecuada valoración de los mismos por parte del mercado no tiene por qué mermar la futura entrada de emisores, sino potenciarla ::

¹ Grupo Antolin, Almirall, Isolux, Campofrío, ONO, BEFESA, ENCE, Cemex, Empark, Gestamp, Abengoa, OHL

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es | 901 111 133 - 952 076 224

