



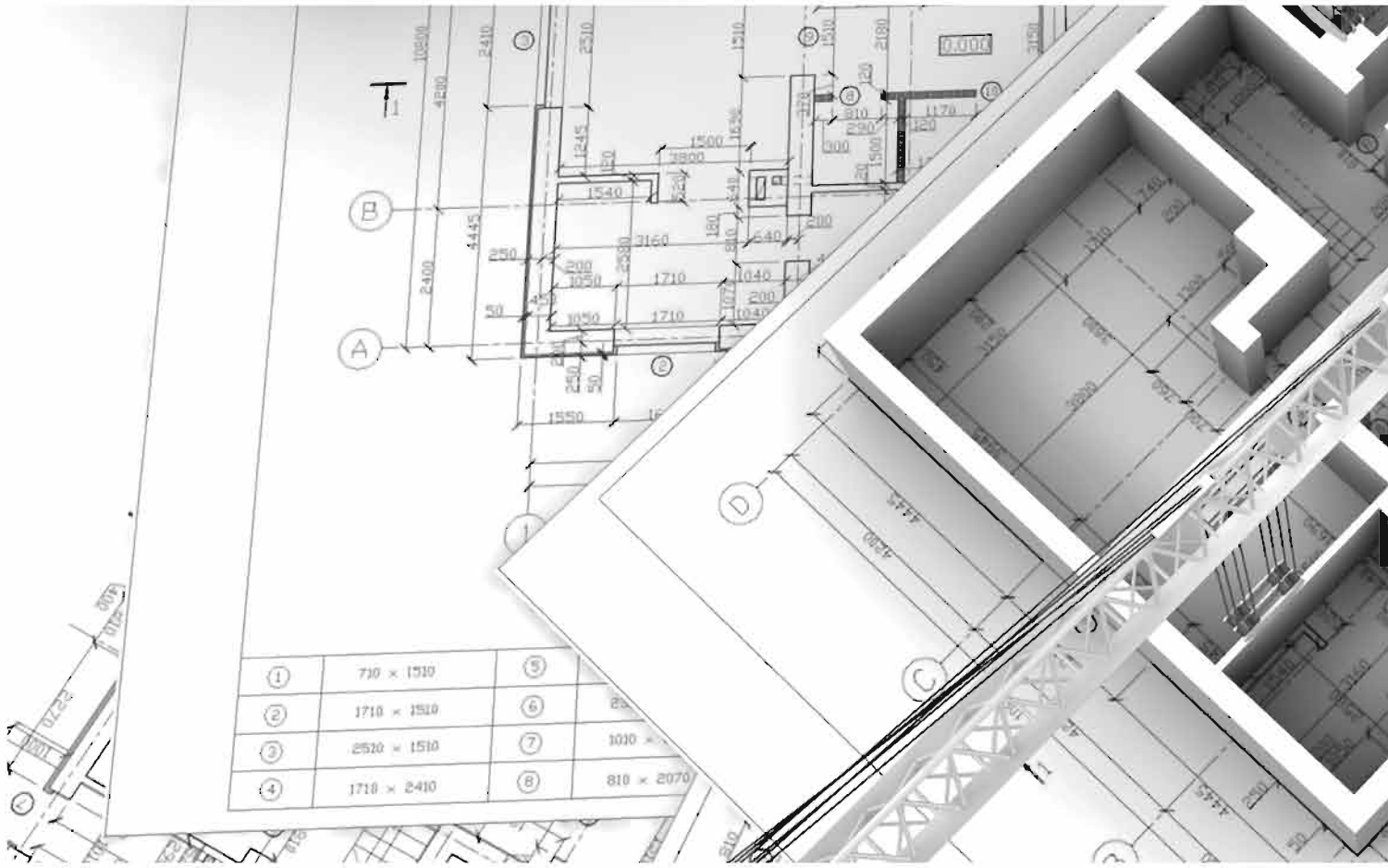
El sector de la construcción en España.
Especial referencia al sector de infraestructuras:
tendencias globales, alternativas de financiación y
oportunidades para empresas españolas.





El sector de la construcción en España. Especial referencia al sector de infraestructuras: tendencias globales, alternativas de financiación y oportunidades para empresas españolas.

1. Introducción.
2. Crisis y ajuste: altas y bajas de empresas, capital suscrito y ampliaciones y reducciones de capital.
3. Evolución de la cifra de negocio, resultados y deuda del sector.
4. El final de un ciclo y la caída de la inversión en España y en Europa.
5. Morosidad bancaria y restricción de crédito.
6. Tendencias globales en el sector de infraestructuras tras la crisis financiera internacional de 2008.
7. Estrategias, retos y oportunidades para las empresas españolas en la era post-crisis.
8. “Project Finance” y “Project Bonds”: una alternativa llena de oportunidades y clave en el horizonte temporal europeo hasta el 2020.
9. Conclusión





1 | Introducción

El sector de la construcción en España ha jugado un papel muy importante en nuestra economía, sobre todo en los últimos años anteriores a la crisis. En el ámbito de la obra pública ha contribuido decididamente a que España sea líder en el sector de infraestructuras a nivel mundial.

El fuerte desequilibrio del saldo público conforme avanzaba la crisis obligó a asumir una inexorable etapa de ajuste fiscal y consolidación en las cuentas públicas, que durará al menos hasta 2016. Dicho ajuste ha afectado, de manera especial, a la inversión pública en infraestructuras, que pasó de representar el 4,5% del PIB en 2009 a situarse en el 1,5% en 2013, con previsión de bajar hasta el 1,3% en 2016. Ello contribuyó, sin duda, a que las empresas españolas constructoras de infraestructuras o vinculadas a la consultoría y a la ingeniería hayan redoblado sus esfuerzos de acceso a los mercados exteriores, continuando así un proceso iniciado allá por los años 70 y 80.

Buen ejemplo de lo anterior es que la facturación internacional en 2012 de las empresas del sector agrupadas en la patronal SEOPAN fue de 17.260 millones de euros (record histórico, que no fueron capaces de mantener en 2013), con un aumento interanual, aquel año, del 14%. Si a ello se añade la actividad relacionada con la diversificación, es decir, actividad concesional, energía, ciclo integral del agua, *handling* aeroportuario, mobiliario urbano, gestión de residuos, etc., la cifra de negocio internacional se incrementaría, superando los 30.000 millones de euros.

El sector de construcción de infraestructuras español es líder indiscutible en el mundo. En la actualidad empresas españolas son las responsables de proyectos de la envergadura de la ampliación del Canal de Panamá, el ave Medina-Meca, la autopista North Tarrant Express de

Texas, autopista A-30 en Montreal y el metro ligero de Ottawa, el metro de Doha, el metro de Riad, el proyecto ferroviario North-West link en Sidney, entre otros.

Pese a todo lo construido, las necesidades de infraestructura para la economía española siguen siendo importantes, tanto en nuevos proyectos como en mantenimiento y conservación de nuestro patrimonio de obra pública, uno de los más modernos del mundo. De hecho, diversos estudios insisten en la importancia de los empleos generados y del retorno fiscal que los nuevos proyectos de infraestructuras son capaces de generar. De haberse mantenido la inversión pública en España en los niveles de 2009 durante el trienio 2010-2012 se habría evitado la pérdida de 860.000 empleos y de 30.500 millones de ingresos públicos.

Se estima que entre 2010 y 2030 se requerirán entre 40 y 50 billones de dólares de inversión en este sector, según el informe de *Boston Consulting Group* del *World Economic Forum*. Los sectores del agua, telecomunicaciones y carreteras son los que más inversión acumularán en las próximas dos décadas en el mundo (más del 80%) y Asia, con el 39%, seguida de Europa con el 22% y América Central y Sudamérica con el 18%, serán las principales regiones receptoras de esta inversión.

Si la realidad de Europa y del resto del mundo muestra la enorme necesidad de infraestructuras que afrontan los distintos países en el medio plazo, las fuentes de financiación necesarias para abordar dichos proyectos están mucho menos claras, especialmente en las economías desarrolladas inmersas en procesos de reducción de costes y mejora de la eficiencia del sector público.

Los dos primeros apartados del presente informe pretenden hacer balance de la crisis en el sector de la construcción en general (y de la ingeniería civil, en particular) a través de indicadores tales como la



creación neta de empresas, los movimientos de capital, el empleo, la cifra neta de negocio, la cuenta de pérdidas y ganancias o la evolución de la deuda.

A continuación, incidiremos en la importante crisis de inversión que afronta Europa en general, y España muy en particular, especialmente en el ámbito de la inversión en construcción, y donde los factores explicativos varían según el país debido a la intensidad de la crisis y a la fragmentación de los mercados financieros dentro de la zona euro, aún no completamente solucionada. Precisamente el punto cinco servirá para describir el componente nacional en la mala salud del sistema financiero español, analizando la evolución del crédito excesivo hacia la promoción y la construcción que llevó a unos niveles de morosidad inéditos en España, que tuvieron el efecto pernicioso y esperado del racionamiento de crédito, agravando aún más el hundimiento de la inversión ligado a la incertidumbre y a las negativas expectativas de rentabilidad.

Los puntos sexto y séptimo aspiran a describir brevemente las principales tendencias globales que se observan en el sector de infraestructuras y las oportunidades y desafíos que en dicho contexto se presentan para las empresas españolas del sector.

Finalmente, el punto octavo profundiza en el nuevo escenario de financiación para la obra de ingeniería civil, donde la inversión privada y los mecanismos alternativos a la financiación bancaria están llamados a ir ganando un peso progresivo, y donde los procesos de colaboración público-privada (*Public-Private Partnership* –PPP-) y el desarrollo del mercado de bonos de proyecto (*Project Bonds*), junto con la mayor participación de inversores institucionales permitirán, especialmente en Europa, promover redes de infraestructuras transnacionales, llamadas a convertirse en la columna vertebral del crecimiento y de la competitividad de la economía europea, una oportunidad de negocio que las empresas españolas, tanto grandes como pymes, no pueden desaprovechar.

2 | Crisis y ajuste: altas y bajas de empresas, capital suscrito y ampliaciones y reducciones de capital.

En la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE 2009) dedica su apartado F al sector de la construcción, en este apartado se encuentran actividades generales y especializadas de la construcción de edificios y obras de ingeniería civil.

La construcción de edificios o la obra de ingeniería civil ambas engloban las obras nuevas, la reparación, las ampliaciones y reformas, la construcción in situ de estructuras prefabricadas, así como las construcciones de carácter temporal, y las destinadas a la minimización del impacto medioambiental



La construcción de edificios comprende la construcción de edificios de todo tipo, la construcción de viviendas, edificios de oficinas y establecimientos comerciales completos, así como de otros edificios públicos, construcciones agrarias, entre otros.

La ingeniería civil comprende la construcción de grandes obras como autopistas, carreteras, calles, puentes, túneles, líneas férreas, aeropuertos, puertos y otras obras hidráulicas, sistemas de riego y alcantarillado, instalaciones industriales, oleoductos, gasoductos y líneas eléctricas, instalaciones deportivas al aire libre, etc. Estas obras pueden realizarse por cuenta propia o por cuenta de terceros. Pueden subcontratarse partes del trabajo e incluso, en ocasiones, el trabajo en su integridad. Por lo tanto, esta división comprende también la promoción de obras de ingeniería civil, que se clasifica junto a la construcción de la obra correspondiente.

Por último, las actividades de construcción especializada, sección que incluye la instalación de todo tipo de equipos que permiten que la construcción funcione como tal. Normalmente estas actividades se realizan a pie de obra, aunque algunas partes del trabajo pueden llevarse a cabo en talleres especializados. Se incluyen actividades como la fontanería, la instalación de sistemas de calefacción y aire acondicionado, antenas, sistemas de alarma y otras instalaciones eléctricas, sistemas de aspersión automática contra incendios, ascensores y escaleras mecánicas, etc. También se incluyen los trabajos de aislamiento (térmico, sonoro y de humedad), chapistería, refrigeración industrial, la instalación de sistemas de iluminación y señalización de carreteras, ferrocarriles, aeropuertos, puertos, etc. También se incluye la reparación correspondiente a las actividades mencionadas.

Las actividades de acabado de edificios y obras son las que contribuyen al acabado o terminación de la construcción, como el acristalamiento, revocamiento, pintura, embaldosado y alicatado o el revestimiento con otros materiales como el parquet, moqueta, papel pintado, etc., pulido de suelos, carpintería, sistemas acústicos, limpieza exterior, etc. También se incluye la reparación correspondiente a las actividades mencionadas.

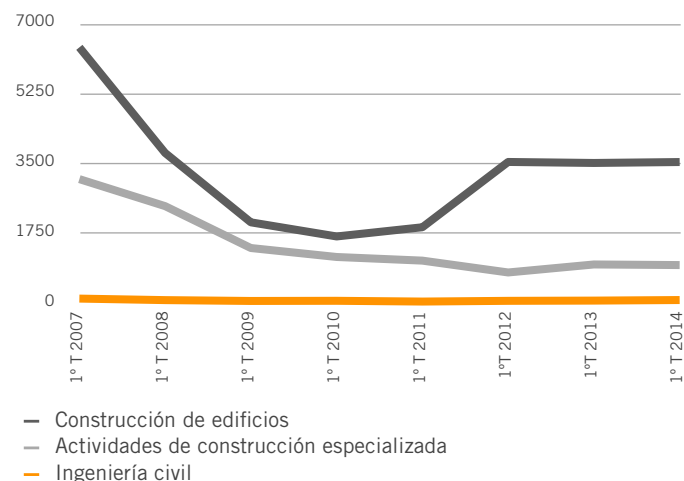
Si hay un indicador de la crudeza social de la crisis iniciada en 2008 sobre el sector de la construcción ese es el dato de **empleo**. En efecto, atendiendo a los datos de ocupados afiliados a la Seguridad Social, en 2008 el número de ocupados en este sector era de 2.299.000 personas, la cifra más alta registrada. Cinco años después, el número de trabajadores de la construcción afiliados había caído hasta 1.123.000, esto es, una disminución acumulada del 51%, y 1.175.600 trabajos desaparecidos.

La crisis de la construcción vivida en España, con enorme intensidad, se refleja en otros indicadores de interés.

CREACIÓN Y CIERRE DE EMPRESAS

El gráfico 1 muestra las empresas que se han creado en el primer trimestre de cada año, en el sector de la construcción y en la promoción inmobiliaria. El número de empresas que se creaban en estos sectores ha caído desde el 2007, la variación desde este año hasta el 2009 es de -50%, sin embargo después de esta caída a partir del año 2011 el número de empresas creadas aumenta con respecto a los años anteriores. Si se observa los últimos datos de los que se dispone, en el primer trimestre de 2014 se han creado 4602 sociedades ligadas al sector de la construcción cifra superior a la de los años anteriores en el mismo trimestre.

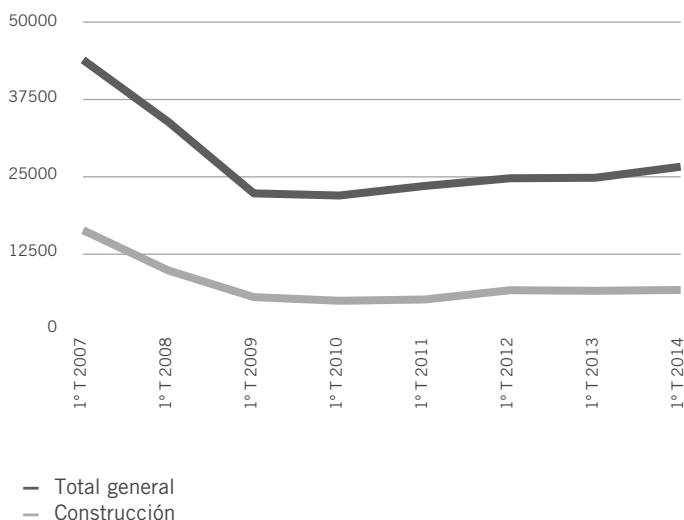
Gráfico 1. Empresas creadas en la construcción. Número de empresas



Fuente: Axesor

Si se compara la creación de sociedades mercantiles en estos dos sectores con el total de sociedades creadas (gráfico 2), se puede ver como en el primer trimestre de 2007 se crearon en total 43.991 sociedades mercantiles de las cuales 16.224 de ellas pertenecían a los sectores de la construcción y promoción inmobiliaria, dicho de otro modo, el 36,8 % de las empresas creadas pertenecían a estos sectores. Esta cifra ha disminuido en los períodos sucesivos pero aún así sigue siendo bastante considerable. En el primer trimestre de 2014 el 24,3% de las empresas que se crearon pertenecían a estos sectores.

Gráfico 2. Total de empresas creadas.

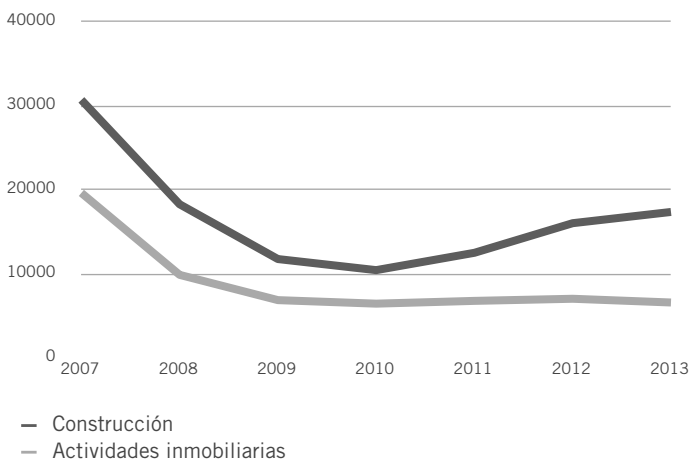


Fuente: Axesor

En el gráfico 3 tenemos datos anuales sobre el total de empresas que se han creado en los sectores referentes a la construcción desde el año 2007, en este año se inicia una recesión en la creación de empresas que solo por primera vez crece en 2010.

En el año 2013 en España se crearon un total de 93.843 sociedades, una de cada cuatro de ellas pertenecía a los sectores de la construcción y actividades inmobiliarias, siendo esta cifra muy superior si nos remontamos a los inicios de la crisis, en 2007 el 35% de las empresas que se crearon pertenecían a estos sectores.

Gráfico 3. Empresas constituidas



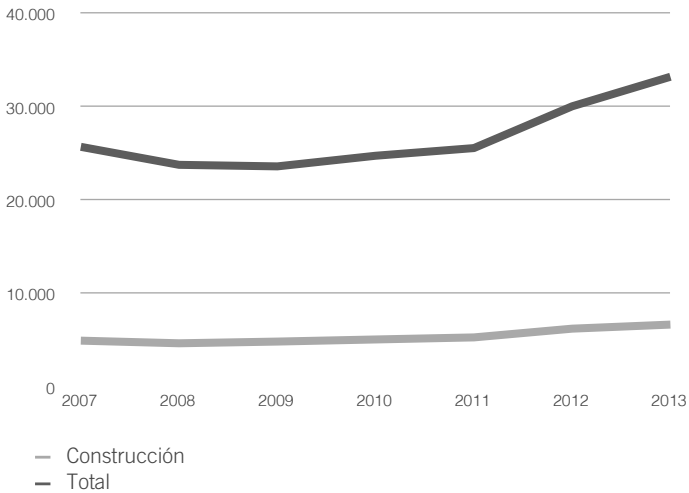
Fuente: Axesor

Como recoge el gráfico 3, mientras que la iniciativa emprendedora vinculada a la actividad inmobiliaria se estabiliza a la baja tras el fuerte ajuste experimentado con la crisis de 2008, resulta sorprendente y difícil de explicar la creciente subida en el número de empresas creadas en el sector de la construcción desde el año 2010, que alcanza niveles en 2013 de 2008 (en torno a 17000 nuevas empresas), en un sector que afronta una crisis de magnitud sin precedentes en nuestro país. Entre las posibles explicaciones podría encontrarse, por un lado, la necesidad de seguir operando en el sector pese a ser insolvente con una empresa anterior, lo que obliga a cambiar de razón social y de socio administrador (un familiar, un conocido, etc.) y, por otro lado, el efecto estadístico de un registro genérico que sitúa empresas de otros sectores en la construcción, que nos consta que puede sesgar al alza entre un 3% y un 6% las empresas creadas en este sector.



En el lado opuesto se encuentran las empresas que cierran (gráfico 4), en el año 2007 cerraron 25.732 empresas de las cuales 4.972 pertenecían al sector de la construcción, esta cifra se redujo levemente los dos años siguientes y a partir de 2010 se han incrementado hasta llegar a 33.237 empresas cerradas en 2013 de las cuales 6.692 pertenecen al sector de la construcción.

Gráfico 4. Bajas oficiales de empresas



Fuente: Axesor

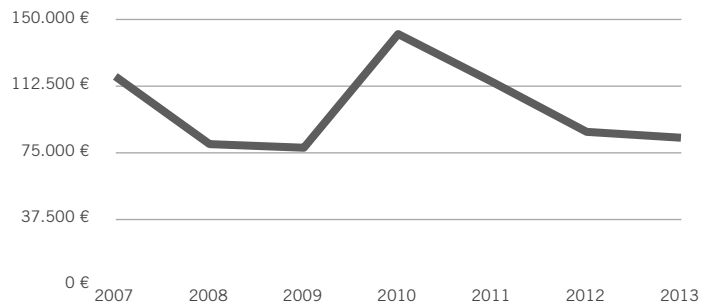
Como muestra claramente el gráfico 4, con la llegada de la crisis el peso de empresas de la construcción que causaban baja sobre el total sube hasta el 20%, porcentaje que se mantiene décima arriba o abajo desde el año 2009 hasta 2013.

Las bajas oficiales de empresas en el sector de la construcción desde el 2009 hasta el 2013 ascienden a 28.239, mientras que el número de empresas creadas en ese mismo intervalo de tiempo fue de 68.233. Sorprendentemente, en medio de la mayor crisis del sector de la construcción de la historia económica de España, se han abierto más empresas de las que oficialmente se han cerrado (en relación a sociedades mercantiles, no se incluyen los autónomos). Ello se explica simplemente porque la mayoría de empresas no hacen oficial su cierre o baja, de modo que cierran sin notificarlo al Registro mercantil, lo que invalida el dato oficial de bajas de empresas, al ser mucho mayor el número de cierres reales de empresas.

CAPITAL SUSCRITO EN CONSTITUCIONES DE EMPRESAS.

Como recoge el gráfico 5, el capital suscrito por empresas del sector de la construcción era muy elevado en 2007, también era elevado el número de empresas que se creaban, pero sin embargo, si analizamos el capital suscrito por empresa creada la diferencia no es elevada con respecto a los años de crisis financiera, incluso hay años que se suscribe un capital superior que el que se suscribía al inicio de la crisis financiera en proporción al número de empresas.

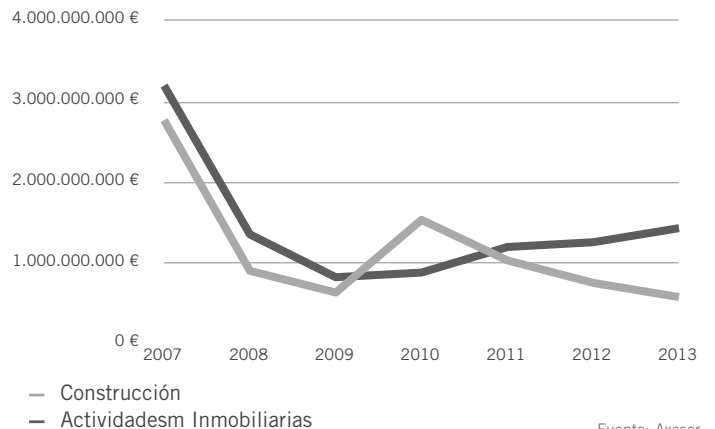
Gráfico 5. Promedio del capital suscrito por las empresas del sector de la construcción



Fuente: Axesor

Si realizamos un promedio anual entre el total de empresas creadas y el total del capital suscrito por estas empresas, en 2007 se suscribía por empresa un promedio de 118.411 €, mientras que en 2010 aunque se crearon menos empresas el capital promedio que se suscribió fue de 142.464 €, por lo que aunque se han creado menos empresas el capital suscrito es mayor.

Gráfico 6. Capital suscrito

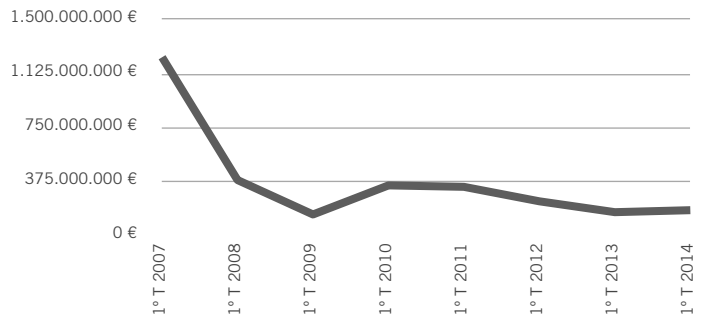


Fuente: Axesor



De los últimos datos de los que se dispone son del primer trimestre de 2014, en este trimestre el capital suscrito por las sociedades mercantiles asciende a 2.769.340.131 € siendo esta cifra un 29,5% superior en términos interanuales. El capital suscrito por empresas de construcción también remonto ligeramente en el primer trimestre de 2014 en relación a 2013, experimentando un aumento del 8,5%, si bien solo representa un 6,4% del total.

Gráfico 7. Capital suscrito. Sector construcción



Fuente: Axesor

Además, tal y como recoge la tabla 1, tras la llegada de la crisis al sector el capital suscrito se ha situado en promedio 10 puntos porcentuales por debajo del año 2007.

Tabla 1. Total del capital suscrito por las empresas

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
k suscrito por las empresas constructoras	2.768.428.909 €	901.574.682 €	633.006.421 €	1.533.695.304 €	1.031.347.806 €	752.594.845 €	576.347.929 €
Total general de k suscrito	15.434.804.851 €	8.439.993.737 €	4.732.275.381 €	8.189.803.667 €	21.517.394.982 €	7.762.317.302 €	6.894.136.744 €
Porcentaje del k suscrito por las empresas constructoras sobre el total	18%	10,7%	13,4%	18,7%	4,8%	9,7%	8,4%

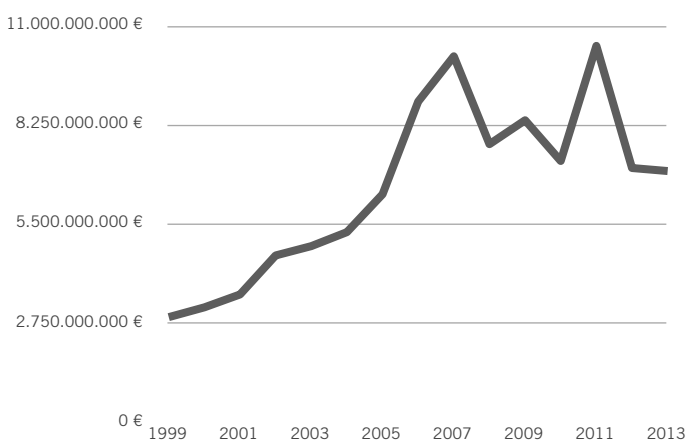
Fuente: Axesor

Otro indicador interesante de observar en esta larga crisis son los movimientos de capital corporativos. Las ampliaciones o reducciones de capital son también el reflejo de la compleja situación vivida por las empresas que estaban en el mercado.

AMPLIACIONES Y REDUCCIONES DE CAPITAL.

Con la crisis financiera las entidades bancarias han restringido el crédito, por lo consiguiente las sociedades mercantiles han tenido que buscar otras alternativas para financiarse. Una de las alternativas al crédito bancario es apelar a los recursos propios reforzando el capital social de la entidad.

Gráfico 8. Importe de capital ampliado. Construcción



Fuente: Axesor

El gráfico 8 contempla las ampliaciones de capital que han realizado las sociedades mercantiles del sector de la construcción desde el año 1999 hasta 2013, mientras que el gráfico 10 muestra las ampliaciones de capital llevadas a cabo por todas las sociedades españolas.

Si comparamos estos dos gráficos, en el 2007 vemos como ambos tienen un repunte, se produce un aumento del capital superior a los años anteriores, solo superado por la cifra del año 2011, que alcanzó los 10.160 millones de euros en el caso de la construcción, máximo histórico. El año en el que las ampliaciones de capital del sector de la construcción representó un mayor porcentaje sobre el total de la economía fue 2009 con el 21,7% del capital total ampliado por las empresas españolas.

Se observa también cómo los importes de capital ampliados en el sector de la construcción se sitúan durante todo el periodo de recesión o bajo crecimiento de la economía española en niveles de máximos históricos si comparamos con los años del boom, previos a 2006, especialmente 2009, 2010 y 2011, que marcan máximos consecutivos de importes de capital ampliados. Todo parece indicar que la ampliación de capital ha sido una de las alternativas antes la falta de crédito, a veces incluso habilitando en el capital social de las constructoras a importantes acreedores con el fin de evitar declarar el concurso y haciendo más posible la viabilidad futura a la empresa.

Gráfico 9. Ampliaciones de capital en la construcción y promoción

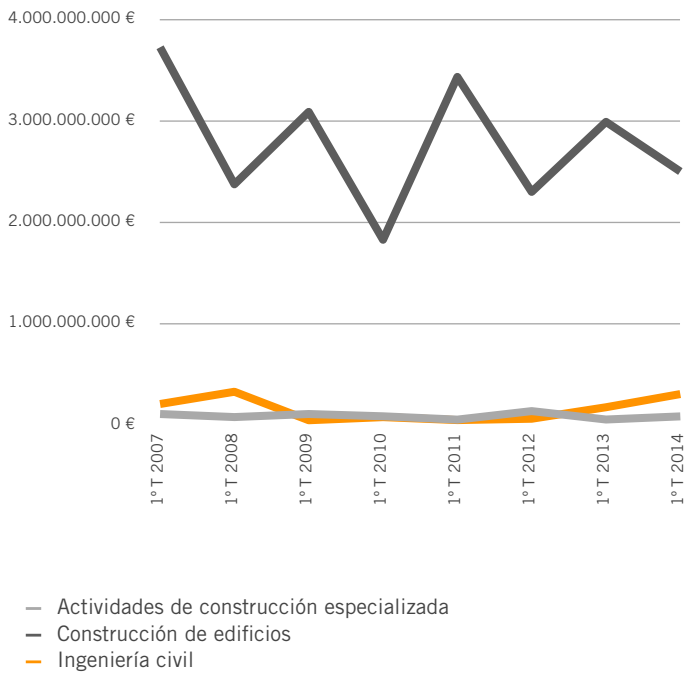
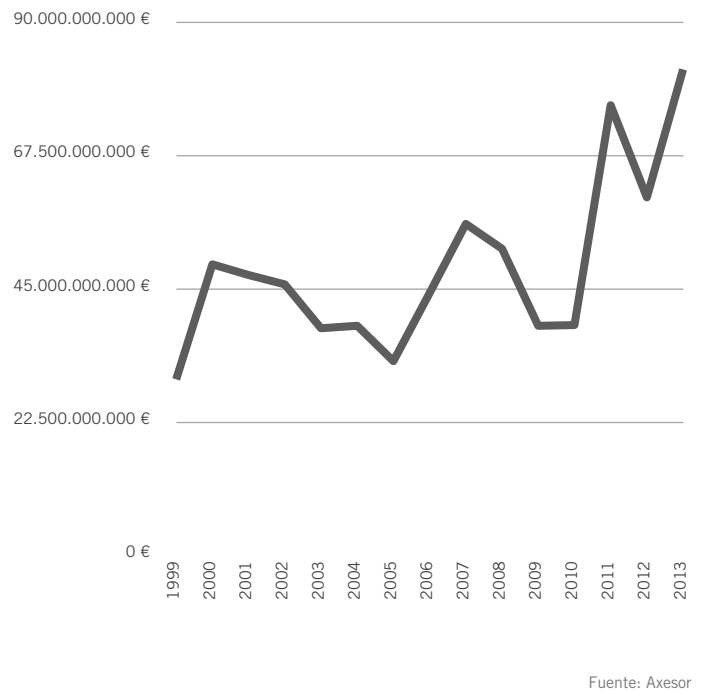


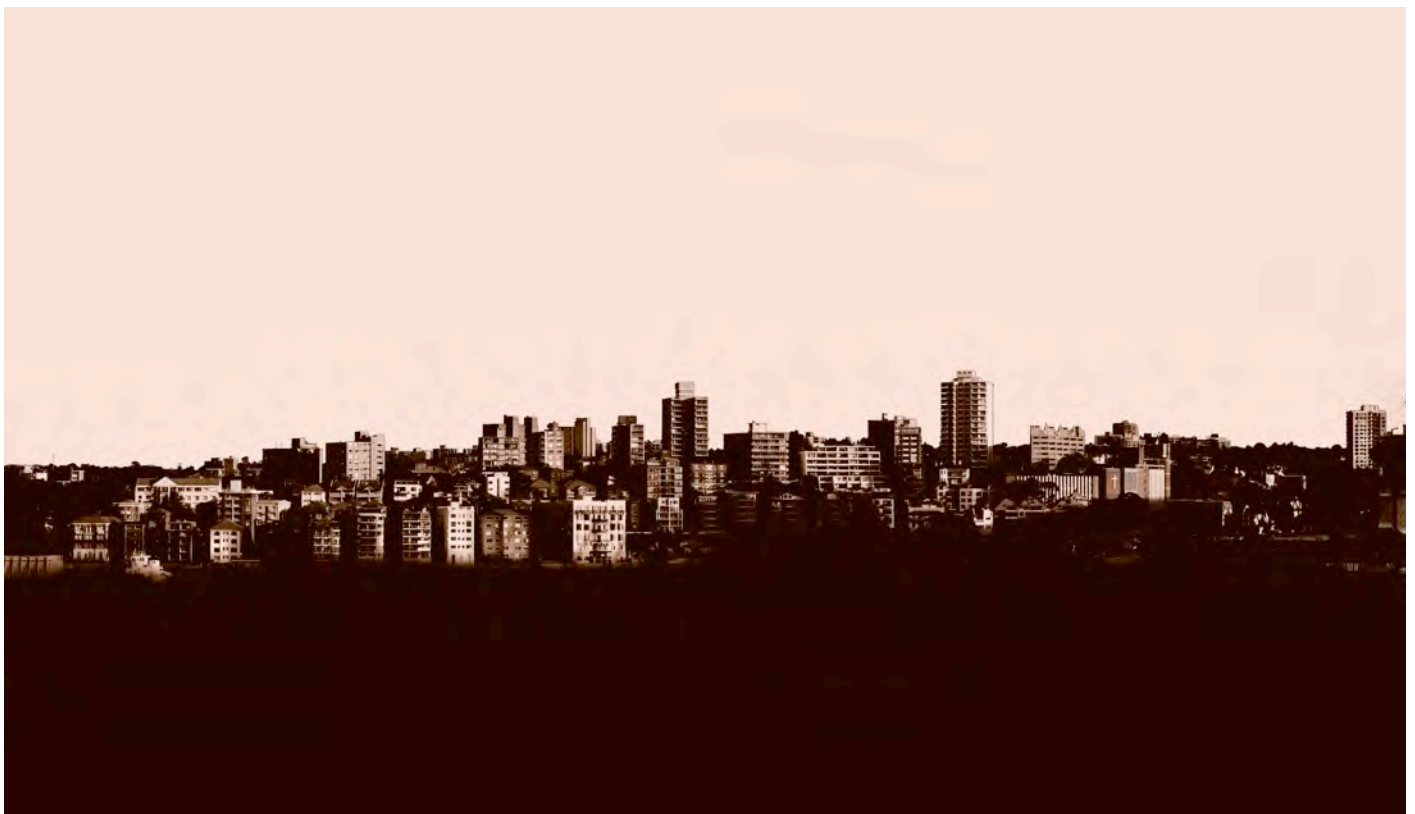
Gráfico 10. Importe capital ampliado. Total



Haciendo referencia a los últimos años en 2013 en la construcción y promoción inmobiliaria ha disminuido este tipo de alternativa en la inversión, siguiendo esa tendencia bajista para 2014, ya que si comparamos el primer trimestre de este año con el del año anterior ha disminuido más de la mitad el importe ampliado en este sector. En el gráfico 9 se puede observar como en la construcción el subsector de más peso es el de la construcción de edificios, concentrándose en él la mayor parte de las ampliaciones de capital. También se observa como el segmento de ingeniería civil es el único que mantiene una tendencia creciente desde 2012 en los tres primeros meses del año, especialmente el primer trimestre de 2014.

Finalmente, el gráfico 10 muestra que la tendencia observada en el sector de la construcción de crecimiento importante del capital ampliado durante los últimos años también se registra si consideramos el conjunto de sectores de la economía española.

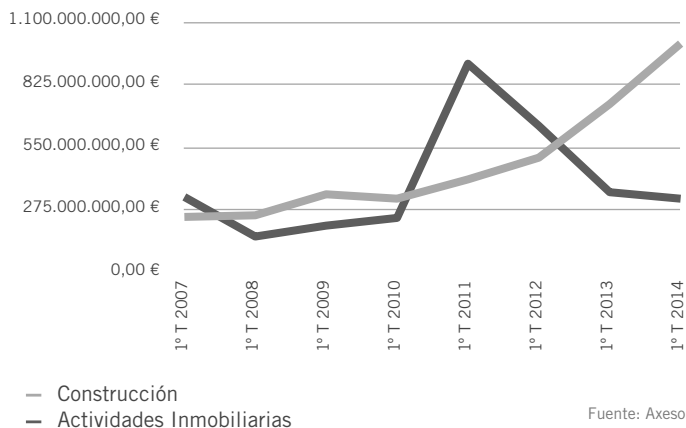
Como epílogo podríamos hacer una reflexión que encuadraría perfectamente en esta situación, estableciendo que cuando disminuye el flujo del crédito por parte de las entidades bancarias como ha sucedido desde la crisis financiera aumentan otras alternativas a la financiación como sería en este caso las ampliaciones de capital



REDUCCIONES DE CAPITAL

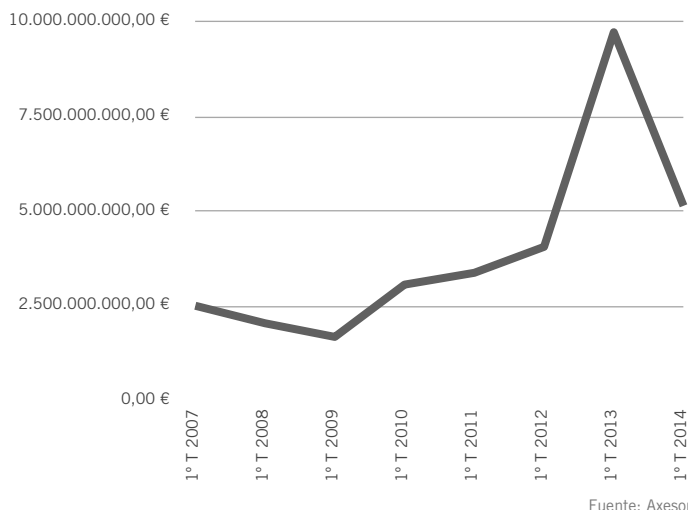
Frente a las ampliaciones de capital como una alternativa para obtener financiación nos encontramos las reducciones de capital que se producen por dos causas principales; la primera que el capital social exceda las necesidades de una empresa y la segunda porque una sociedad se encuentra en una situación de debilidad económica y necesite ajustar sus fondos propios.

Gráfico 11. Reducciones de capital en la construcción y en las actividades inmobiliarias

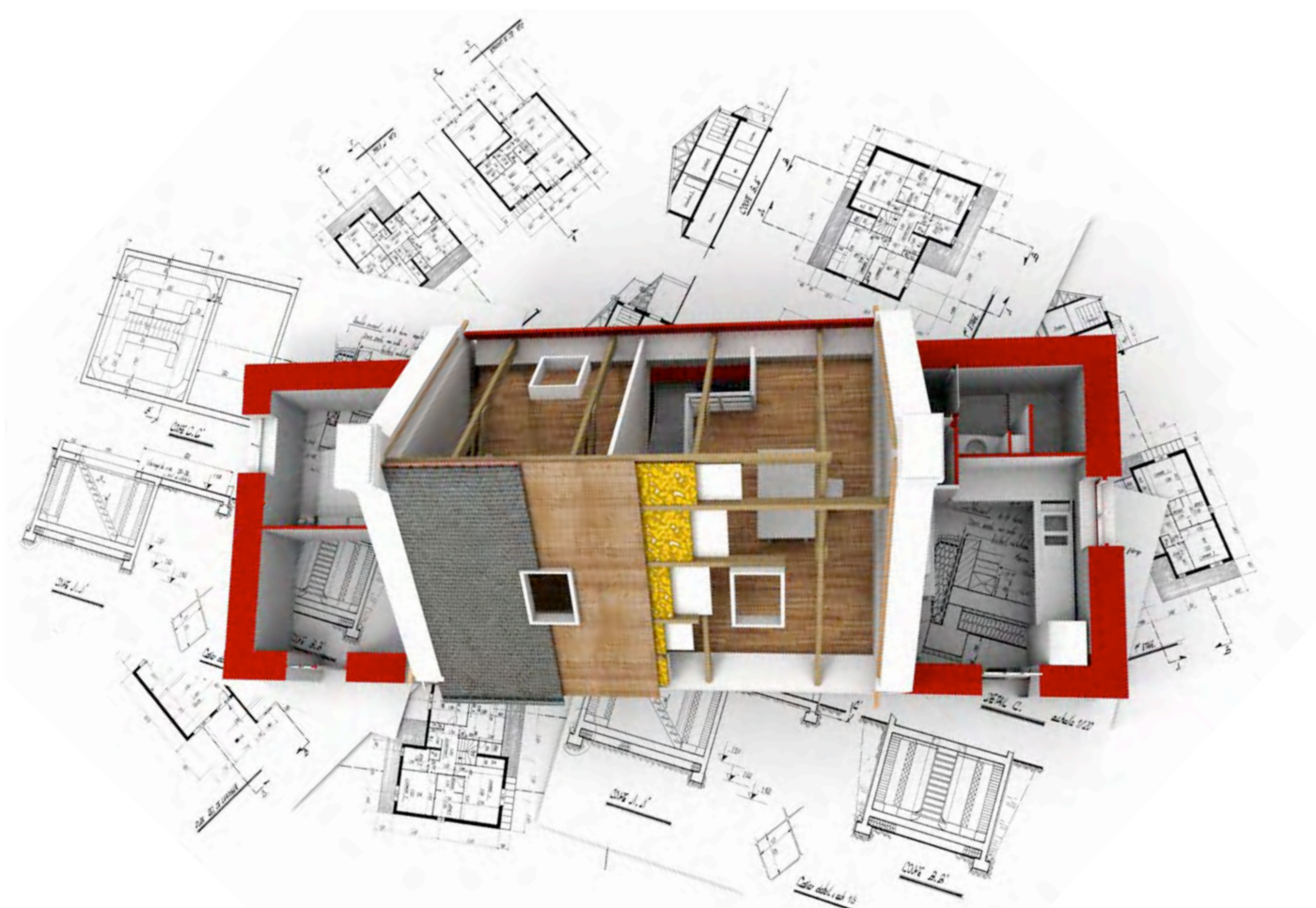


En el gráfico 11 recoge una comparativa trimestral de las reducciones de capital que han sufrido las sociedades mercantiles pertenecientes a la construcción y a la promoción inmobiliaria. Por un lado las reducciones de capital en la construcción se han elevado desde 2007 y sigue esta tendencia alcista desde entonces, llegando a su punto más alto en 2014 (1.003.547.536,85 €), sin embargo las actividades inmobiliarias han tenido un recorrido diferente con respecto a la reducción de capital llegando su punto más alto en 2011 (915.372.840,10 €) sufriendo un descalabro en los sucesivos años.

Gráfico 12. Evolución de las reducciones de capital



Si se analizan estas fluctuaciones en las reducciones de capital se podría llegar a algunas conclusiones. La mayoría de las reducciones de capital que se han dado en las empresas españolas se encuentran relacionadas con la situación financiera que sufría nuestra economía, por lo que las empresas han tenido que ajustar su patrimonio para hacer frente a la difícil situación que atravesaban. A juzgar por la evolución seguida en el primer trimestre (gráfico 12), con una caída interanual del 47%, 2014 podría ser un año en que las reducciones de capital vuelvan a niveles más acordes con una economía en crecimiento. Todo lo contrario de lo observado en las empresas constructoras, al registrar en el primer trimestre un nuevo aumento interanual del 35,9%, y que vuelve a situar el importe reducido por las empresas de este sector en máximo histórico.

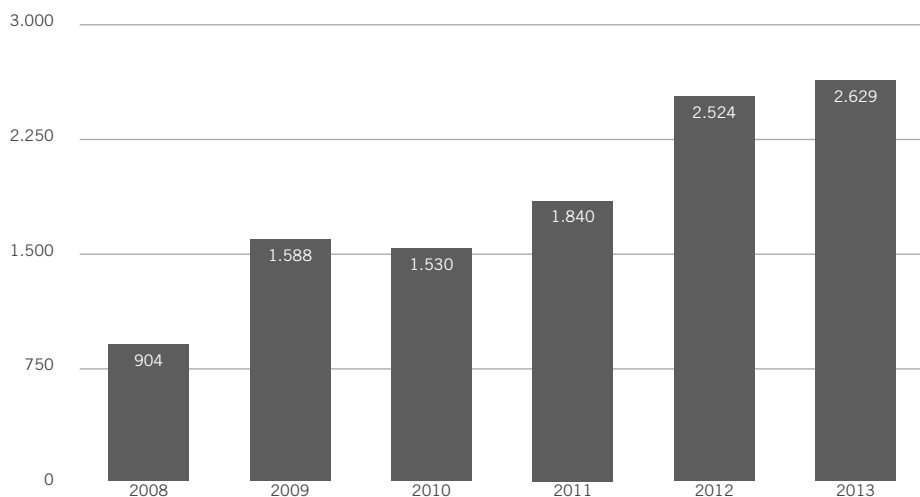


CONCURSO DE ACREEDORES

El concurso de acreedores en España se encuentra regulado por la ley 22/2003 de 9 de Julio, Concursal y sus reformas posteriores.

El número de concurso de acreedores en 2008 fue de 2.590 perteneciendo al sector de la construcción y las actividades inmobiliarias el 41% del total, esta cifra ha ido en aumento desde ese año llegando a instarse 8.823 concursos en 2013, perteneciendo el 35.7% al sector de la construcción y a las actividades inmobiliarias.

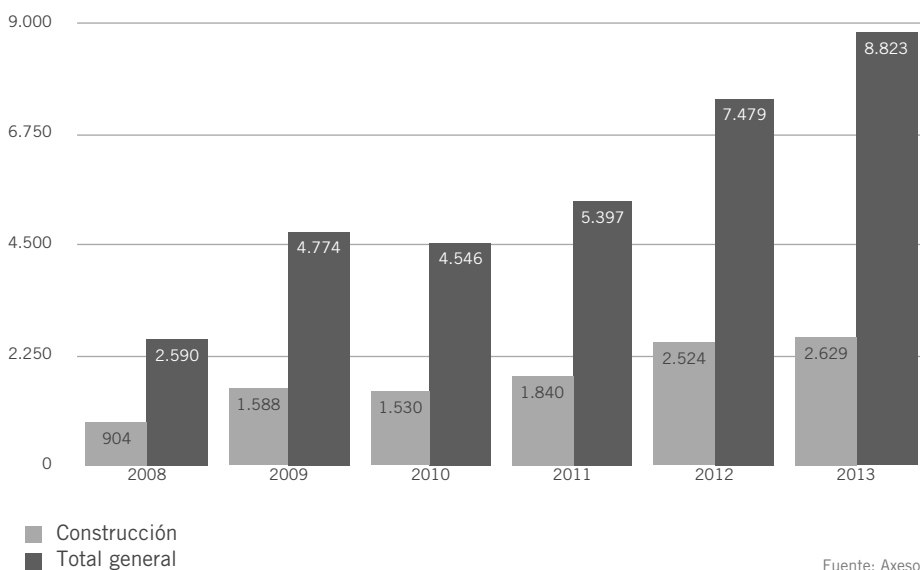
Gráfico 13. Evolución anual de concursos en la construcción



Fuente: Axesor

En el gráfico 14, muestra el número de concursos anuales que tienen lugar en nuestra economía y los concursos en el sector de la construcción. Al inicio de la crisis, en 2008 se produjeron en España 2590 concursos de los cuales 904 pertenecían al sector de la construcción, dicho de otro modo el 36% de los concursos que tenían lugar en nuestro país era sobre empresas constructoras. El número de concursos se ha ido elevando a lo largo del ciclo siendo 2010 el único año en el que se redujeron levemente con respecto al año anterior. En 2012 se produjeron 8823 concursos de los cuales 2629 (el 29% del total) pertenecían al sector de la construcción.

Gráfico 14. Evolución anual de los concursos en la construcción sobre el total



Fuente: Axesor

Por el contrario si nos remitimos a los datos referentes al primer trimestre de 2014, el número de concursos en el primer trimestre ha disminuido después de varios años consecutivos de subidas. En 2014 han disminuido un 25% el número de concursos con respecto al trimestre del año anterior. En el sector de la construcción y actividades inmobiliarias ha disminuido en un 61.61% el número de concursos con respecto al primer trimestre del año anterior.



3 | Evolución de la cifra de negocio, resultados y deuda del sector.

Si bien el Instituto Nacional de Estadística (INE) clasifica pormenorizadamente todas las actividades, las empresas no siempre afinan tanto al describir la actividad principal de su negocio, o, simplemente, operan en varias ramas de la construcción. Las grandes constructoras españolas pueden estar al mismo tiempo construyendo edificios y obra pública, y unas deciden ubicarse en un código cnae de la construcción y otras en otro. Ello puede dificultar el análisis financiero cuando queremos observar los resultados desglosados por ramas del sector de la construcción. En cualquier caso, y pese las dificultades, los resultados que se muestran a continuación son orientativos de la evolución financiera de las empresas de cada rama de la construcción en el periodo analizado.

La tabla 2, recoge los datos muestrales sobre los que vamos a trabajar, pertenecen a la base de datos de axesor. El periodo de tiempo que se va a analizar comienza en 2006 hasta 2012, que son los últimos datos de los que se dispone información completa. La muestra está formada por 7.562 empresas que pertenecen a las actividades de construcción especializada, 7.365 empresas que pertenecen a la edificación y 1.043 empresas que pertenecen a la ingeniería civil, tomándose esta muestra para todos los años.

Tabla 2. Muestra 2006 - 2012

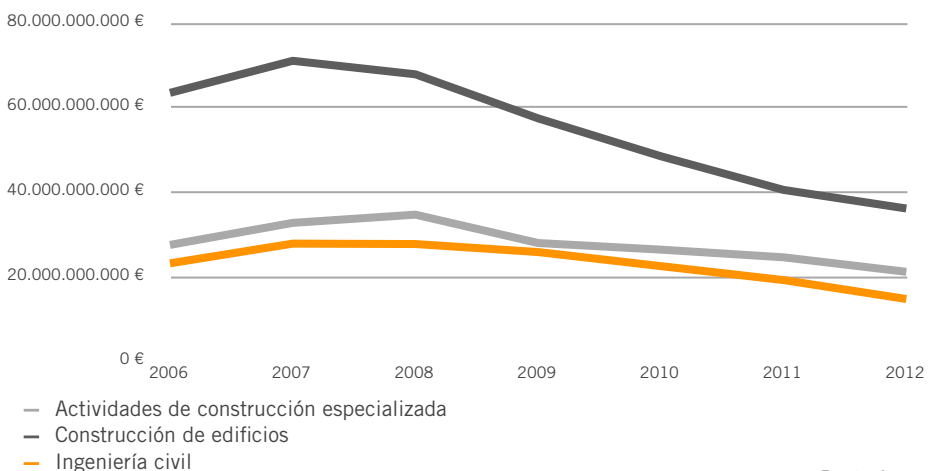
Actividades de construcción especializada	7562
Construcción de edificios	7365
Ingeniería civil	1043
Total general	15970

Fuente: Axesor

El gráfico 15 muestra el importe neto en la cifra de negocios en el sector de la construcción. Como se ve la línea que representa el importe en el sector de la construcción de edificios es muy superior al de la ingeniería civil, uno de los motivos podría ser que el número de empresas que forma parte de la muestra es muy superior, por tanto tiene sentido que el importe sea también superior. Sin embargo, si realizamos un promedio entre el número de empresas en ambos campos y sus importes, vemos cómo en el sector de la construcción de edificios el importe promedio del volumen de negocio asciende a 9.649.970 € en 2007, siendo en la ingeniería civil de 26.749.676 € en el mismo año, la diferencia es bastante considerable, esta brecha se mantiene a lo largo del periodo de tiempo analizado, siendo en 2012 el importe promedio de la edificación de 4.914.624 € mientras que en la ingeniería civil es mucho mayor, ascendiendo a 14.209.224 €.

Esto nos lleva a pensar que aunque sean menos las empresas dedicadas a la ingeniería civil los volúmenes de negocio que manejan son muy superiores a las empresas de construcción de edificios.

Gráfico 15. Importe Neto cifra negocios



Fuente: Axesor

El gráfico 16 muestra las deudas que tienen las empresas del sector de la construcción, en ellas se engloban tanto las deudas a largo como a corto plazo. Como vemos el sector de la edificación es el más endeudado en la construcción, llegando a tener 254.915.452.587 € de deuda en 2008.

En el lado opuesto se encuentra las empresas de ingeniería civil, en las que su deuda ha crecido muy lentamente durante todo el periodo, alcanzando su máximo en 2012 con 44.036.864.735 €, aunque esta cantidad no se asemeja en ningún momento a la deuda que tiene la edificación.

El gráfico 17 muestra el total del importe neto de la cifra de negocios y la deuda en el sector de la construcción. Como vemos, la deuda en la construcción se ha incrementado desde la crisis, es decir las empresas se han endeudado más, aunque en los últimos años se está reduciendo un poco esta cantidad. Por otro lado, se encuentra el total del importe neto del volumen de negocio en la construcción, vemos cómo éste era superior al inicio al inicio de la crisis, pero en los últimos años ha disminuido considerablemente, la edificación puede ser el subsector que más haya contribuido a esta caída, no obstante la ingeniería civil también ha tenido un papel importante.

El gráfico 18 recoge el resultado bruto de explotación que han obtenido las empresas del sector de la construcción, donde las empresas dedicadas a la promoción y construcción de edificios eran las que mayores beneficios obtenían en el año 2006, pero han tenido una caída muy acusada en sus resultados, llegando a tener grandes pérdidas. Se observa, por lo tanto, que es la actividad vinculada a la construcción residencial y promoción la más perjudicada por la crisis, y que siguió generando pérdidas a empresas grandes, medianas y pequeñas en 2012.

Por otro lado, se encuentra las empresas dedicadas a la ingeniería civil, que mantienen un resultado bruto de explotación más o menos estable durante todo el periodo analizado, se podría llegar a pensar que no se han visto afectadas por la crisis. El motivo de esa estabilidad, se puede deber a que muchas empresas de este campo han seguido haciendo obras pero fuera de España, por eso sus resultados en 2012 son similares a los de 2006.

Gráfico 16. Deuda de las empresas del sector de la construcción

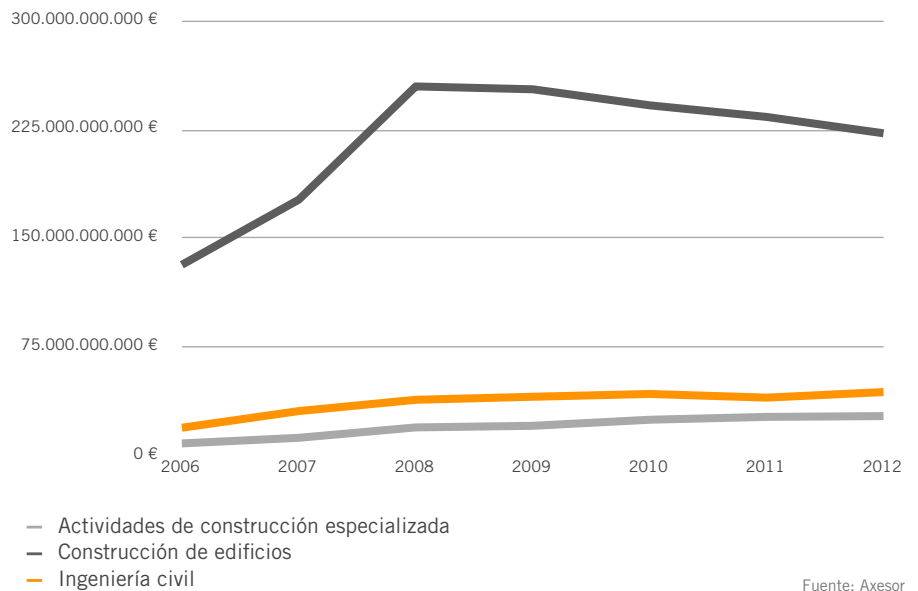


Gráfico 17. Importe neto de la cifra de negocio y deuda en la construcción

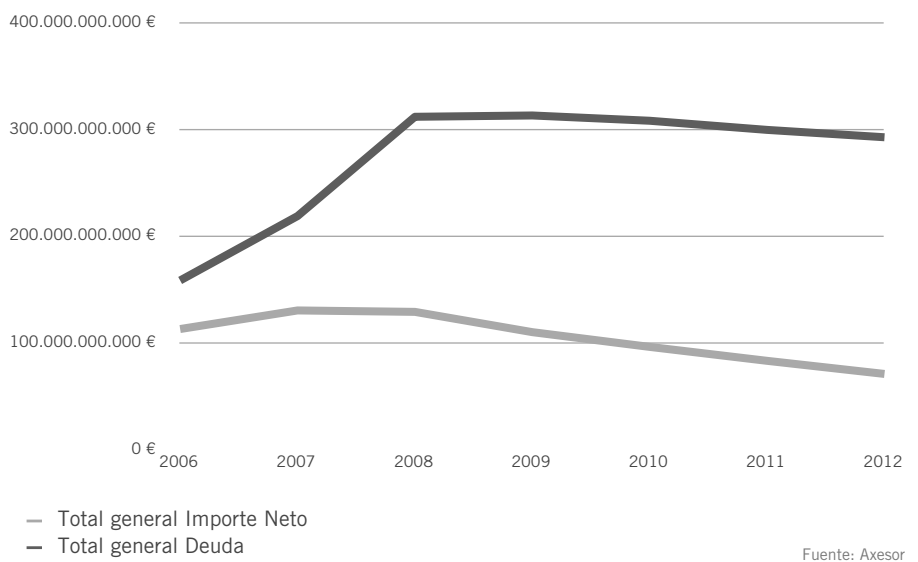
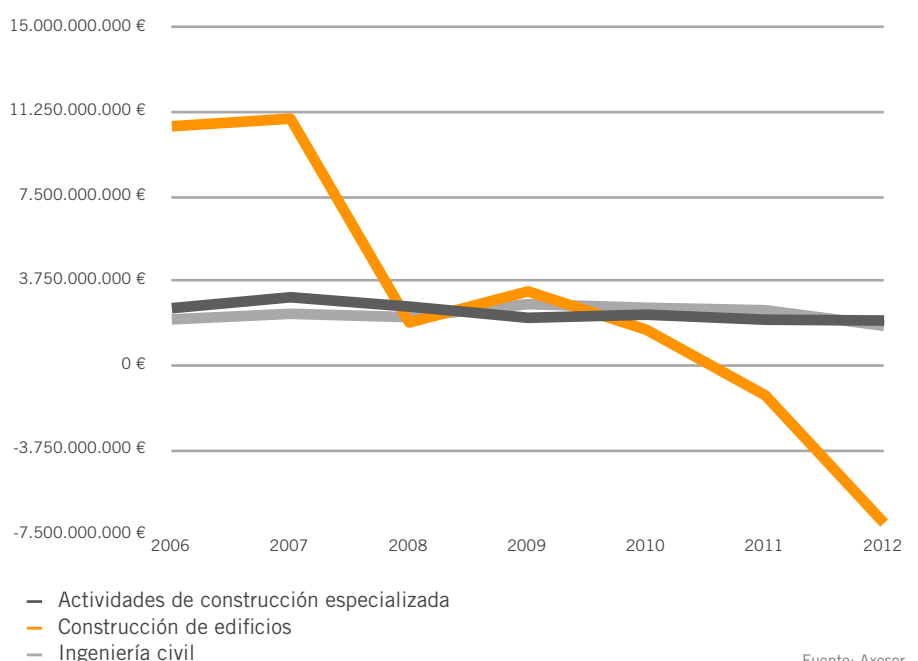


Gráfico 18. Resultado bruto de explotación



Una de las características del sector ha sido la merma de **rentabilidad económica** a lo largo de los años de crisis y recesión de la economía española. Como no podía ser de otra forma, tal y como recogen la tablas 3, 4 y 5, con el fin del boom constructor en España la capacidad de generar beneficios sobre las inversiones llevadas a cabo y que conforman su activo se ha visto menguada. Si en el año 2006 la rentabilidad económica del sector de la construcción era del 6%, mientras que la rentabilidad de la edificación era del 5%, de la ingeniería civil, del 5% y de las actividades relacionadas con la construcción era del 10%, esta ratio fue disminuyendo en los años sucesivos, llegando a ser negativo en el año 2012 debido a la acumulación de pérdidas en el sector. Las ramas relativas a ingeniería civil y actividades relacionadas con la construcción lograron mantenerse en rentabilidades de alrededor del 3% en 2012.

Tabla 3. Ratios en la ingeniería civil

	Rentabilidad económica	Solvencia	Autonomía financiera
2006	5%	1,41	0,35
2007	5%	1,36	0,31
2008	4%	1,32	0,32
2009	5%	1,34	0,34
2010	5%	1,35	0,35
2011	5%	1,42	0,42
2012	3%	1,43	0,43

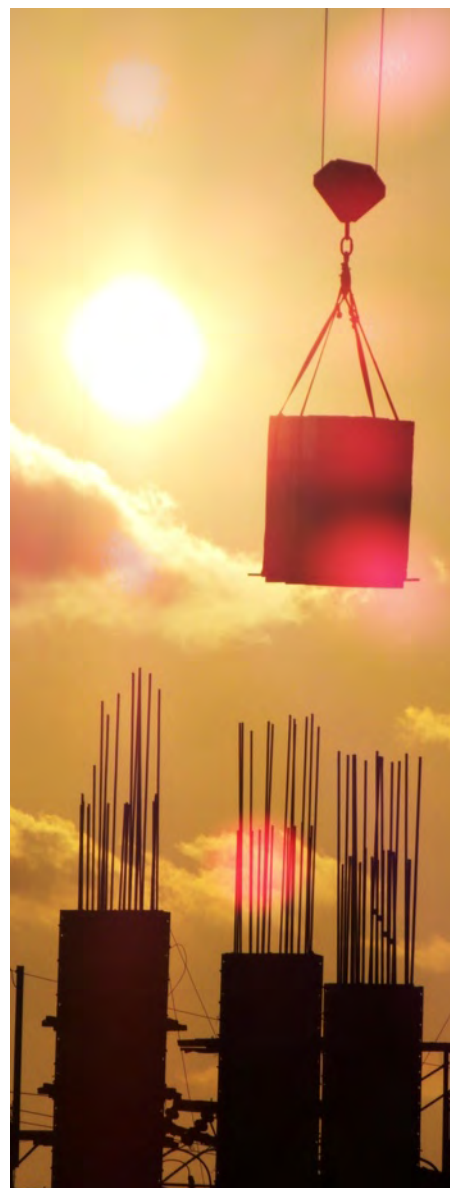
Fuente: Axesor

En relación a la capacidad total del sector para afrontar sus deudas o **ratio de solvencia**, en 2006 este ratio en el sector de la construcción era de 1,37, siendo lo óptimo que sea superior a 1,5 y próximo a 2. El ratio de garantía muestra así los problemas de solvencia que han tenido las empresas en el sector de la construcción. En 2008 este ratio era de 1,30, en 2009 de 1,31, habiendo disminuido aún más en 2012 llegando a ser el 1,27. Por el contrario en la ingeniería civil es de 1,4 en ese mismo año, dato que se acerca un poco más a la solvencia ideal.

Tabla 4. Ratios en la construcción de edificios

	Rentabilidad económica	Solvencia	Autonomía financiera
2006	5%	1,36	0,34
2007	5%	1,34	0,32
2008	4%	1,32	0,29
2009	5%	1,34	0,34
2010	5%	1,35	0,35
2011	5%	1,42	0,42
2012	3%	1,43	0,43

Fuente: Axesor



Por último, los datos financieros de estas empresas recogen un reducido **grado de autonomía** respecto a la financiación ajena, es decir, la relación existente entre los recursos propios de la empresa con el total de las deudas que esta tiene es baja. Este ratio, que fue de 0,32 en el año 2006, se ha mantenido en cifras similares hasta 2012 que ha disminuido a 0,27, por lo que las empresas del sector gozan de una menor autonomía financiera conforme a avanzado la crisis en España, lo que evidencia el fuerte endeudamiento y la fuerte dependencia de la financiación ajena tradicional del sector.

Tabla 5. Ratios en las actividades de construcción especializada

	Rentabilidad económica	Solvencia	Autonomía financiera
2006	10%	1,40	0,39
2007	10%	1,38	0,37
2008	8%	1,38	0,38
2009	6%	1,40	0,40
2010	6%	1,37	0,37
2011	5%	1,37	0,37
2012	5%	1,38	0,38

Fuente: Axesor



Tabla 6. Top 25 Facturación Empresas Europeas

Ranking	Empresa	País	Facturación 2012 (millones €)
1	VINCI SA	Francia	38634
2	ACS	España	38396
3	BOUYGUES SA	Francia	33547
4	HOCHTIEF AG	Alemania	25528
5	SKANSKA AB	Suecia	14861
6	EIFFAGE SA	Francia	14035
7	BALFOUR BEATTY PLC	Reino Unido	13439
8	COLAS SA	Francia	13036
9	STRABAG SE	Austria	12983
10	FCC	España	11152
11	BILFINGER SE	Alemania	8509
12	FERROVIAL SA	España	7686
13	KONINGLIJKE BAM GROEP NV	Holanda	7404
14	ACCIONA SA	España	7016
15	NCC AB	Suecia	6575
16	CARILLION PLC	Reino Unido	5430
17	PEAB AB	Suecia	5381
18	YIT OYJ	Finlandia	4706
19	ENKA INSAAT VE SANAYI AS	Turquía	4473
20	OHL	España	4030
21	SACYR VALLERMOSE SA	España	3614
22	INTERSERVE PLC	Reino Unido	2922
23	KIER GROUP PLC	Reino Unido	2749
24	BARRATT DEVELOPMENT PLC	Reino Unido	2749
25	VEIDEKKE ASA	Noruega	2654

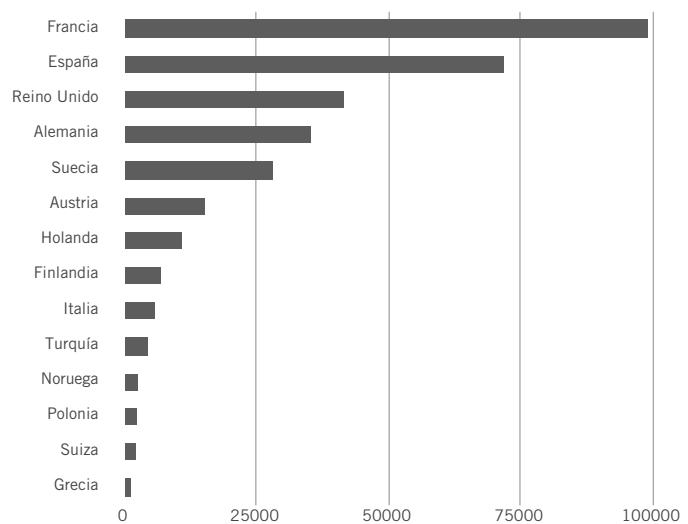
Fuente: Bloomberg

Conviene ahora destacar el potencial de algunas empresas españolas de este sector, abanderadas como veremos de un proceso de internacionalización que empezó en los años 70 y 80, baluartes hoy de la construcción y la ingeniería españolas en el mundo: ACS, FCC, Ferrovial, Acciona, OHL, Sacyr, Dragados, Técnicas Reunidas, Abertis, Abengoa o Duro Felguera.

Pues bien, de estas empresas, las cinco primeras lideran también el top 10 europeo por capitalización bursátil, siendo España el segundo país de Europa (tras Francia) con un mayor número de empresas en el top 10 por facturación y el primero dentro del top 25 con 6 empresas (tabla 6).

Además, es el segundo país de Europa con mayor facturación dentro del top 50 (gráfico 19) y lidera el ranking de empresas con mayor facturación europea con ACS, que prácticamente iguala en 2012 al grupo francés Vinci, y ello sin tener en cuenta las cuentas consolidadas con el grupo alemán Hochtief (controlado por ACS).

Gráfico 19. Distribución nacional top 50 constructoras europeas. Millones euros



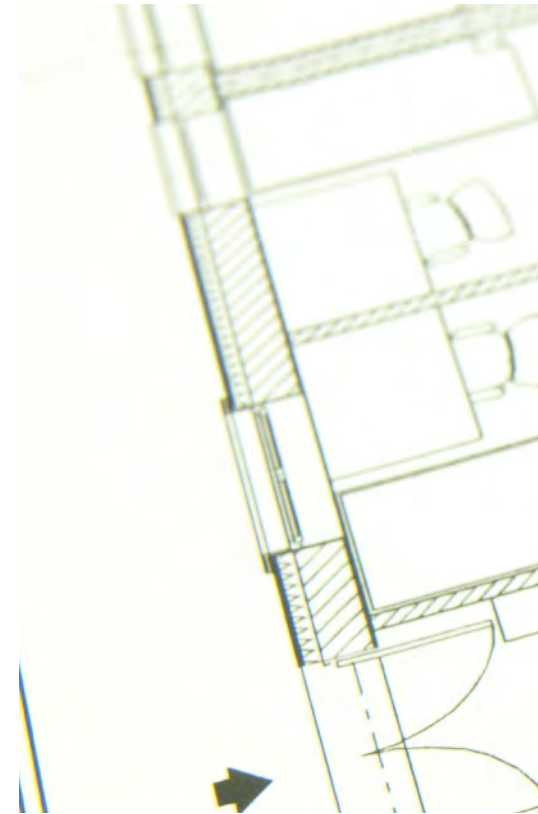
Fuente: Bloomberg

Los ratios de estas empresas líderes son mejores que los ratios medios destacados anteriormente para el sector en España. Se observa que conforme mayor es el grado de diversificación empresarial mayor es la rentabilidad obtenida por el grupo.

A la importante y estratégica presencia de estas empresas españolas en el mundo de las infraestructuras se añade la buena noticia de que en el primer trimestre de 2014 las seis principales constructoras españolas mejoraron de forma conjunta con respecto a 2013, año que ya fue de leve mejora con respecto a 2012. De este modo, entre y marzo, sólo Fomento Construcciones y Contratas (FCC) contabilizó pérdidas de 31 millones de euros, y un 78% menos de las registradas el año anterior. Todo ello permitió que en conjunto los beneficios de las seis empresas asciendan a 354,5 millones de euros, mejorando un 52,7% sus resultados del primer trimestre de 2013. El mayor beneficio fue para ACS, que ganó 202 millones, un 20,6% más que en el primer trimestre de 2013.

FCC también fue la que contabilizó un mayor pasivo con 6.205 millones de obligaciones de pago, seguida de OHL con 5.908 y de Acciona con 5.902 millones. ACS y Ferrovial fueron las que contabilizaron un menor pasivo, de 4.579 y 5.525 millones de euros respectivamente.

La facturación conjunta alcanzó los 14.951 millones de euros, lo que representó una caída del 1% interanual, y donde el negocio internacional jugó un papel decisivo para compensar la caída del mercado nacional.

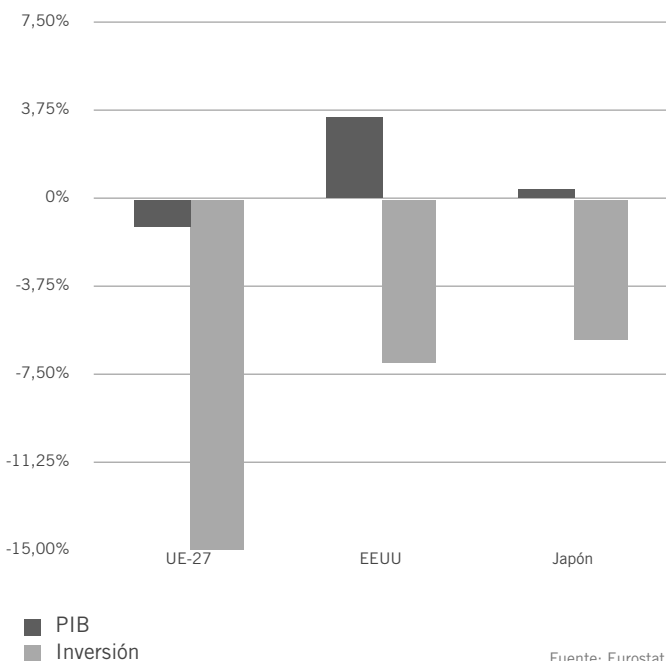


4 | El final de un ciclo y la caída de la inversión en España y en Europa.

La economía europea afronta una persistente crisis de inversión. La mala asignación de inversiones entre sectores y países es, en gran medida, la mayor responsable, siendo la causa inmediata del declive inversor durante la crisis la elevada incertidumbre.

El gráfico 20 muestra el declive inversor de Europa en el periodo 2008-2012, en comparación con las economías norteamericana y japonesa, teniendo en cuenta que la crisis financiera fue internacional y afectó a todos. Es fácil apreciar cómo la inversión ha caído en Europa tres veces más que en Japón durante la crisis y dos veces y medio más que en Estados Unidos.

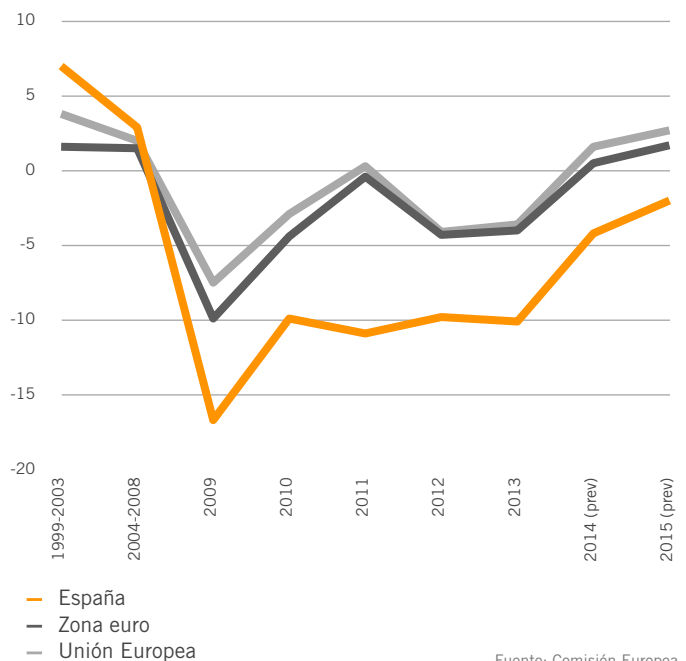
Gráfico 20. Variación acumulada 2008-2012



Por supuesto, la periferia europea es la principal responsable de la fuerte caída de la inversión en Europa, siendo la economía española una de la que más contribuye al retroceso inversor registrado en el periodo.

En el caso español, es la fuerte caída de la inversión en construcción el principal responsable. Como recoge el gráfico 21, la economía española registra caídas interanuales superiores año tras año desde 2009 a las observadas en el conjunto de la Unión Europea y de la zona euro, y la Comisión Europea no prevé tasas positivas de crecimiento hasta 2016.

Gráfico 21. Variación acumulada 2008-2012





Para confirmar lo anterior analizamos a continuación la evolución seguida en España por los concursos de licitación pública, principal indicador de la evolución de la inversión pública. Su evolución es el mejor ejemplo de los efectos que sobre la inversión en construcción e infraestructuras está teniendo el fuerte ajuste del déficit público.

El marco legal en el que se encuentra regulado dicho contrato es en la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público (LCSP). Del art.1 de la LCSP se desprende “la presente Ley tiene por objeto regular la contratación del sector público, a fin de garantizar que la misma se ajusta a los principios de libertad de acceso a las licitaciones, publicidad y transparencia en los procedimientos y de no discriminación”.

El ámbito subjetivo de aplicación de este estudio comprende a las Administraciones Públicas señaladas en el art. 3.2 de la LCSP y algunas otras entidades que no considera este artículo, pero que sí son Sector Público. Así mismo, abarcaría a todas las licitaciones de obra publicadas por las distintas Administraciones Públicas: Estado, Seguridad Social y los Entes Territoriales (Comunidades Autónomas, Diputaciones, Cabildos, Consejos Insulares y Ayuntamientos).

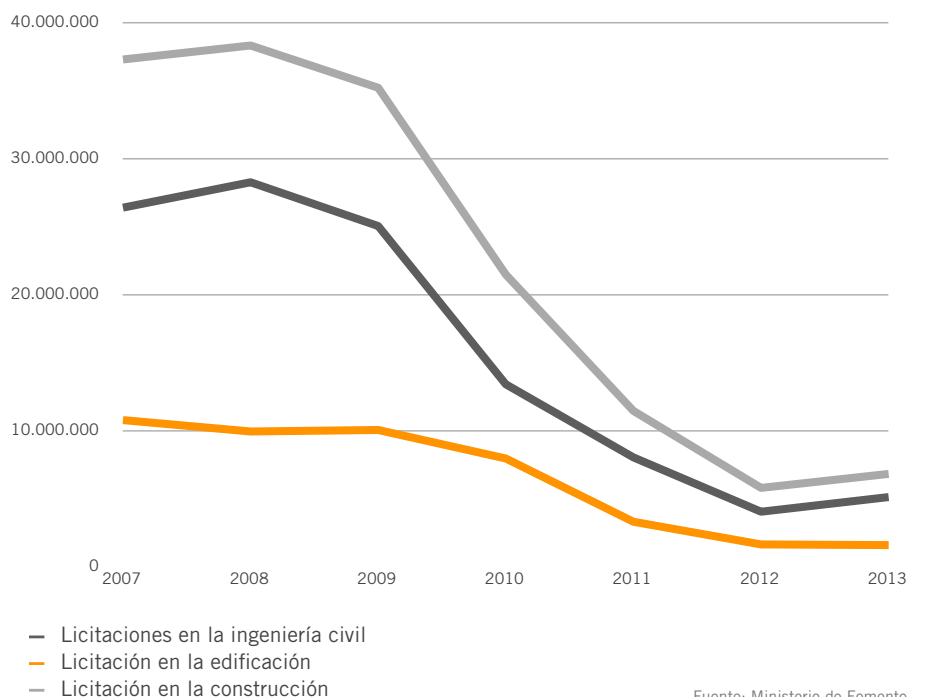
El período de tiempo en el que nos vamos a centrar comprende desde 2007, inicio de la crisis económica, hasta 2013, estos son los últimos datos que facilita el Ministerio de Fomento.

IMPORTE OFICIAL LICITADO POR AGENTE CONTRATANTE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS.

En el siguiente gráfico se analizarán los importes licitados en la edificación y en la obra civil desde los años anteriores a la crisis financiera hasta 2013. Este periodo temporal se caracteriza por un desplome y estancamiento de ambos sectores. Como muestra claramente el gráfico, la obra civil copa la mayor parte de los importes licitados, llegando a ser el doble que la edificación en muchos años, esto es una muestra más, de la importancia que tiene la obra civil en España.

En 2008 el importe licitado en el sector de la construcción ascendía a 38.427.683 miles de euros, es la cifra más elevada de todo el periodo que se está analizando, siendo el importe licitado por las ingeniería civil de 28.374.183,1 miles de euros y en la edificación de 10.053.500,7 miles de euros.

Gráfico 22. Total de importes licitados por las Administraciones Públicas



Fuente: Ministerio de Fomento

La tasa de variación que ha sufrido la edificación desde el 2008 hasta el 2013 asciende a -81%, mientras que el descalabro en la obra civil ha sido algo menor -75%. A pesar de esto se ve cómo hay un leve repunte en 2013 en ambos sectores de la construcción.

Los últimos datos disponibles son de Febrero de 2014, en este mes el importe de la edificación asciende a 161.733 miles de euros, siendo esta cantidad superior a la del año pasado en el mismo mes.

El importe licitado en Febrero de 2014 en la obra civil asciende a 1.004.748 miles de euros, siendo el doble que el del año pasado en el mismo mes. El mercado de la obra civil está dando señales de recuperación. Esto es debido a que España es líder mundial este en este subsector de la construcción, muestra de ello son los proyectos internacionales que están llevando a cabo las empresas españolas.

IMPORTE TOTAL LICITADO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS: ADMINISTRACIONES PÚBLICAS.

En este punto se analizará los importes oficiales en licitación que han concedido las Administraciones Públicas de las 17 comunidades autónomas españolas junto con Ceuta, Melilla y algunas otras licitaciones que no pertenecen a ninguna región.

Los datos que introduce el gráfico 23 hacen referencia al importe total de las licitaciones sobre la construcción, dicho de otro modo, los importes resultantes de los contratos de obra pública de ingeniería civil y los de edificación, conjuntos.

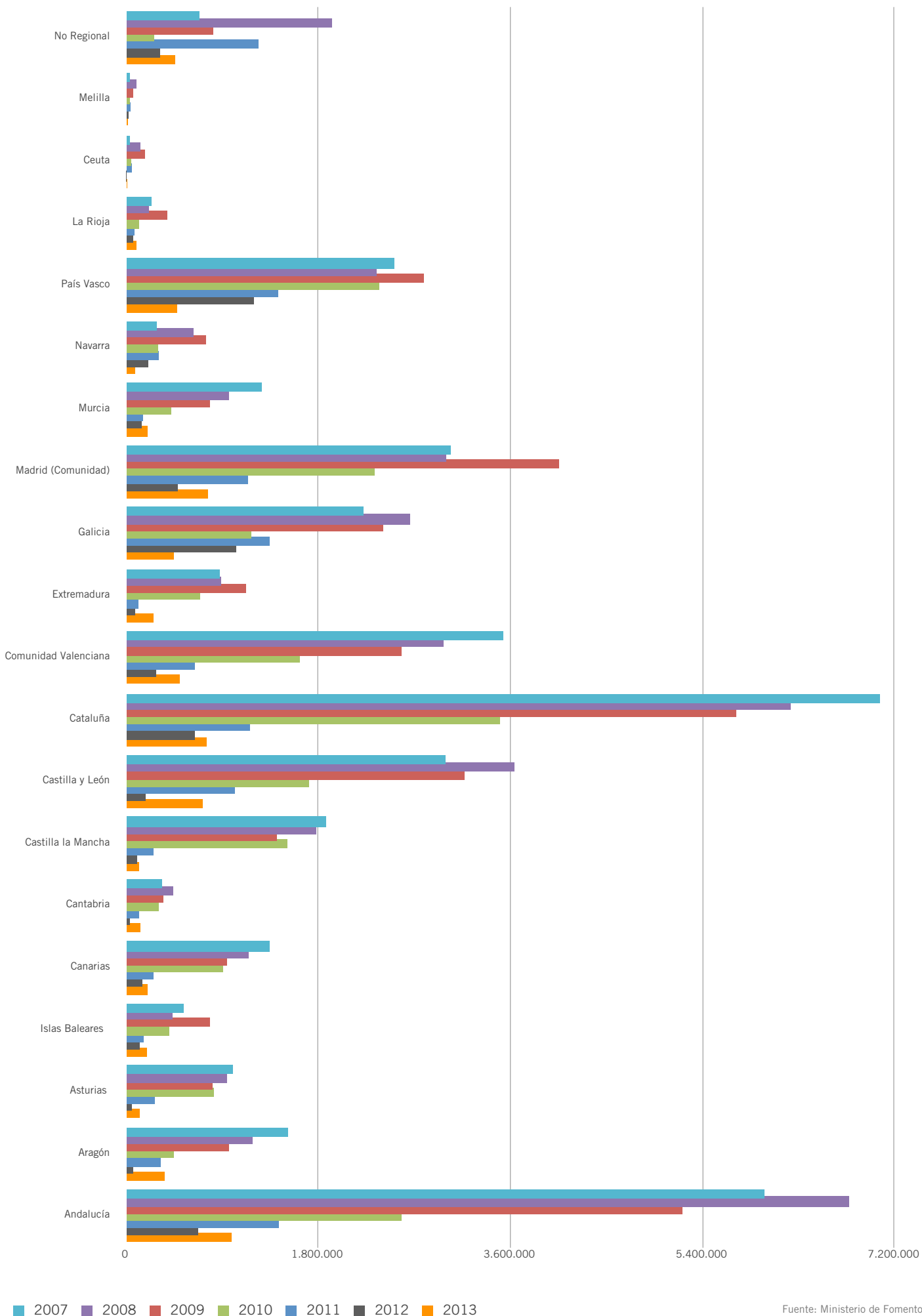
Las comunidades autónomas con mayor importe licitado son Cataluña y Andalucía. Cataluña concedió en 2007 7.062.328 miles de euros el importe más elevado que ha concedido una comunidad, mientras que en 2012 esta cifra se redujo considerablemente (645.673 miles de euros). Estos importes tan elevados en la construcción pública realizados por Cataluña en los primeros años de la crisis, hacen que sea una de las comunidades más endeudadas de España. De igual forma, Andalucía refleja unos datos muy similares: en 2008 alcanzó también una cifra muy alta (6.774.007 miles de euros), viéndose desplomada en los años posteriores.

Después de estas dos comunidades se encuentra, la Comunidad Valenciana y la Comunidad de Madrid, aunque ambas han concedido un importe muy inferior de licitaciones.

Un dato bastante significativo que refleja el gráfico 23, es que después de varios años de caídas en la licitación, en 2013 la mayoría de las comunidades tienen un repunte, es decir, una leve crecida en las licitaciones de obra.



Gráfico 23. Importe licitado por Comunidades Autónomas. Administraciones públicas. Miles de euros

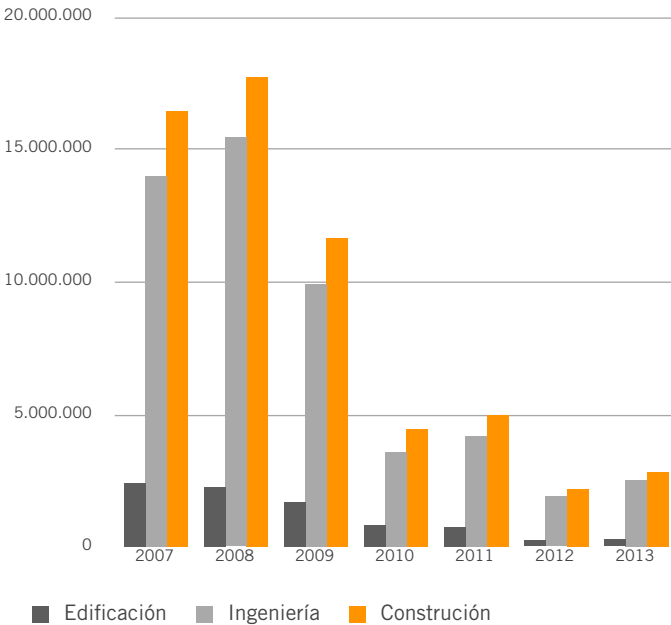


Fuente: Ministerio de Fomento

LICITACIÓN TOTAL DEL ESTADO

En los apartados anteriores se han centrado en los importes de licitaciones por las Administraciones Públicas, por lo que engloba varios entes territoriales, sin embargo, en este punto nos centraremos solamente en la licitación del Estado que serían en su defecto la Administración General del Estado y los Organismos Autónomos.

Gráfico 24. Total del importe licitado del Estado. Miles de Euros



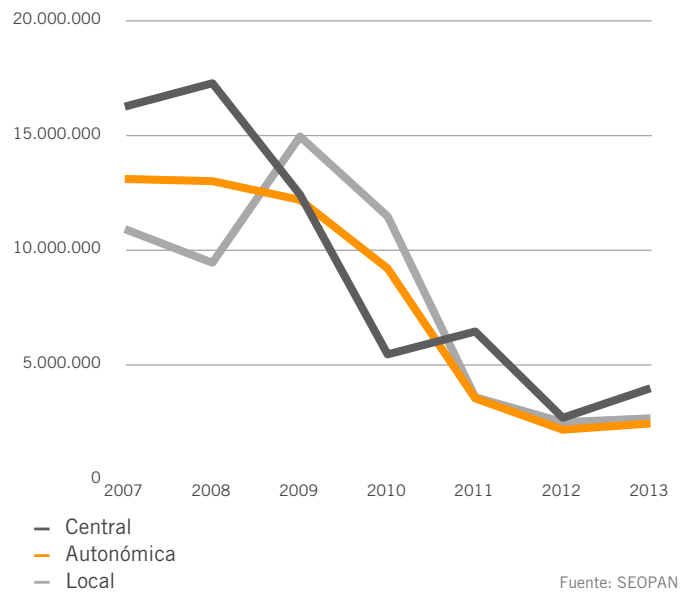
Fuente: Ministerio de Fomento



El gráfico 24 confirma los datos analizados anteriormente: el Estado concedió en 2008 al sector de la construcción un importe de 17.735.987 miles de euros, concentrándose la mayoría de estas cantidades en la ingeniería civil, mientras hay un volumen mucho menor en la edificación.

En el gráfico 25 representa el importe licitado por los tres tipos de administraciones. Al inicio del ciclo que se está analizando la administración central tenía unos importes superiores a las administraciones local y autonómica pero su caída también ha sido más pronunciada. El importe licitado por las administraciones locales tuvo un repunte en 2009 (fruto del Plan E), aunque en los años siguientes descendió. Las tres administraciones tienen una senda parecida, hay una leve recuperación en 2013 y se espera que siga esa tendencia para 2014.

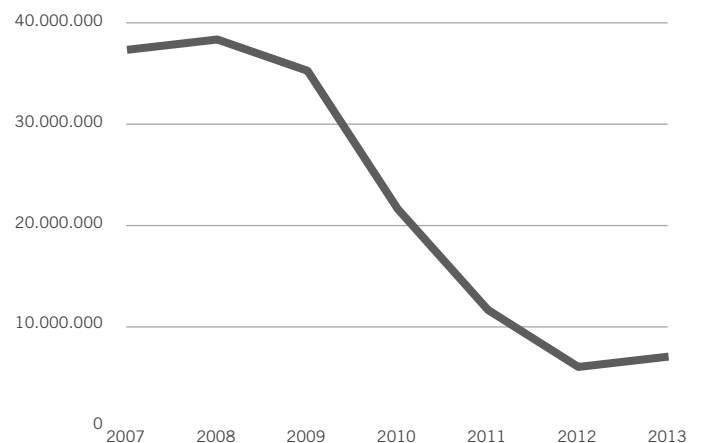
Gráfico 25. Importe licitado por tipo de Administración



Fuente: SEOPAN

El gráfico 26 muestra la evolución que ha sufrido el importe licitado en la construcción (total de la edificación y de la obra pública). Tras los máximos importes alcanzados en 2008 (38.427.684 miles de euros) tiene lugar el desplome en la construcción, teniendo una caída estrepitosa en 2010 y 2011, llegando a mínimos históricos en 2012 (5.908.110 miles de euros). Sin embargo en 2013 tiene lugar un leve repunte, en el que por primera vez se incrementa el importe licitado. Un dato significativo para estudiar este ciclo, sería la tasa de variación que existe desde el 2007 a 2013, que refleja una caída del 81%.

Gráfico 26. Evolución del importe licitado

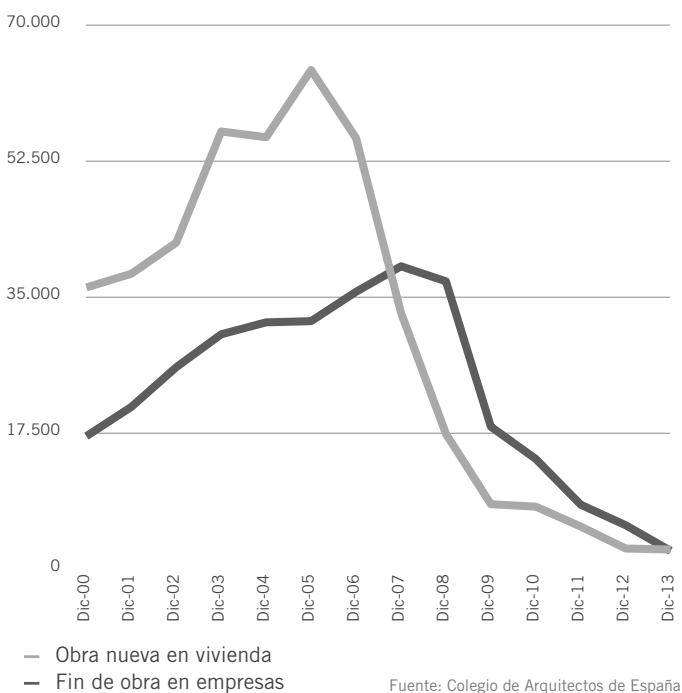


Fuente: Ministerio de Fomento

El primer cuatrimestre de 2014 muestra una consolidación en el cambio de tendencia de la licitación de obra pública del conjunto de administraciones públicas, al situarse en 4.437,1 millones de euros, lo que supone un incremento interanual del 108,4%. Según datos de la patronal de grandes constructoras (SEOPAN), el mayor aumento y el mayor volumen correspondió a licitación de obra civil, fundamentalmente por la cantidad licitada por el Ministerio de Fomento, principal agente inversor del Estado, que cuadruplicó la cuantía del primer cuatrimestre de 2014. Las obras licitadas por comunidades autónomas y administraciones locales aumentaron un 28,4% y un 88,3%, respectivamente.

Otro indicador clave que pone de manifiesto las dificultades que atraviesa el sector y el hundimiento de la inversión son los visados de obra en España y su evolución reciente, mostrada en el gráfico 27.

Gráfico 27. Visados en España



En él se observa como tanto en obra nueva como en fin de obra el desplome ha sido muy importante, pasando de cifras que se acercaron a los 70.000 anuales en 2005 a estar muy por debajo de los 100.000 en años recientes.

En definitiva, la caída de la licitación de obra pública así como el hundimiento de los visados obra como, en general, cualquier indicador relativo a la construcción en España, muestran el deterioro de la inversión en construcción de los últimos años y reflejan hoy datos de décadas pasadas, siendo el consumo de cemento (en niveles de los años 60), quizá, el que mejor recoge esta histórica adversa coyuntura nacional para el sector de la construcción.

Instituciones y entidades de crédito son parcialmente responsables de la mala situación del sector constructor, así como de la mínima oferta de licitación pública por las malas inversiones realizadas en los años del auge económico. Sucede que a nivel europeo no se puede afirmar con rotundidad que exista un problema de oferta de crédito, pues hay crédito disponible para las empresas. Por lo que se trata más de un problema de reducida demanda del mismo, fruto del escaso interés por invertir.

Ahora bien, en España sí se puede concluir que existe un problema de restricción crediticia que hace mucho más difícil a las empresas abordar aquellos proyectos de inversión necesarios y estimados como rentables. Veamos con un poco más de detalle la evolución de los principales indicadores financieros que ayudan a comprender el poco crédito disponible, responsable, en gran parte, de la baja inversión registrada en los últimos años por la economía española.

5 | Morosidad bancaria y restricción de crédito.

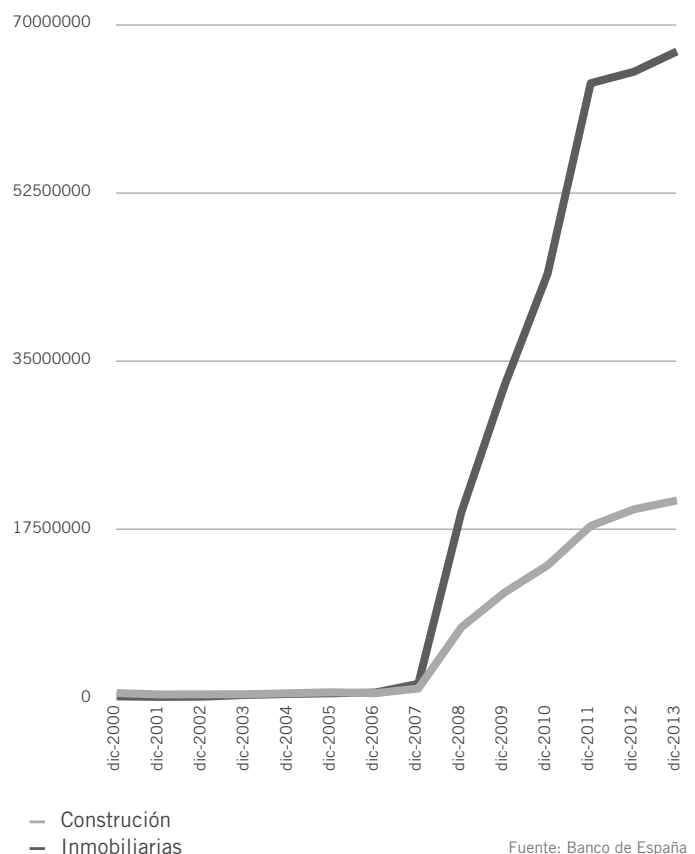
MOROSIDAD EN LA CONSTRUCCIÓN.

El sector bancario ha tenido que hacer frente a una elevada morosidad, y en general a un deterioro de activos debido al sector inmobiliario. Si se analiza la morosidad del crédito para las actividades productivas, la gestión inmobiliaria y la construcción son los sectores que más se han visto afectados por la morosidad.

En el gráfico 28 se observa como la morosidad en la construcción y en las actividades inmobiliarias era casi nula hasta el 2007, a partir de ese año se ha incrementado de una forma brutal, así mismo, la tendencia para el 2014 es que siga creciendo. El ratio de morosidad en 2007 era del 1% para ambos sectores mientras que para 2013, este ratio se ha disparado siendo el 34% para el sector de la construcción y el 38% para las actividades inmobiliarias.

Ante el crecimiento de la morosidad, las entidades de crédito han tenido que aumentar las partidas de provisiones por deterioro de activos, para poder hacer frente a las pérdidas que se les venían encima.

Gráfico 28. La morosidad en el sector inmobiliario y la construcción





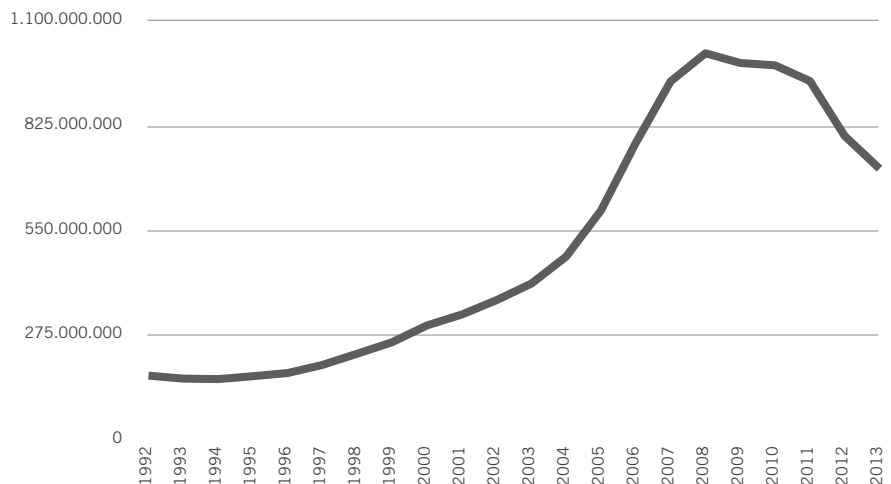
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO.

Se comenzará analizando la evolución del ciclo del crédito, se ha tomado como muestra el último trimestre de cada año desde 2005 a 2012 y en 2013 se ha tomado el penúltimo trimestre como muestra, ya que es el último dato del que se dispone. Analizando los resultados obtenidos por el Banco de España, se ha de destacar que las fases en las que el crédito está más restringido coinciden en multitud de ocasiones con situaciones de crisis bancaria o financiera, por lo que se podrían señalar las analogías entre el ciclo del crédito y el estado de los sistemas bancarios y financieros. Los datos de morosidad bancaria relativos a constructoras y promotoras vistos anteriormente demuestran el mal funcionamiento del sistema financiero español, hecho que explica gran parte del racionamiento de crédito que vive la economía española.

Como muestra el gráfico 29, en los años anteriores de la crisis financiera, España experimentó un fuerte crecimiento del crédito. Este incremento cesó en 2008, desde entonces, el crédito sigue cayendo. En el tercer trimestre de 2013 la disminución del crédito no ha sido tan pronunciada con respecto a los años anteriores. En el año 2009 se obtiene el máximo de crédito prestado por las entidades, que asciende a 1.016.947.601 miles de euros siendo la caída acumulada de 303.174.130 miles de euros hasta septiembre de 2013.

La oferta del crédito depende en gran medida de las entidades de depósito que son una fuente importante de financiación para los hogares y empresas, por lo que cualquier circunstancia que afecte a la disposición de las entidades a conceder crédito (como, por ejemplo, variación del Euribor o cambios en la calidad percibida de los prestatarios) pueden afectar en el acceso al crédito.

Gráfico 29. Total del crédito. Miles de Euros



Fuente: Banco de España

CRÉDITO DE LOS SECTORES RESIDENTES PARA FINANCIAR ACTIVIDADES PRODUCTIVAS.

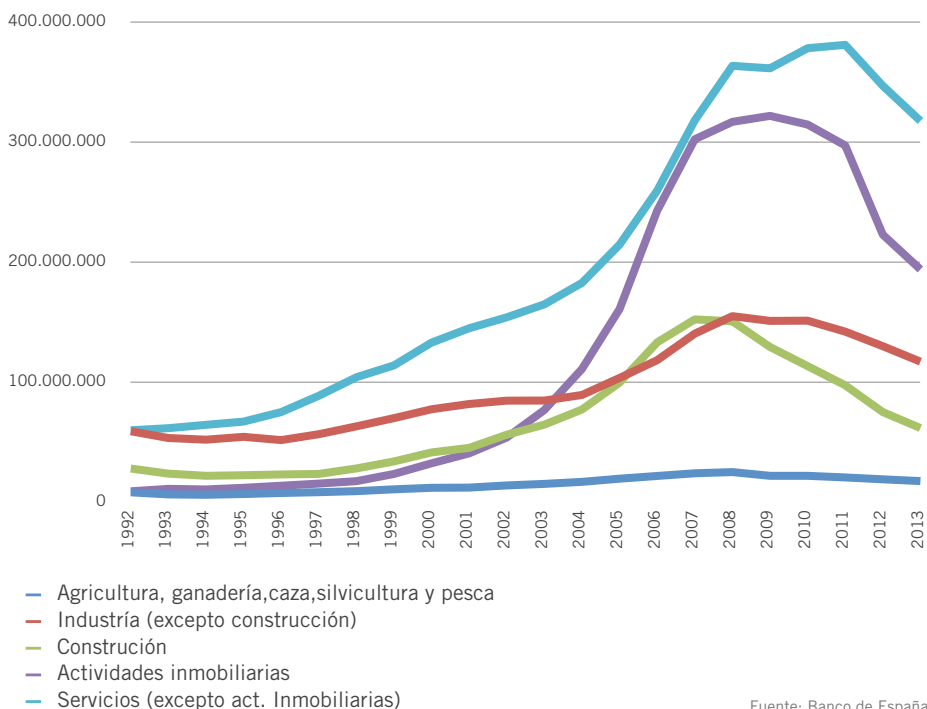
En este apartado se analizará el crédito que prestan las entidades de crédito, entendiéndose como entidad de crédito empresa cuya actividad consiste en albergar depósitos u otros fondos reembolsables, aplicándolos a la concesión de créditos. Dentro de este grupo se encontrarían los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito, los establecimientos financieros de crédito y el Instituto de Crédito Oficial.

En el gráfico 30 podemos ver el total de los créditos que las entidades que se han definido en el párrafo anterior han prestado a los diferentes sectores de la economía, para financiar sus actividades productivas. En primer lugar nos encontramos con el sector primario en el que se engloban las actividades de agricultura, ganadería y silvicultura, el sector secundario sería la industria exceptuando la construcción, ya que debido al alto peso que tiene en nuestra

economía, se realiza por separado y para finalizar se encuentra el sector servicios del que también se han extraído las actividades inmobiliarias, ya que tienen un gran peso en este sector

Se ha tomado como muestra el último trimestre de cada año, menos en 2013 que se ha tomado el penúltimo trimestre ya que es el último trimestre del que se tiene información; por otro lado las cifras que se muestran son en millones de euros.

Gráfico 30. Créditos a los sectores residentes



Como muestra claramente el gráfico 30, gran parte del crédito se centra en el sector servicios, siendo éste uno de los más relevantes en la economía española. Seguidamente se encuentra las actividades inmobiliarias que si las unimos con la construcción, ya que son sectores que se encuentran estrechamente relacionados, podemos ver que la mayoría del crédito concedido por las entidades se encuentra en ambos. Si relacionamos el crédito concedido con las actividades productivas, podemos deducir que las actividades productivas que más crédito demandaban, por tanto que más peso tienen en nuestra economía son el sector de la construcción y las actividades relacionadas con éste.

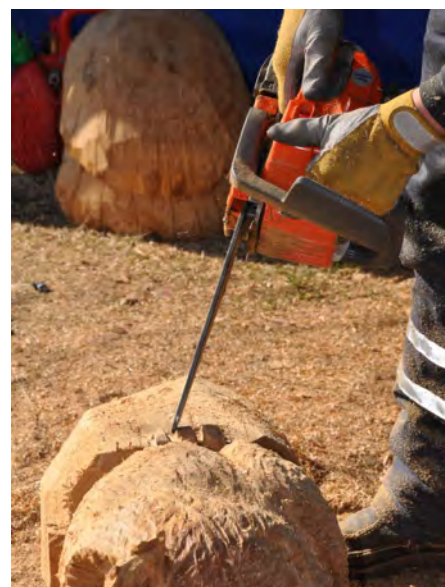
En general todos los sectores exceptuando el sector primario, tenían al principio de la crisis una elevada financiación por parte de las entidades de crédito, llegando a su auge en 2008. Esta financiación se ha visto reducida en los años posteriores ya que los bancos y cajas han disminuido el flujo de crédito.

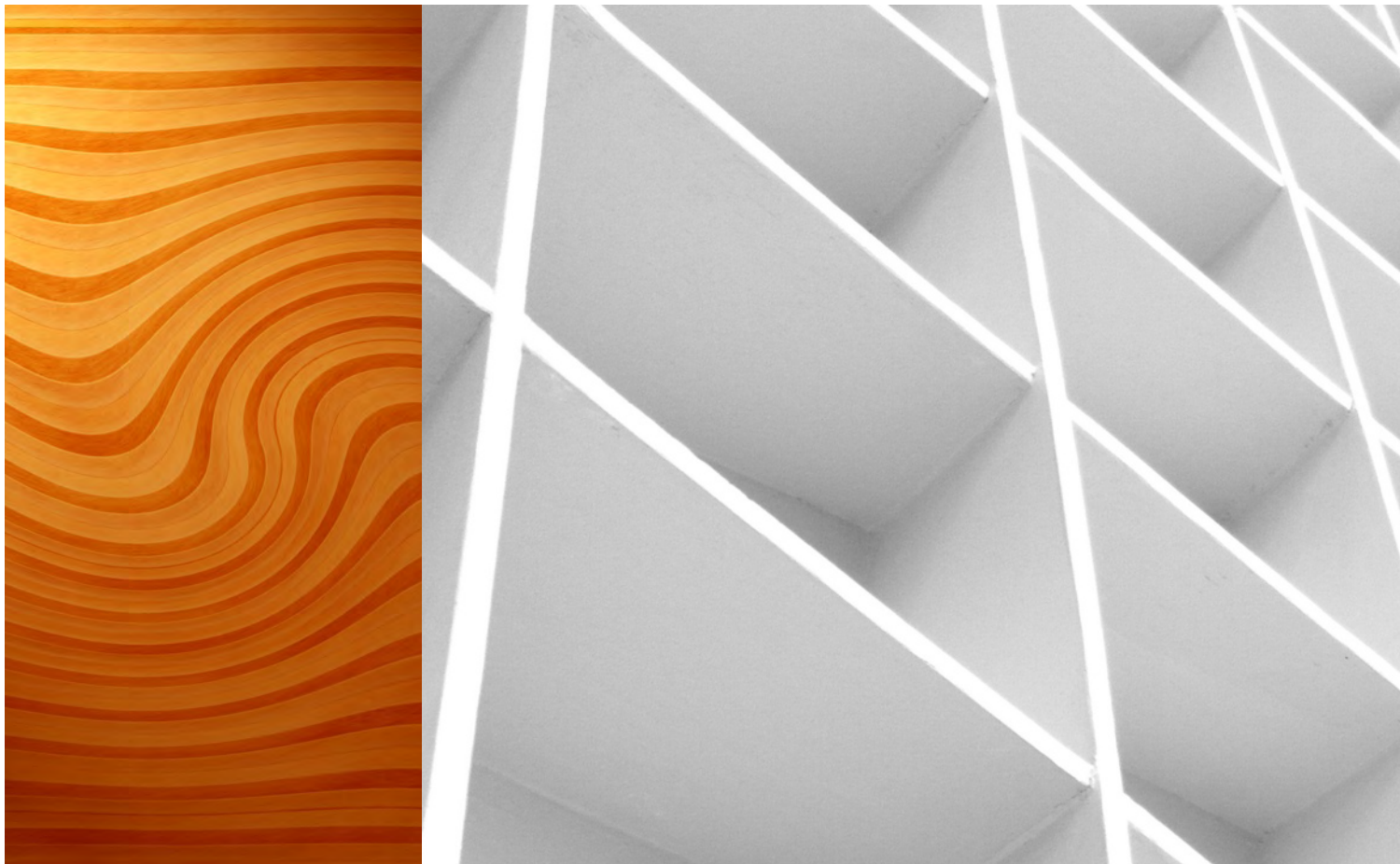
La caída acumulada del crédito en cada uno de estos sectores desde el 2008 es bastante significativa, siendo en la agricultura de 7.512.858, en la industria de 37.889.792, en las actividades inmobiliarias 122.949.004 y el sector servicios 45.908.843, todas estas cifras en miles de euros. Las caídas en el trimestre de 2013 han sido mucho menos pronunciadas y más suaves que los años anteriores.

CRÉDITOS PARA FINANCIAR LAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS DE LA CONSTRUCCIÓN

En este caso, como en los anteriores se ha tomado como muestra el último trimestre de cada año, desde el 2005 hasta 2012, menos en 2013 que se ha tomado el penúltimo trimestre. Se analizará el total de créditos en miles de euros que las entidades de crédito han concedido al sector de la construcción, para financiar sus actividades productivas. Este sector se encuentra desglosado en los créditos que se han concedido para la construcción de edificios y obras singulares, obras públicas, instalación y acabados de edificios y obras y para la preparación de obras.

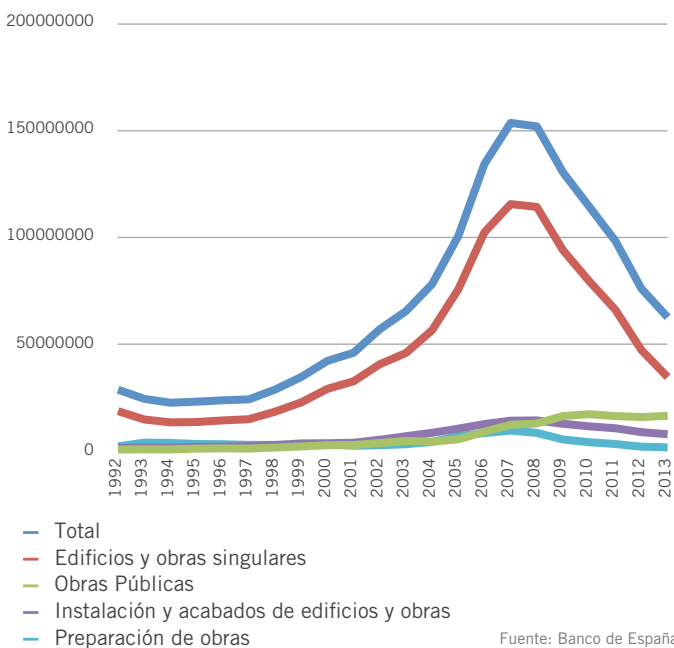
Como se puede apreciar en el gráfico 31, gran parte de los créditos que se han concedido en la construcción pertenecen a la edificación y obras singulares, llegando a su punto máximo en último trimestre del 2008.





Por otro lado, cabe destacar que las construcciones de obra pública alcanzaron una mayor financiación en 2009, una de las causas podrían ser las políticas de aumento del gasto público que implemento el gobierno en ese año. De otro modo, se ha de destacar también como el crédito en la obra pública, a diferencia de la edificación, no sufre una caída tan acusada en los siguientes años y de hecho es el único que tiene un repunte del crédito en el año 2013.

Gráfico 31. Créditos para financiar la construcción. Miles de Euros



Fuente: Banco de España

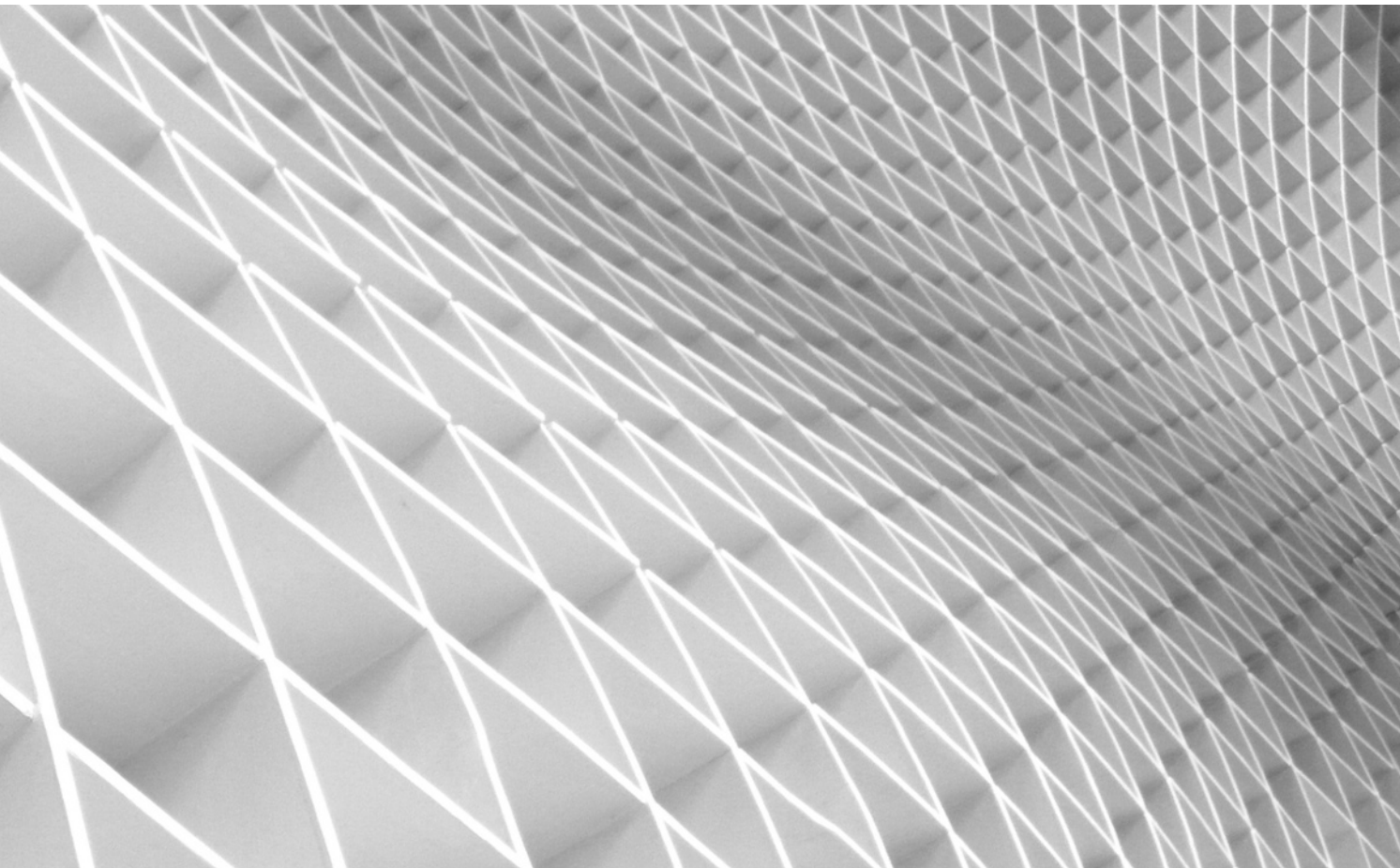
En conclusión podríamos decir que el sector de la construcción es el que ha sufrido una mayor caída acumulada del crédito, después de las actividades inmobiliarias, ascendiendo a 90.518.930 miles de euros.

6 | Tendencias globales en el sector de infraestructuras tras la crisis financiera internacional de 2008.

La crisis financiera internacional de 2008 dejó un importante legado de deuda pública en el mundo desarrollado, que condiciona sin duda la financiación de ambiciosos proyectos de infraestructura en el mundo, por otro lado enormemente necesarios.

La necesidad de inversión en infraestructuras, tanto en los países desarrollo como en las economías emergentes, es ingente. Se estima que entre 2010 y 2030 se requerirán entre 40 y 50 billones de dólares de inversión en este sector, según el informe de *Boston Consulting Group* del *World Economic Forum*, de los que entre 15 y 20 billones irán al mercado asiático. El rápido crecimiento de países como Brasil, China, India, México, Rusia o Turquía ejercerán gran presión para una mejora de sus infraestructuras pero también los países ricos como la Unión Europea, Canadá o Estado Unidos necesitan con urgencia invertir en el sector de las infraestructuras y su mantenimiento. Los sectores del agua, telecomunicaciones y carreteras son los que más inversión acumularán en las próximas dos décadas en el mundo (más del 80%) y Asia, con el 39%, seguida de Europa con el 22% y América Central y Sudamérica con el 18%, serán las principales regiones receptoras de esta inversión.

La Unión Europea deberá afrontar en los próximos años el impulso definitivo de las redes transeuropeas de transportes, que con cinco grandes corredores ya diseñados, se trata de un mapa detallado y el proyecto más ambicioso de inversión europeo que aborda elementos tan críticos como los proyectos transfronterizos, la interoperabilidad y la intermodalidad entre diferentes medios de transporte, y que ya cuenta con financiación asignada en el marco financiero plurianual



2014-2020 de la Unión Europea. Esta nueva red de transporte aspira a convertirse en la columna vertebral de impulso de crecimiento y de la competitividad en el Mercado Único Europeo. Se estima que de cada millón de euros gastado a nivel europeo atraerá cinco de los gobiernos de los Estados miembros y veinte del sector privado.

El caso europeo también puede venir marcado por un importante giro en la política energética tras la crisis surgida entre Rusia y Ucrania que amenaza el tradicional suministro ruso de los países de centro y este de Europa. Importantes inversiones podrían ser necesarias si la Unión Europea mira por fin hacia el sur para diversificar sus fuentes de suministro energético (desde Argelia a través de España) con el objetivo de reducir la histórica dependencia energética del gas ruso.

Los grandes inversores institucionales son conscientes de estas necesidades de construcción en el mundo, así como de las dificultades que encontrarán para abordarlas los distintos gobiernos. Si a ello añadimos las interesantes rentabilidades que pueden ofrecer las distintas modalidades de inversión, tanto en renta fija como en renta variable, en este sector, todo parece indicar que el importante flujo de inversión privada que se vislumbra puede llegar para financiar este tipo de proyectos en todo el mundo. Sucede que poco a poco los inversores privados vuelven su mirada a activos de infraestructuras lo que irá facilitando el regreso de la financiación privada vía mercado a largo plazo.

Si bien los fallos de mercado justifican desde el ámbito teórico la intervención pública en infraestructuras no es menos cierta la existencia de fallos del Estado como proveedor eficiente de dichos servicios. Es por ello que colaboración público-privada (Public-Private Partnerships –PPP-) sigue siendo una alternativa con gran futuro para llevar a cabo grandes proyectos de infraestructuras.

Por último, como veremos, las nuevas exigencias regulatorias a la banca en el marco de Basilea III hacen más difícil a los bancos financiar grandes proyectos de inversión a largo plazo. El mundo, y especialmente Europa, vive un paulatino proceso de desintermediación bancaria. Asistimos al crecimiento de otras fuentes alternativas de financiación, como veremos, al analizar brevemente el caso español, que es extensible a prácticamente todos los países europeos.

Por último, en el entorno actual de incertidumbre financiera, el mercado de licitaciones multilaterales se ha convertido en una interesante fórmula para que las empresas españolas afronten su proceso de internacionalización y diversificación de mercados.

Uno de los principales motivos que hacen atractivo este mercado es la garantía de transparencia y libre competencia que ofrecen los procedimientos reglados de estos organismos, cuyo esfuerzo financiero está siendo ingente desde el estallido de la crisis, con el objetivo de compensar parcialmente la menor financiación privada.

A lo anterior hay que añadir que el riesgo de crédito en el mercado de licitaciones multilaterales es prácticamente inexistente, al no ser necesario financiar al comprador, porque los fondos son aportados por los propios organismos multilaterales en una divisa de pago segura.

La participación de las empresas españolas en este mercado es todavía reducida, habiendo mostrado distintos análisis que esta baja participación se debe, en gran parte, a la falta de conocimiento en las empresas españolas de la existencia de este mercado y de sus procedimientos. Este desconocimiento provoca que empresas que podrían competir cómodamente en este mercado, por la calidad de sus productos prefieran afrontar un complejo proceso de exportación o inversión en un país con un nivel de seguridad jurídica limitado, cuando podrían vender esos mismos bienes, servicios o proyectos a través de un organismo multilateral.



7 | Estrategias, retos y oportunidades para las empresas españolas en la era post-crisis.

En el escenario global anteriormente descrito discurre el futuro de un buen número de empresas españolas (grandes, medianas y pequeñas) vinculadas al sector de infraestructuras. Los siguientes son algunos de los elementos que adquieren un elevado protagonismo en el futuro de las empresas de este sector.

7.1 | Procesos de concentración.

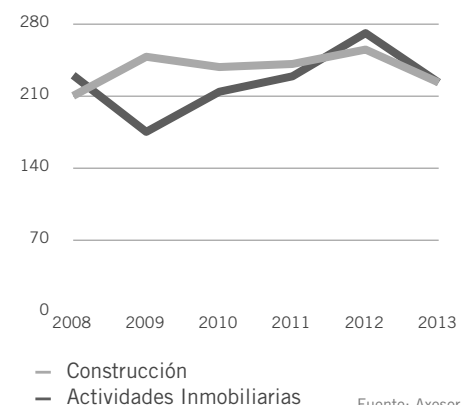
La dimensión de las empresas de construcción en un mercado global se antoja fundamental para ser competitivas y disponer de un mejor y más barato acceso a todas las alternativas de financiación disponibles.

El gráfico 32 recoge el número de fusiones que se han producido desde el 2008 hasta 2013 en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias. La línea que muestra la evolución de las fusiones en la construcción no ha tenido grandes oscilaciones, las fusiones aumentaron en 2009, teniendo un leve repunte en 2012 y disminuyendo al final del periodo. Sin embargo, en las actividades inmobiliarias si encontramos una mayor variación, las fusiones disminuyen en 2009 a partir de entonces crecen hasta 2012, teniendo una disminución de estas al final del 2013.

Las empresas del sector de la construcción y la promoción que deciden unir su patrimonio y formar una nueva sociedad son bastantes significativas en nuestra economía, ya que en 2008 el 26,6 % de las fusiones que tuvieron lugar formaban parte de este sector, alcanzaron una mayor relevancia en 2012 llegando a ser el 28, 5 % del total de las fusiones que se producían en España, disminuyendo levemente en 2013 siendo el 24%.



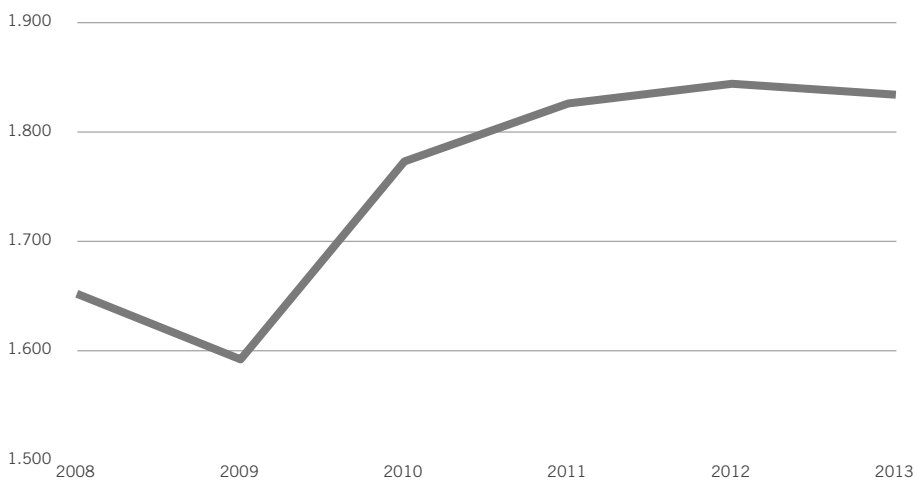
Gráfico 32. Evolución anual de las fusiones en el sector de la construcción y las actividades inmobiliaria.





Si analizamos el total de las fusiones en los diferentes sectores de nuestra economía podemos ver cómo en 2009 se producen 1.593 estrategias corporativas de este tipo, desde ese año hay una crecida, llegando a su punto más alto en 2012 que se produjeron 1.845 fusiones, tal y como se puede ver en el gráfico 33.

Gráfico 33. Evolución total de las fusiones. Nº de fusiones

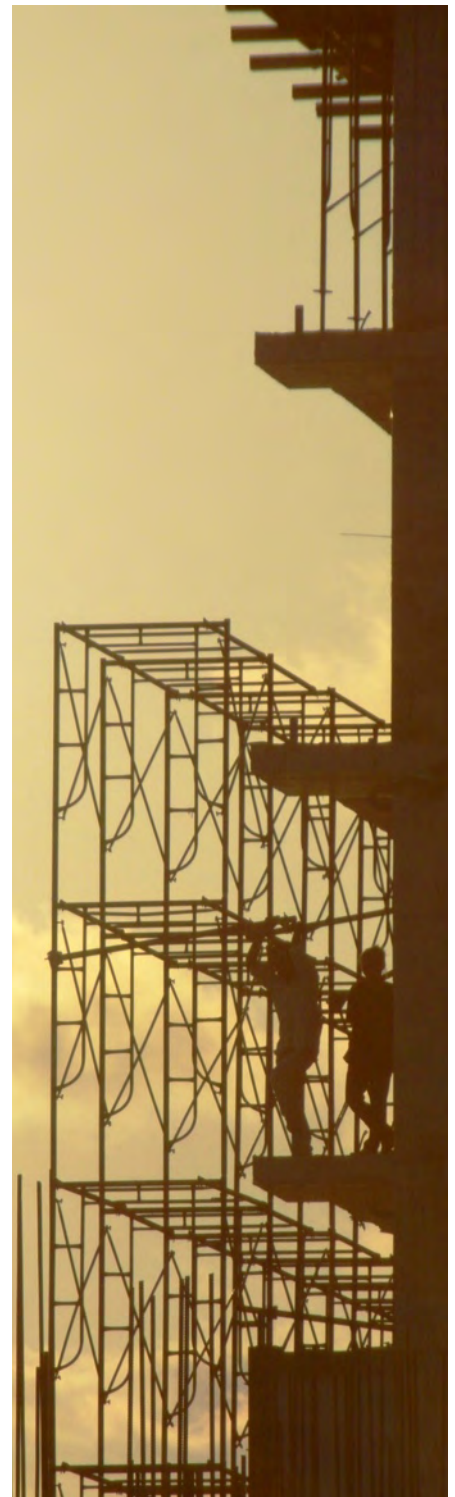


Fuente: Axesor

7.2 | Internacionalización.

La fuerte demanda interna de construcción, tanto pública como privada desde el final de la Guerra Civil, pero especialmente desde el decenio de 1950 hasta mediados de 1970, es el factor principal que explica el gran crecimiento inicial de las empresas constructoras españolas. Su actividad se concentró en estos años en la construcción de infraestructuras de comunicaciones (carreteras, autopistas, ferrocarriles, metropolitanos, aeropuertos y puertos), obras hidráulicas (embalses, canales, presas, regadíos, trasvases y plantas de depuración de aguas), instalaciones industriales (para la industria del cemento, la energía, la siderurgia, la petroquímica y la construcción naval), equipamientos sociales (educativos, sanitarios y deportivos), edificación y equipamientos turísticos (hoteles, balnearios, puertos deportivos, palacios de congresos y exposiciones).

La internacionalización de las grandes constructoras españolas es un proceso que se entiende mejor cuando se analiza desde el largo plazo y sirve para comprender algunas de las claves que deberían tener muy presentes las pymes de este sector que están luchando por seguir los pasos de las grandes en su proceso de internacionalización en la actualidad.



El horizonte del largo plazo pone de manifiesto, en primer lugar, la enorme influencia que tuvo la gran demanda de construcción que se produjo durante los años del franquismo, y, en particular, en la época desarrollista, para que las empresas españolas ganasen tamaño, conocimiento del negocio, experiencia y las capacidades técnicas, financieras y de gestión necesarias para salir al exterior (y que encuentra similitud en la fuerte demanda constructora del reciente boom constructor vivido por la economía española hasta 2007).

En segundo lugar, también muestra que el proceso de internacionalización de las grandes empresas constructoras no hubiese sido igual de exitoso de no haber coincidido factores tales como la existencia de equipos directivos y técnicos muy profesionalizados (involucrados con frecuencia en la propiedad de las empresas), la transferencia de conocimientos técnicos y organizativos procedentes de empresas extranjeras (que llevaron a cabo parte de su actividad en España en los años 50, 60 y 70) mediante la importación de tecnología y participación conjunta en empresas especializadas, y la dinámica de cooperación (a través de uniones temporales de empresas) y de fuerte

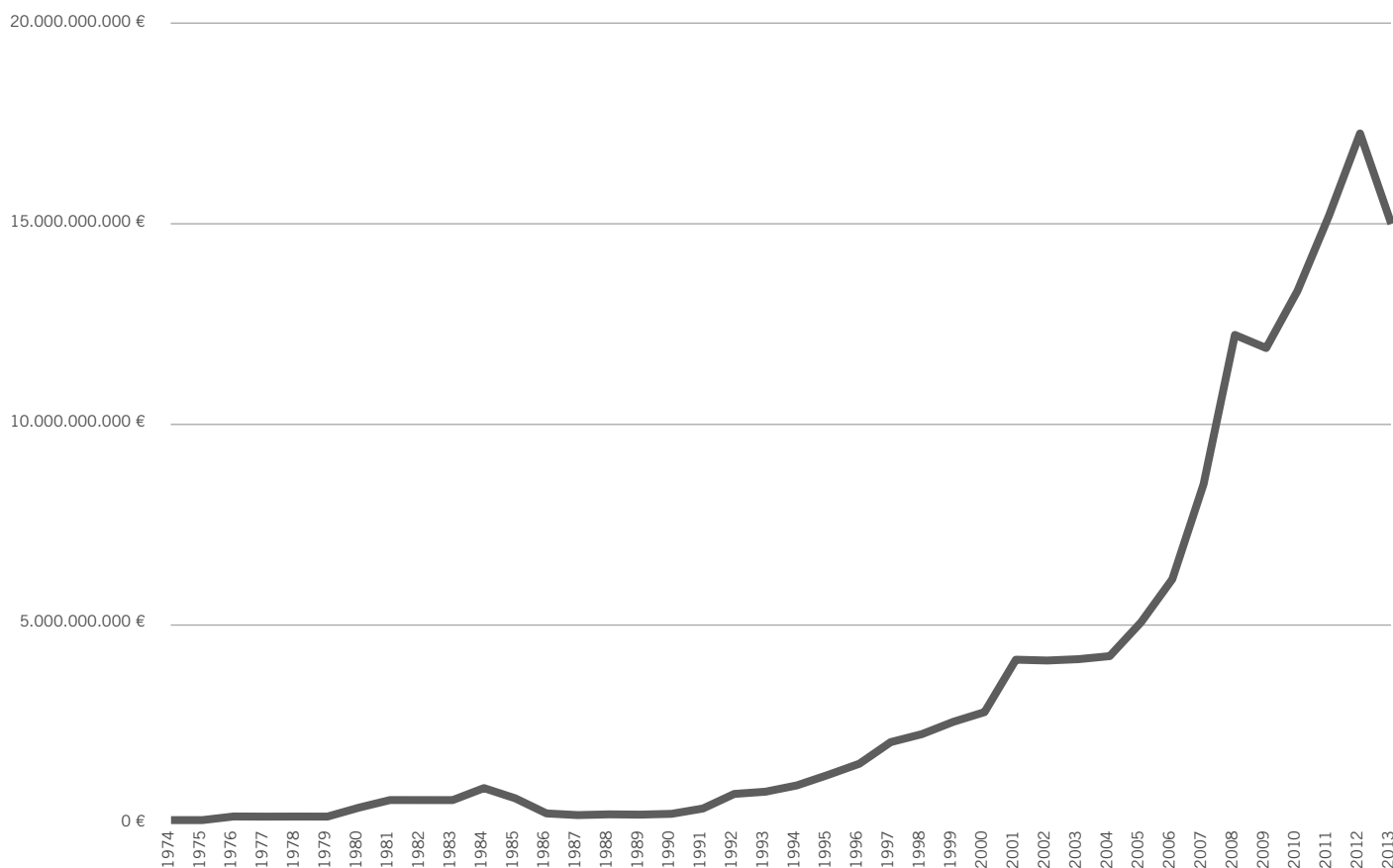
competencia al mismo tiempo (en las licitaciones de obras) en la que operaron habitualmente las compañías constructoras.

Tras ese periodo de modernización productiva, técnica y corporativa amparado en la expansión de estas empresas por todo el territorio nacional, se inició en la segunda mitad de los años 60 y fundamentalmente en los años 70 la salida de las grandes constructoras a los mercados exteriores. El enorme esfuerzo que conllevó atender la creciente demanda interna de obra pública hizo imposible que estas empresas pudieran dedicar recursos y medios a satisfacer la demanda externa, pero sirvió para consolidar unas empresas perfectamente preparadas para comenzar la aventura internacional. Sería concretamente Dragados la empresa que diseñó una estrategia de internacionalización más firme y sostenida, en parte al afrontar la saturación del mercado nacional de construcción de grandes presas, en el cual se había especializado. En 1966, después de presentarse a numerosas licitaciones, ganó su primer concurso internacional en Turquía, en una obra financiada por el Banco Mundial. A partir de entonces, su proceso de internacionalización ya no se detuvo. La que se retrasó más su salida al

exterior fue la catalana Focsa (hoy del grupo FCC), debido a que el contar con una actividad más diversificada le permitió posponer la necesidad de internacionalización hasta 1979, que llevó a cabo tanto en su negocio de saneamiento urbano como en el de obra civil. Por último, en 1976 se creó la Asociación de Empresas Constructoras de Actividad Internacional (AECI) que sirvió de gran apoyo a las empresas en su salida al exterior, empresas que ya se encontraban asociadas a nivel doméstico entorno a SEOPAN desde 1957.

En resumen, la actividad internacional de las constructoras españolas, medida por su facturación en el exterior, no paró de crecer a lo largo del decenio de 1970. El aumento fue muy fuerte a partir de 1979 y alcanzó su máximo en 1984 (coincidiendo con la crisis de la construcción interna), momento a partir del cual tuvo lugar un retroceso que se prolongó hasta los primeros años 90, durando por tanto el primer ciclo de internacionalización de las empresas constructoras españolas aproximadamente 15 años (gráfico 34, que no incluye la facturación por otros servicios y actividades vinculadas que representaría alrededor del 50% del total facturado).

Gráfico 34. Facturación internacional de empresas constructoras españolas



Fuente: SEOPAN

Tras la crisis de 1992-93 y, de nuevo, la menor actividad constructora doméstica, la caída de la inversión pública en obra civil debida a la restricción presupuestaria en aras a cumplir los criterios de convergencia que llevarían a España a formar parte desde el inicio de la moneda única y a los cambios en el modelo de licitación de las obras públicas (adjudicación mediante concesión), tiene lugar el segundo esfuerzo de internacionalización de las empresas españolas, que además se caracteriza también por una estrategia de diversificación de actividades y por un importante proceso de concentración en una Europa de mayor competencia en torno al mercado único y en un mundo cada vez más global, donde la dimensión empresarial adquiere una gran importancia como ventaja competitiva. Los seis grupos resultantes (Acciona, ACS, Dragados, FCC, Ferrovial y OHL) adquirieron, por fin, el tamaño mínimo necesario para enfrentarse a la competencia por los grandes contratos internacionales.

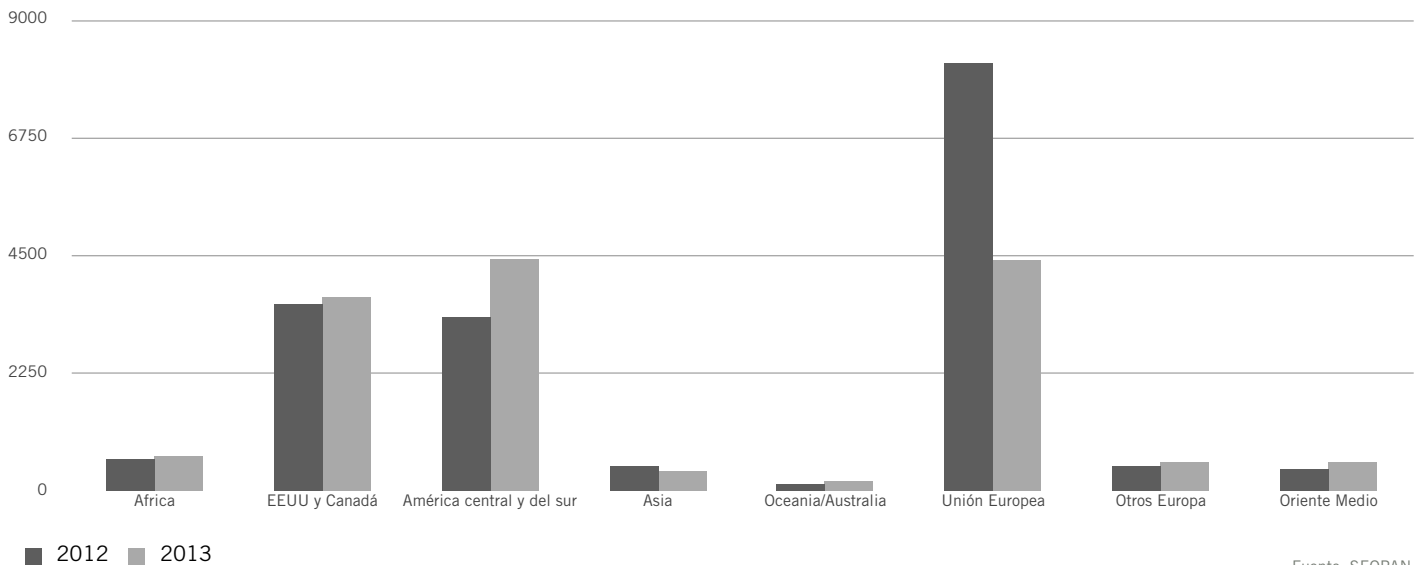
La diversificación más allá de la actividad estrictamente constructora, y en concreto hacia los servicios urbanos, el medio ambiente, la energía y el transporte, entre otras actividades, fue el resultado, en parte, del referido proceso de concentración empresarial, y permitió que a mediados de los años 90 algo menos del 25% de la cifra de negocio del sector de la construcción procediese de actividades ajenas a la construcción, si bien la empresa líder y pionera en esa estrategia en España (FCC), casi duplicaba esta cifra con el 43%.

Tras volver su mirada al mercado español para formar parte de auge constructor e inmobiliario de nuestro país en la década siguiente (1997-2006), y sin abandonar la actividad exterior que continuó creciendo, a partir de 2007 las grandes empresas constructoras redoblaron esfuerzos en volcarse de nuevo en el sector exterior, como recoge el gráfico 35. La diferencia es que, esta vez, les siguen otras empresas

constructoras de obra pública de menor dimensión, también diversificadas, que fraguaron su crecimiento en la última etapa de crecimiento de la economía española muy dependiente del sector constructor, y que están haciendo importantes esfuerzos por abordar con garantías su internacionalización, plenamente conscientes tanto de la oportunidad como del riesgo. Estas empresas deberían mirar atentamente las oportunidades que también ofrece la licitación multilateral referida en el apartado anterior.

En la actualidad, las empresas constructoras españolas de infraestructuras son líderes mundiales en Europa, en todo el continente americano (EEUU, Canadá, América Central y del Sur), y han aumentado significativamente su presencia en Oriente Medio y África. El gráfico 35 muestra la distribución geográfica de la facturación de las empresas españolas en 2012 y 2013.

Gráfico 35. Facturación internacional de empresas constructoras españolas

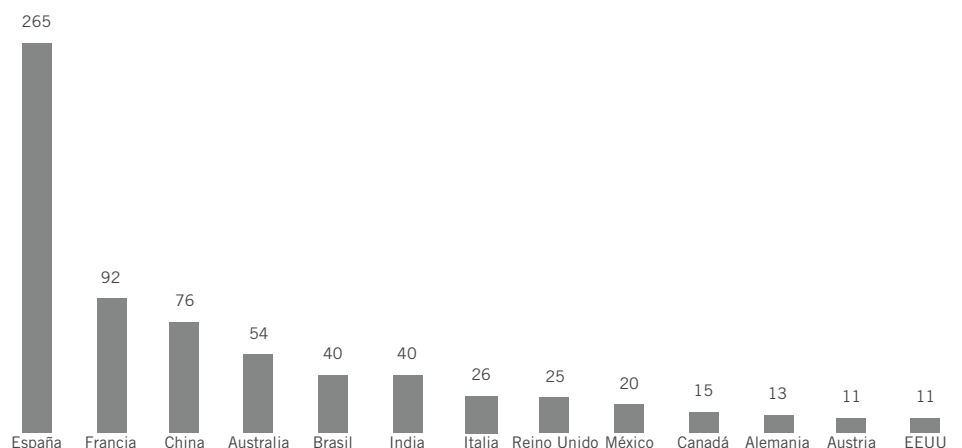


Fuente: SEOPAN

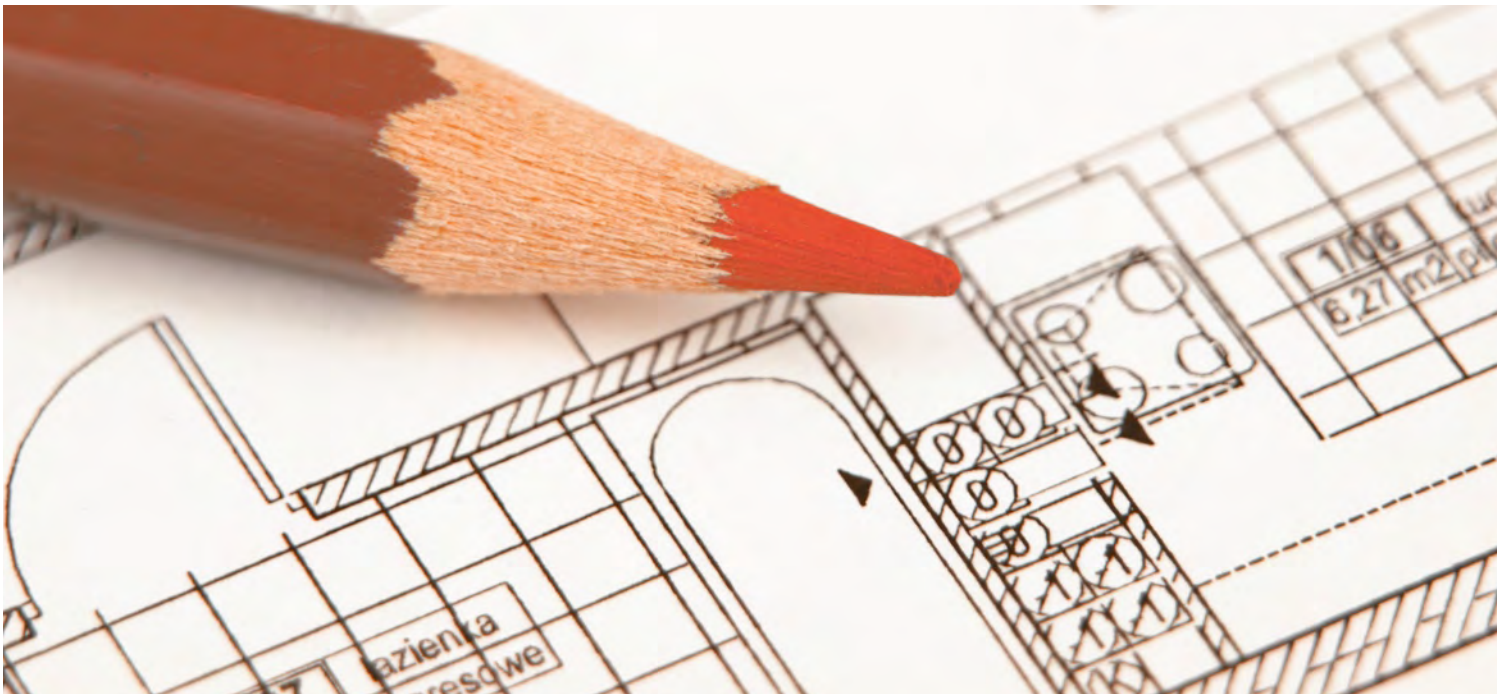
Por último, nueve empresas españolas se encuentran entre los cuarenta principales grupos concesionales del mundo, y lideran esta clasificación ACS, Globalvía, Ferrovial y Abertis en 2012, según la revista americana *Public Works Financing*. Ello convierte a España en el país con más empresas entre los principales operadores de infraestructuras del mundo.

Como muestra el gráfico 36, las empresas españolas construyen o gestionan 265 proyectos en el mundo, líderes con el 32% del total.

Gráfico 36. Clasificación de países por número de contratos de infraestructuras de transporte en construcción / operación



Fuente: SEOPAN



7.3 | Financiación no bancaria.

Resulta esencial que las empresas constructoras de infraestructuras españolas dispongan de mecanismos de financiación complementarios del crédito bancario. Existen varias razones de calado para ello:

1. El sistema bancario español seguirá disminuyendo el tamaño agregado de su balance, como parte del proceso de “des-apalancamiento” que precisa.
2. Los mercados financieros y bancarios de la zona euro siguen fragmentados y segmentados por países tras la crisis financiera, lo que restringe los flujos de financiación transfronterizos.
3. La nueva regulación bancaria –conocida como Basilea III- impone mayores exigencias de capital en los préstamos bancarios a largo plazo y a pymes.
4. España es uno de los países desarrollados con mayor peso de la financiación bancaria en las empresas incluso grandes y menor desarrollo del mercado de bonos corporativos. Sirva de ejemplo que grandes sociedades cotizadas del sector, tales como Ferrovial o Acciona, no habían emitido bonos corporativos hasta fecha muy reciente.

A pesar de que un excesivo reducido tamaño medio de las pymes españolas no ayuda (los mercados precisan un tamaño mínimo de las emisiones que facilite la liquidez de los valores e impide hacer frente a los costes fijos derivados de la emisión y cotización) y de que los inversores institucionales españoles tienen poca costumbre de invertir en instrumentos de financiación de empresas no financieras y menos en empresas con ratings por debajo de grado de inversión (lo que priva de liquidez a los valores, produciendo un círculo vicioso de pocos inversores, poca liquidez, mayor retraimiento de los inversores para invertir), el gobierno español adoptó recientemente algunas medidas clave que habilitan e impulsan la financiación no bancaria en España:

- a. Suprimir restricciones legales que hasta ahora existían a la emisión de bonos por empresas no cotizadas.
- b. Permitir que los Fondos de Pensiones y las compañías de seguros puedan invertir hasta un 3% de su patrimonio y pagarés corporativos que coticen en mercados organizados.
- c. Impulsar la creación de un “Mercado Alternativo de Renta Fija” (MARF), como complementario de otros mecanismos de financiación, como el “Mercado Alternativo Bursatil”(MAB), los fondos de capital-riesgo o los fondos de *private equity*.

Algunas empresas del sector de la construcción ya están aprovechando esta oportunidad histórica de ganar dimensión e internacionalización a través de los mecanismos de financiación no bancaria que se ponen a su disposición. Concretamente, la primera emisión del MARF fue de una

constructora, COPASA, y muchas otras le seguirán. Algo parecido sucedió en Estados Unidos durante la crisis del crédito bancario de los años 70.

Aunque no conviene olvidar que gran parte del éxito futuro de estas alternativas de financiación pasan por:

- Un impulso decidido y coordinado de los inversores institucionales y de las autoridades españolas, que no deberían descartar el otorgamiento (al menos transitorio) de ayudas fiscales que den un impulso inicial a tales mercados.
- Que las pymes acepten las obligaciones de transparencia y limitaciones de poder de control necesarias para obtener fondos en los mercados financieros no bancarios así como que traten de ampliar el tamaño de sus empresas, para lograr la dimensión mínima necesaria para acceder a los mercados financieros organizados.

8 | “Project Finance” y “Project Bonds”: una alternativa llena de oportunidades y clave en el horizonte temporal europeo hasta el 2020.

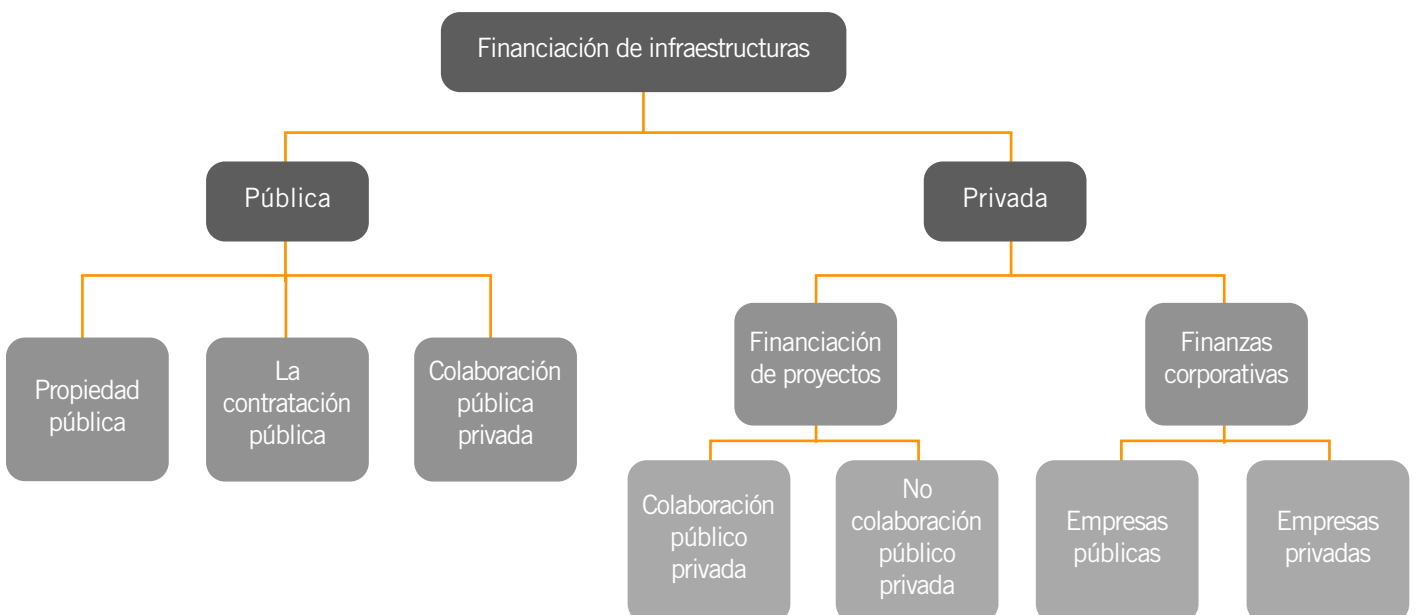
El capital con el que se financian los proyectos de infraestructura puede provenir del ámbito público o del ámbito privado, siendo en cualquier caso fundamental el papel que juega el sector público aunque la financiación sea privada, en aspectos tales como el diseño de la política de infraestructuras, la privatización de activos, la regulación de ciertos sectores o industrias, el poder para decidir concesiones administrativas, la política de licitación pública, como socio en los Acuerdos Público-Privados de colaboración, etc...

Dicho esto, la empresa y la financiación privadas pueden intervenir de dos formas, tal y como muestra el gráfico 37:

1. *Corporate finance*, financiando empresas que operan en el sector de infraestructuras.
2. *Project finance*, financiando proyectos a partir de un contrato de financiación, de particular importancia en este sector. El volumen de proyectos financiados a nivel mundial suponen alrededor del 0,5% del PIB mundial, representando el capital europeo, de media en la última década, un tercio del mismo. Los sectores más importantes son energía (incluidas las energías renovables), y transporte de petróleo y gas. Se trata de una técnica o mecanismo de financiación de inversiones cuyo fundamento es la capacidad del proyecto para generar flujos de caja positivos y no la solidez y solvencia de los patrocinadores de la idea de negocio o proyecto. La clave reside en que la financiación del proyecto no depende tanto del valor de los activos que los patrocinadores están dispuestos a poner como garantía del proyecto, como de la capacidad del proyecto para pagar la deuda contraída y remunerar el capital invertido.



Gráfico 37





Por su parte, los acuerdos de colaboración público-privada (Public-private partnerships – PPP-), se han convertido cada vez más importantes para las inversiones en infraestructuras, como la gran alternativa que complementa el gasto público así como a las compañías privadas de infraestructuras. Se trata de una forma de financiación de proyecto que implica la existencia de un contrato entre la autoridad pública y una parte privada para ofrecer un proyecto o servicio público. Normalmente, un consorcio público crea una Sociedad con Propósitos específicos (Special Purpose Vehicle) para desarrollar, construir, mantener y gestionar el activo durante un periodo determinado de tiempo. El reparto del riesgo se especifica en el contrato.

El riesgo es un factor crucial en el Project Finance, ya que es responsable de los cambios inesperados en la capacidad del proyecto para pagar los gastos operativos, la deuda y los dividendos de accionistas. Los flujos de efectivo que se espera obtener pueden verse afectados por el riesgo y si el riesgo no ha sido anticipado y adecuadamente cubierto puede generar un déficit de caja. Por último, si los flujos de caja no son suficientes para pagar a los acreedores, el proyecto estará técnicamente quebrado. Será por tanto determinante identificar y analizar todos los riesgos:

1. Riesgos asociados a la fase de construcción. Hasta el inicio de las operaciones, incluye la construcción de las instalaciones del proyecto. Estos riesgos deben ser evaluados correctamente pues surgen al comienzo del proyecto y, por tanto, antes de que se generen flujos de caja positivos. Incluyen los riesgos relativos a la planificación de la actividad, al ámbito tecnológico y a la construcción.
2. Riesgos asociados a la fase operativa. Incluyen el abastecimiento de los factores productivos necesarios para llevar a cabo el proyecto, riesgos operacionales relacionados generalmente con el rendimiento de las instalaciones y los riesgos de mercado relacionados con la venta de los productos y servicios. Estos riesgos son tan fundamentales como los riesgos durante la fase de construcción.
3. Otros riesgos. Comunes a ambas fases, y relativos a variaciones de variables financieras o macroeconómicas tales como tipos de interés, tipos de cambio, tasa de inflación, sobre los valores estimados y previstos en el proyecto. También se incluyen riesgos de tipo medioambiental, regulatorio o legal.

Los acuerdos de colaboración público-privados han sido siempre vistos por la Comisión Europea como un instrumento clave para dirigir financiación hacia los proyectos de redes de transporte transeuropeas. Esta fórmula de financiación público-privada está diseñada para superar restricciones presupuestarias así como para fomentar la eficiencia y la calidad en la provisión de infraestructuras públicas. Como muestra el gráfico 37, dentro de las distintas opciones de financiación de infraestructuras, tanto públicas como privadas, las colaboraciones público-privadas son una manera más de lograr llevar a cabo obras públicas necesarias para impulsar la competitividad y el crecimiento de los países, con el añadido de permitir que se lleven a cabo obras que de otra forma no se harían y con la virtud de ajustarse especialmente bien a las características económicas que definen los proyectos de infraestructuras.

Los objetivos anteriormente mencionados se logran mediante esta fórmula de colaboración a través de la integración del ciclo de vida del producto incluyendo las etapas de diseño, construcción, financiación y gestión.

La Unión Europea lanzó en 2011 una iniciativa para fomentar las colaboraciones Público Privadas (*Public Private Partnership*) e impulsar el crecimiento de fuentes alternativas de financiación a la bancaria,



denominada **“Iniciativa europea 2020 de bonos de proyecto”**, que contempla la **financiación de infraestructuras** mediante bonos de proyecto (*“project bonds”*) para promover proyectos transeuropeos y atraer a inversores institucionales a formar parte de su financiación.

Se trata de una iniciativa que pretende evitar los problemas de liquidez experimentados por los bancos en Europa para financiar megaproyectos tras la crisis financiera internacional. No se debe perder de vista el hecho de que con la normativa de Basilea III los bancos se ven obligados a aumentar su capital, lo que condiciona su modelo de negocio en el futuro, y, concretamente respecto a la financiación de proyectos, se les exigirá financiar bajo un estricto umbral de rentabilidad ajustada a riesgo (*“Risk-adjusted return on capital”*-RAROC-).

Los bonos de proyectos son instrumentos de deuda emitidos por las empresas financiadoras de proyectos y que tienen como inversores principales a los inversores institucionales y a otras instituciones financieras. Normalmente estos títulos se pueden negociar en los mercados secundarios.

Los Project Bonds constituyeron alrededor del 10% de la deuda mundial de proyectos a largo plazo en el periodo 1994-2012. Sin embargo, su peso ha caído significativamente

en los últimos años (entre el 3% y el 8% desde 2007). Un país con gran tradición y desarrollo del mercado de bonos de proyecto y con historia de compañías de seguros como inversoras es Canadá.

Otros países, para lograr hacer más atractivos estos vehículos de inversión a inversores institucionales establecen mecanismos de mejora crediticia como garantías de liquidez o tramos de deuda subordinada facilitados por el Banco Europeo de Inversiones (BEI).

Tras la crisis financiera internacional de 2008, el papel que desempeñaban las aseguradoras de crédito *“monoline”*, proveyendo mejoras en la calidad de crédito de las emisiones en los mercados de capitales han pasado a asumirlo las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs). Tanto el Banco Mundial como los distintos bancos regionales de desarrollo han desempeñado un papel mucho más activo, convirtiéndose el mercado de licitaciones multilaterales en una interesante fórmula para abordar proyectos de financiación en infraestructuras. Y en este entorno de incertidumbre financiera se enmarca también la iniciativa del Banco Europeo de Inversiones y la *“Europe 2020 Project Bond Initiative”*

Aunque los bancos comerciales seguirán siendo la principal fuente de financiación a largo plazo para el sector, es importante saber que la industria financiera está cambiando, y que los bancos se verán limitados en su capacidad para financiar grandes proyectos de infraestructuras como hicieron en el pasado. En este sentido, la iniciativa europea es muy oportuna pues permite una mejora crediticia de bonos de proyecto senior a través de deuda subordinada o a través de garantías parciales. Se espera que esta iniciativa sea capaz de mejorar la calidad crediticia de los bonos de proyecto vinculados a colaboraciones público-privadas, desde niveles bajos de grado inversión a calificaciones crediticias de A.

Para comprender un poco mejor la utilidad de un mercado de bonos de proyecto en Europa es oportuno comprender que los inversores institucionales (compañías de seguros de vida, fondos de pensiones) buscan flujos de caja estables para ajustar su disponibilidad de fondos con los requisitos de inversión a largo plazo propios de su modelo de negocio. Ahora bien, estos inversores son reticentes a asumir el riesgo de construcción de la infraestructura. Ellos solo asumen dicho riesgo si existen amplias garantías que protejan a los tenedores de los bonos.

No obstante, lo anterior está cambiando dado que los inversores institucionales están obligados a aumentar sus requisitos de reservas como resultado de la nueva normativa internacional Solvencia II, que entrará en vigor en enero de 2016. Los requerimientos de capital sobre capital y bonos a largo plazo serán probablemente mayores debido a la volatilidad de precios y al valor de mercado. Y ello implica que las cargas sobre el capital requerido relacionadas con bonos corporativos de largo plazo serán mayores en comparación con activos financieros más a corto plazo y que los menores *ratings* también implicarán mayores gastos de capital, lo que afectará a la rentabilidad asociada al riesgo.

Por ello, la calidad crediticia y el rating o calificación crediticia del proyecto de inversión y de los bonos de proyecto son tan importantes. Los inversores institucionales buscan aquel rating que les permite el

mayor ahorro posible o más acorde con sus requerimientos de reservas.

El perfil de riesgo del proyecto de colaboración público-privada es diferente en la fase de construcción y en la fase de operación, debido a que la deuda senior del proyecto está expuesta a un riesgo mayor en el primer caso que en el segundo. Así cuando los proyectos ya se encuentran en la fase de operación, el rating de la deuda senior asociada al proyecto mejorará. Todo ello sin olvidar que el perfil de riesgo de la deuda senior del proyecto depende del proyecto en su conjunto.

Así, el tema del rating es particularmente importante porque deviene un catalizador clave para los inversores institucionales. Aun así, se observan diferencias entre países del tipo observado por ejemplo Canadá y Europa, Oriente Medio y África. Sucede que en Canadá la mayoría de activos subyacentes a los bonos de proyecto tienen un rating de

A mientras que en Europa, Oriente Medio y África es más fácil encontrar estos activos subyacentes con ratings BBB, según un estudio de Standard & Pooors.

La iniciativa europea, en colaboración con el Banco Europeo de Inversiones, quiere impulsar este tipo de financiación de infraestructuras a través de la colaboración público-privada, permitiendo dicha colaboración mejorar la calidad crediticia gracias a la separación de deuda vinculada al proyecto entre deuda principal (senior) y subordinada. Al tener esta última peor calidad crediticia, el Banco Europeo de Inversiones compartirá el riesgo de crédito, lo que ayudará a mejorar el rating global del proyecto. En cualquier caso, el rating podría verse afectado por la clase de activo subyacente o por la calidad crediticia del intermediario, sin olvidar que también podría existir una relación directa entre el rating del proyecto de financiación y el riesgo soberano.



9 | Conclusión.

El sector de la construcción en su segmento específico de infraestructuras ha sido capaz de resistir mejor la crisis, especialmente en el caso de las grandes empresas, gracias a un proceso de diversificación e internacionalización que empezó hace muchos años.

En la actualidad se dan importantes circunstancias que deberían permitir y animar a pymes del sector abordar también ese proceso de diversificación e internacionalización, teniendo presente que el futuro pasa por una mayor dimensión, alternativas de financiación a la bancaria y un mejor conocimiento del mercado de licitación multilateral.

El mundo, desarrollado y emergente, sigue necesitando enormes inversiones en infraestructura. Las empresas españolas del sector parten de un conocimiento y un nivel competitivo muy alto para seguir liderando un sector clave para continuar el proceso de internacionalización y expansión de la economía española.



axesor { *Primera Agencia*
de Rating española }
conocer para decidir