
Las empresas de servicios públicos europeas se preparan para la avalancha de gastos

Renta fija | Octubre de 2024



Sharon Vieten
Analista Sénior,
Análisis de Crédito *Investment Grade*

- **Las redes de servicios públicos revisten una importancia estratégica para la seguridad europea en materia de suministro y los objetivos de descarbonización**
- **Pese al ingente incremento de la demanda, las restricciones en materia de costes y de suministro en las materias primas y en la capacidad están limitando las rentabilidades previstas en el desarrollo de energías renovables**
- **Nuestro análisis pone de manifiesto aquellos ámbitos que gozan de nuestro favor y aquellos en los que mostramos más cautela**

Los servicios públicos y los Gobiernos de toda Europa se enfrentan a una mayor demanda de mejoras de la red y de conexiones a una energía fiable y/o renovable. S&P estima que el coste de la expansión de las redes por sí sola será de 800.000 millones de EUR entre 2023 y 2030 en el Viejo Continente, así como prevé que el crecimiento de la capacidad de la energía eólica se sitúe en los 800.000 millones de EUR en el periodo de 2022 a 2030. Se estima que las necesidades totales se elevarán a los 2 billones de EUR de aquí a 2030.¹

Se vaticina que la base regulatoria de activos (RAB, por sus siglas en inglés) europea, un parámetro de valoración de los activos de las redes, registrará un crecimiento compuesto anual de entre el 7% y el 8% de 2023 a 2030 frente al 3% observado en el periodo transcurrido entre 2016 y 2022. Se espera que la capacidad energética sin combustibles fósiles se duplique de

¹ S&P, 2024

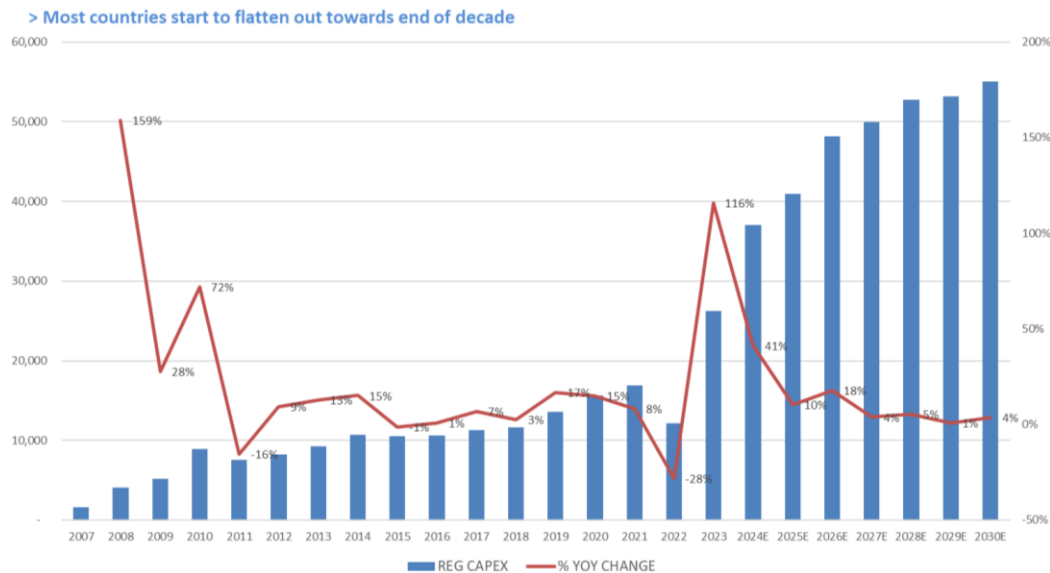
aquí a 2030.² Entre los principales catalizadores de esto figuran el constante incentivo a la electrificación y otros avances tecnológicos, como los centros de datos, cuya demanda procedente de los centros de datos europeos se anticipa que se quintuplicará de aquí a 2035.³

Ya sabíamos todo esto, y lo que cabe preguntarse es: ¿por qué ahora?

A pesar de que se preveía un incremento en la demanda, la velocidad a la que se ha dado este crecimiento en nuevos ámbitos es lo que ha pillado desprevenidas a las autoridades reguladoras. A modo de ejemplo, Goldman Sachs Research estima que la demanda de energía de los centros de datos se incrementará en un 160% hasta 2030.⁴ De manera coincidente y simultánea, las restricciones en materia de costes y de suministro de materias primas, y la capacidad de producción han limitado los beneficios previstos en el campo del desarrollo de las energías renovables. Esto queda patente con las notables amortizaciones de proyectos que se observaron en el ejercicio de 2023, como las de Ørsted en EE. UU.⁵ y Vattenfall en el Reino Unido en el caso de los parques eólicos marinos.⁶ Por otra parte, la conjugación de una mejora en la regulación y la atracción de flujos de ingresos regulados, estables y predecibles sustenta el giro hacia el gasto en redes.

La inversión de capital de las firmas europeas de servicios públicos que cubrimos se muestra en los gráficos 1 a 4, y las cifras proceden de las orientaciones de las compañías. Como puede constatar, los repuntes en la inversión de capital quedan patentes a corto plazo. Por esa razón, nuestras previsiones muestran un aumento resultante y previsto del apalancamiento.

Gráfico 1: Servicios públicos regulados, tendencia de las inversiones de capital



² Comisión Europea, Objetivos de energía renovable, 2022

³ «Morgan Stanley Equity Research, European Data Centres to Grow 5x by 2035», 27 de febrero de 2024

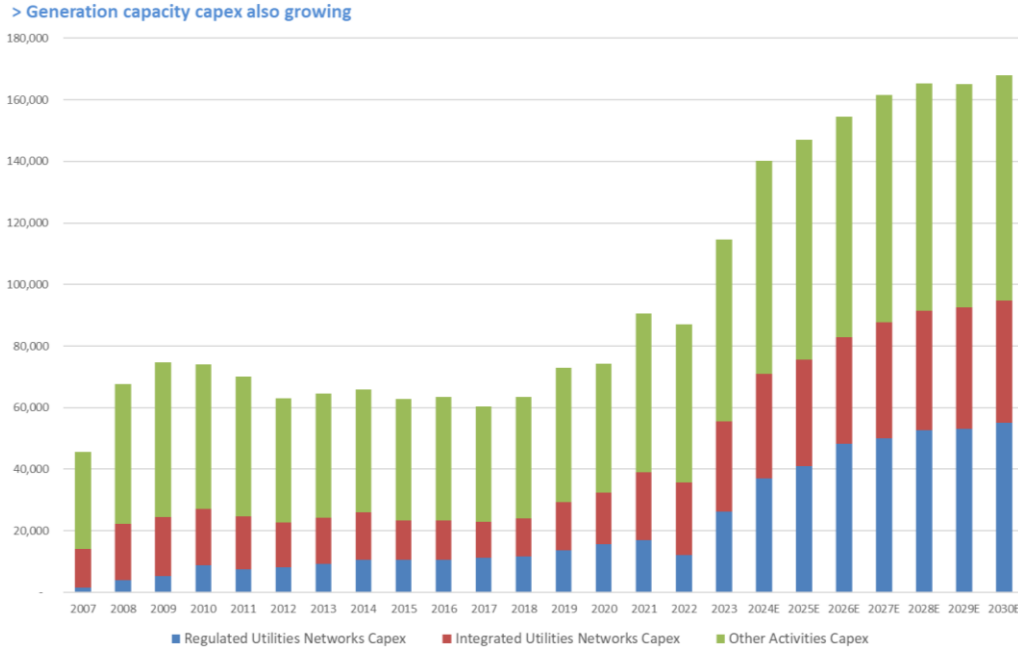
⁴ Goldman Sachs, «AI is poised to drive 160% increase in data center power demand», 14 de mayo de 2024

⁵ S&P Global, «Ørsted surprises with US offshore write-down scale as analysts welcome clarity», 3 de noviembre de 2023

⁶ Reuters, «Vattenfall exploring 'all options' for British offshore wind projects», 6 de septiembre de 2023

Fuente: Análisis de Columbia Threadneedle Investments de los datos de las compañías, 24 de julio de 2024

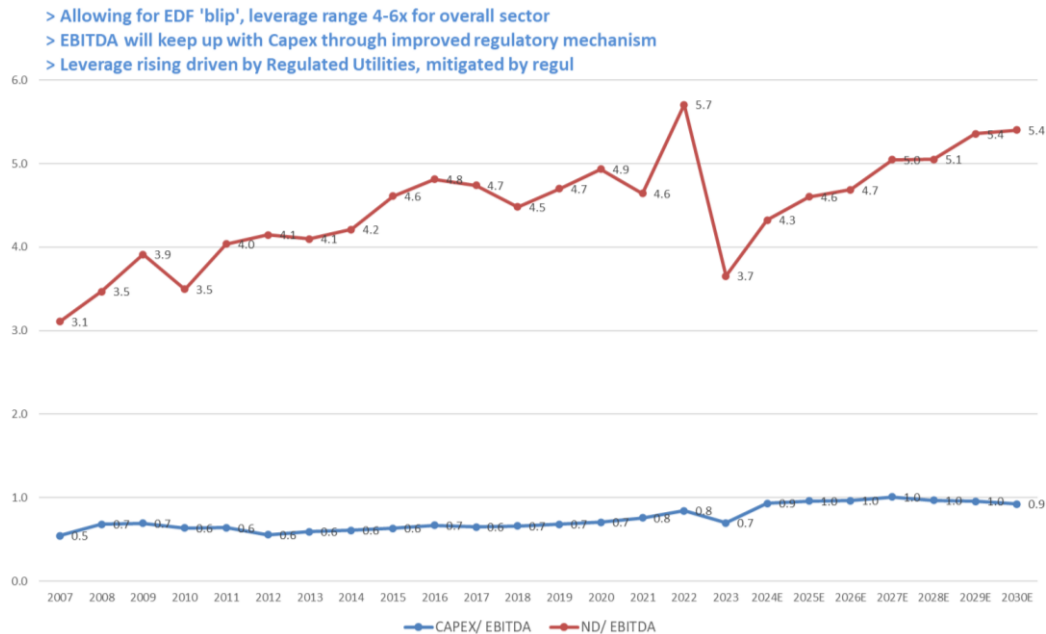
Gráfico 2: Evolución de la combinación total de inversiones de capital en las empresas de



servicios públicos europeos

Fuente: Análisis de Columbia Threadneedle Investments de los datos de las compañías, 24 de julio de 2024

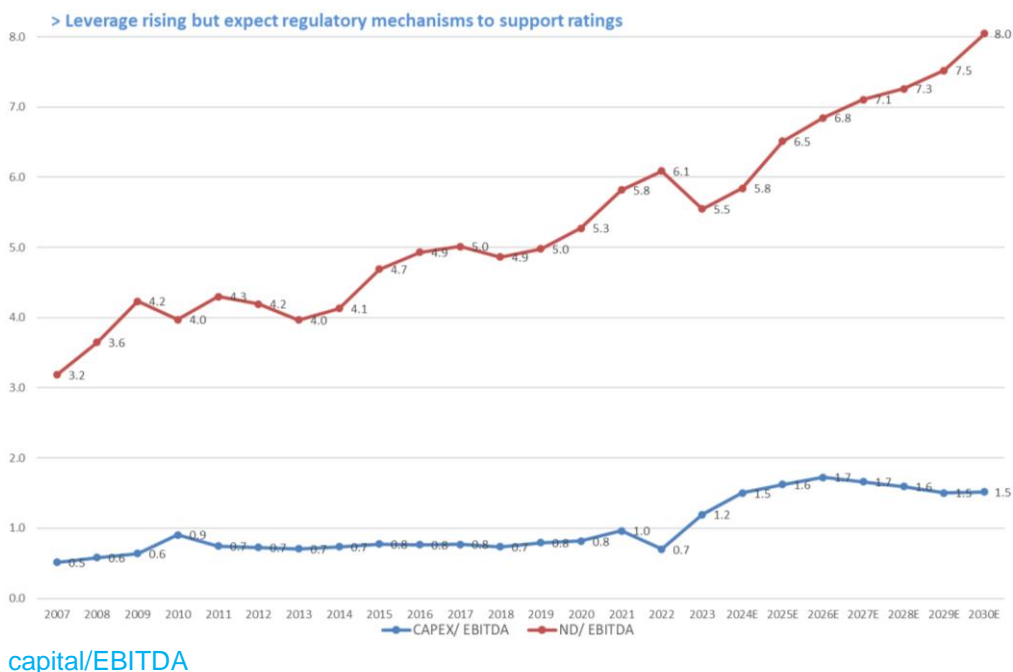
Gráfico 3: Total de la deuda neta ajustada/EBITDA e inversiones de capital/EBITDA de las



empresas de servicios públicos europeos

Fuente: Análisis de Columbia Threadneedle Investments de los datos de las compañías, 24 de julio de 2024

Gráfico 4: Servicios públicos regulados, deuda neta ajustada/EBITDA e inversiones de



Fuente: Análisis de Columbia Threadneedle Investments de los datos de las compañías, 24 de julio de 2024

¿No resulta esto perjudicial para el crédito?

En realidad, creemos que las mayores necesidades de inversiones de capital se ven mitigadas por la mejora significativa de los mecanismos reguladores en Europa, en particular en Italia y Alemania, que rigen cuánto pueden cobrar a sus clientes los propietarios y operadores de redes. No todas las firmas de servicios públicos sacan partido de los beneficios regulados: suelen ceñirse a los propietarios y/u operadores de activos de transporte y distribución de electricidad y gas, es decir, solo tuberías y cables. En el Reino Unido, las infraestructuras de aguas cuentan con regulación. Estos activos cobran una relevancia esencial para las necesidades energéticas de una nación.

A efectos de proporcionar certidumbre, las autoridades reguladoras nacionales acuerdan cuánto puede gastar una empresa de servicios públicos regulada en mantener o mejorar estos activos y, por ende, cuánto puede cobrar a sus clientes. La forma en que se obtienen los ingresos regulados varía de un país a otro, aunque, en líneas generales, los ingresos permitidos se componen de la RAB multiplicada por un coste medio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) determinado, el cual o bien se ve incrementado, a continuación, por los costes compensados, la depreciación y las bonificaciones, o bien se ve reducido por cualquier penalización específica. La inflación se tiene en cuenta tanto en el WACC como la RAB.

No todas las jurisdicciones recurren a una RAB, aunque los objetivos generales concuerdan: compensar la inversión en una infraestructura base de carácter crítico. Se especifica una cifra

total para un periodo de tiempo, por lo general cada cinco años (un periodo reglamentario), y se divide entre el número de clientes, o se establece un límite sobre cuánto pueden cambiar los aranceles cada año. Con el fin de fomentar la inversión, las autoridades reguladoras garantizan que las empresas de servicios públicos reguladas reciban una compensación por los riesgos cíclicos y macroeconómicos que escapan a su control. Esa es la razón por la que, en el universo del crédito, nos gustan valores defensivos procedentes del segmento de servicios públicos.

En términos generales, los nuevos mecanismos reguladores permiten a las empresas de servicios públicos adaptarse a los cambios en el plano macroeconómico durante cualquier periodo reglamentario y recibir compensaciones más rápidas por gastos imprevistos, frente a la alternativa de esperar a revisiones en la normativa que se actualizan cada lustro.

A modo de ejemplo, podemos citar los siguientes:

- El concepto de «TOTEX» (gastos totales, es decir, la suma de inversión de capital y los gastos operativos), que se utilizó por primera vez en el Reino Unido y ahora se emplea en Italia, permite adaptar el gasto a los cambios que se produzcan dentro de un periodo reglamentario con el fin de reflejar las nuevas necesidades tecnológicas o medioambientales, en lugar de ceñirse a una lista definida al principio de cada periodo reglamentario;
- Reconocimiento rápido de los cambios en la inflación, el coste de la deuda y los factores de riesgo país, que se reflejan con más rapidez en los cargos permitidos;
- Reconocimiento más rápido de las inversiones de capital y los trabajos en curso con ajustes «dentro del periodo», junto con incentivos para proyectos especiales y retención de los resultados superiores a la eficiencia (es decir, superación de la hipótesis reguladora de costes);
- Recuperación oportuna de costes imprevistos;
- Los periodos de referencia de la inflación de costes y el coste de la deuda son más cortos y pertinentes;
- Replanteamiento del coste de fijación de los fondos propios y la deuda para limitar el riesgo de un desfase reglamentario antes de que los cambios en los tipos repercutan en las rentabilidades permitidas;
- Sin riesgo de volumen ni de materias primas.

¿Quiénes son los mejores y los peores?

Sobre la base de lo anterior, identificamos como las jurisdicciones más sólidas en materia normativa a Italia, Alemania, Francia y el Reino Unido. Las peores son Portugal y España, como consecuencia de los desfases temporales en curso, la compensación del riesgo de inflación, los trabajos en curso y la independencia de la regulación de la influencia política o los cambios electorales. Consideramos que los Países Bajos y Bélgica se hallan en la media. Las empresas de servicios públicos regulados de los Países Bajos —TenneT, Alliander, Enexis, Stedin y Gasunie— son, sin embargo, propiedad al 100% del Estado y se benefician de un

firme compromiso de mantener una calificación mínima de A-, que se consagra en un «Marco de Acuerdo Neerlandés».⁷

¿Retos?

Existen varios posibles retos:

- El mayor coste del capital en forma de inflación y tipos de interés, por el que las compañías tienen que equilibrar el coste de la deuda para financiar las elevadas inversiones de capital y mejorar la rentabilidad de los fondos propios;
- Los sólidos marcos reglamentarios, que atraen, sin lugar a dudas, a accionistas a corto plazo de baja calidad que buscan flujos de beneficios estables y una buena rentabilidad de los fondos propios;
- Riesgos en la cadena de suministro que siguen denotando la escasez de competencias técnicas, materias primas y capacidad de producción;
- Riesgos electorales que podrían entorpecer el desarrollo de las renovables y, por lo tanto, las proyecciones de beneficios en Estados Unidos, además de traducirse en una influencia «verde» más débil a medida que los votantes van poniendo cada vez más el foco en la asequibilidad.

¿Qué lecciones podemos extraer de esto?

Las redes eléctricas revisten una importancia estratégica para la seguridad europea en materia de suministro y los objetivos de descarbonización. Los Gobiernos, las autoridades reguladoras y los servicios públicos también están redirigiendo el foco hacia los mandatos nacionales de obligación de servicio público que dan prioridad a la seguridad del suministro.

Ahora bien, las restricciones en materia de costes están tornando la inversión en renovables menos atractiva que las redes que sacan partido de rentabilidades reguladas que se pueden predecir. La calidad de las rentabilidades reguladas permitidas está mejorando gracias a una mayor capacidad para cubrir los costes, unos plazos de recuperación más cortos y el reconocimiento de la complejidad que las mayores y más nuevas fuentes de demanda suponen para las redes existentes.

Preferimos las redes eléctricas a las de gas y mostramos cierta cautela respecto de la distribución de gas, salvo en Italia y el Reino Unido, países en que dicho activo sigue revistiendo relevancia dentro del horizonte temporal analizado.

⁷ S&P Global, «Dutch Electricity And Gas Transmission And Distribution Framework: Supportive», 7 de marzo de 2023

**Información importante**

Exclusivamente para uso de clientes profesionales y/o tipos de inversores equivalentes en su jurisdicción (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos).

Con fines publicitarios.

Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Invertir implica riesgos, entre los que cabe incluir el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos. El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto, o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. La inversión internacional conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables. Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad. La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora. Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A., sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, y/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., entidad regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información. Este documento y su contenido, así como cualquier otra información u opiniones ofrecidas con posterioridad, revisten un carácter estrictamente confidencial y quedan destinados al uso exclusivo de los que asisten a la presentación. No podrá ser reproducido en forma alguna, ni facilitado a tercero alguno, sin el consentimiento expreso por escrito de CTIME. Al aceptar la entrega de esta presentación, usted se compromete a no copiar ni reproducir este material, en su totalidad o parte, ni a divulgar su contenido a ninguna persona.

Este documento lo podrá facilitar una empresa afiliada que también forme parte del grupo de sociedades Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited en el Reino Unido; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.