

## La creciente divergencia en la salud corporativa china

**Alicia García-Herrero** | Investigadora senior asociada, Real Instituto Elcano, y economista jefe para Asia, Natixis | @Aligarciaherrer 

La deuda china está de moda, compitiendo en notoriedad con el *Brexit* y la candidatura de Trump en el imaginario de los inversores globales. Aunque en la periferia, el riesgo está presente, pero es difícil de evaluar.



Pudiera parecer sorprendente, por tanto, que la deuda de las 3.000 mayores empresas cotizadas de China, según nuestro reciente estudio en el *Natixis China Corporate Debt Monitor*, sea menor a sus 3000 pares a nivel global. En realidad, el problema no es el nivel de endeudamiento sino **la capacidad de pago de las empresas chinas que resulta ser mucho menor** que la de sus pares en el resto del mundo. El motivo no es tanto la carga de intereses sino más bien la fuerte caída de sus ingresos. Más concretamente, tanto como un 18% de las empresas chinas no consiguen ni siquiera cubrir el pago de intereses sobre su deuda (por no hablar ya del principal) con sus ingresos. Este porcentaje es apenas la mitad para las principales empresas cotizadas en el resto del mundo. Por si esto no fuera poco, las empresas chinas también tienen un **mayor nivel de deuda a corto plazo** en sus balances, lo que implica que tendrán que liquidar antes o, más probablemente renovar, sus créditos.

En dicho escenario, los inversores pueden sentirse tentados de permanecer con las grandes empresas chinas por considerarlas las más estables. Pero, nuevamente, un vistazo a las cifras sugiere que sería conveniente ver las cosas con más detalle.

---

“Un 18% de las empresas chinas no consiguen ni siquiera cubrir el pago de intereses sobre su deuda con sus ingresos”

---

Segregando las 100 empresas mayores de nuestra muestra, encontramos que son, de hecho, las más vulnerables de todas, con un mayor nivel de endeudamiento y una menor capacidad de pagar el interés sobre su deuda. Esto es particularmente cierto con respecto al sector privado, dominado por **compañías inmobiliarias** altamente endeudadas, y de las que hasta un tercio tienen ingresos insuficientes incluso para pagar los intereses sobre su importante nivel de deuda.

¿Y las empresas públicas? ¿Podrían suponer un refugio seguro? La verdad es que, con sus garantías explícitas o implícitas, disfrutan de créditos a más largo plazo de los bancos que las del sector privado. Sin embargo, en el despertar de la nueva China, las empresas estatales siguen en gran medida ancladas en el pasado. Desglosados por sus activos, **casi el 80% de las empresas de propiedad estatal están en sectores de la**

“**antigua industria**” como las infraestructuras, la industria química y la energía, frente al 65% de empresas del sector privado.

En caso de querer continuar en las empresas de propiedad estatal, lo más aconsejable sería optar por las grandes, dado que las medianas y pequeñas están, en general, más endeudadas y tienen menos capacidad para afrontar sus pagos de interés. La situación es la inversa en el sector privado, pues las empresas de mayor tamaño son generalmente las más débiles –de nuevo, a causa de los dinosaurios inmobiliarios–.

En conjunto, observando tanto la empresa privada como la pública, se presenta una clara imagen que ilustra una evidente y creciente divergencia en la China corporativa actual. En términos sencillos, la vieja China es mala y la nueva china, buena.

El sector inmobiliario –la nueva China del pasado–, junto con los sectores mayoritariamente estatales de infraestructuras (sobre todo construcción), materiales, metal y química son los peores. En ellos reina la **sobrecapacidad**, se contraen los márgenes de beneficios y las empresas luchan por pagar intereses mientras va acumulándose la deuda.

Para perspectivas más prometedoras, los inversores deberán obviar estas antiguallas y centrarse en las empresas de **la nueva China** representadas por la visión de la nueva economía del **presidente Xi**. Hay tres sectores que destacan: las líneas aéreas, el turismo y la sanidad.

---

“Para perspectivas más prometedoras, [...] hay tres sectores que destacan: las líneas aéreas, el turismo y la sanidad”

---

Las **líneas aéreas** están muy endeudadas, a casi tres veces su volumen de activos. No obstante, esto es lo normal a nivel global en el sector y, en cualquier caso, las empresas chinas son mucho más rentables y no es difícil entender por qué. Se trata de un mercado en fuerte crecimiento, al ir aumentando el número de chinos considerados como pertenecientes a la **clase media** y que empiezan a disfrutar de vacaciones.

De manera parecida, las empresas relacionadas con el **turismo**, esencialmente privadas, son en general solventes, con niveles de deuda bastante cómodos y más rentables que sus pares a nivel global. El sector estrella, sin embargo, es el de la **salud**, con unos márgenes de beneficio del 12%, muy por encima de la media global del 8%, y una deuda de menos del 50% de sus activos (frente a la media global de casi el 120%). Tiene un pasivo a corto plazo del 86% del total –puesto que los bancos tienen menor disposición a extender crédito a empresas jóvenes y mayoritariamente privadas–, pero más del 97% de las empresas logran afrontar sus intereses con los ingresos generados.

El origen de esta explosión de deuda corporativa en China fue el enorme **paquete de estímulo fiscal en 2008/2009**, cuando el gobierno se lanzó a la desesperada a salvar a la economía, inundando el país con liquidez que fue a parar en su mayor parte a las viejas industrias. Dichas empresas actuaron de acuerdo con las previsiones y crecieron rápidamente, empleando el dinero barato para expandir una capacidad productiva que

fue de poca utilidad una vez que se desvaneció la demanda junto con el paquete de estímulos.

En contraste, los nuevos sectores chinos fueron generalmente pasados por alto en el boom crediticio de 2008/2009 puesto que se concentró en sectores pesados y, en particular en la construcción. Esto explica sus actuales menores niveles de deuda actuales y la relativa salubridad del equilibrio de oferta y demanda. La solidez de estos nuevos sectores chinos es ciertamente tranquilizadora, e implica que **el motor de la economía china tiene suficiente combustible** y una vía clara hacia el futuro. No obstante, estos sectores son aún demasiado pequeños, representando únicamente el 27% del sector empresarial por activos, frente a la media global de casi el 50%.

Para calibrar y situar el reto en su contexto, nuestros tres nuevos sectores chinos preferidos, señalados más arriba, representan únicamente el 3% del total de activos de nuestra muestra, mientras que los tres sectores peores de la vieja China representan un abrumador 43%. **El camino a la nueva China parece que será verdaderamente largo.**

Todavía peor, el banco central chino se ha lanzado a una nueva carrera crediticia, empleando una **política monetaria ultra-expansiva** que ha llevado a un aumento del crédito el primer trimestre de este año similar al de 2008/2009. Son los dinosaurios los que nuevamente se están aprovechando y, en especial, el sector inmobiliario que está absorbiendo casi un tercio del total del crédito en el primer trimestre de 2009.

Parece claro que el sector inmobiliario, a pesar de su alto grado de endeudamiento y débil capacidad de pago, es suficientemente sistémico para que el gobierno chino lo siga apoyando. Por tanto, deberíamos esperar que estímulos monetarios y fiscales sigan aliviando los problemas aunque no resolviéndolos. De hecho la actual disponibilidad de crédito barato sólo está retrasando la necesaria reestructuración y, con ella, el sueño de una nueva China.