

# EL PROBLEMA de las empresas ESTATALES CHINAS

OMAR PINEDO\*

Después de la crisis financiera de 2008, China sufrió un proceso acelerado de apalancamiento corporativo, alcanzando niveles mayores al 150 por ciento del PBI. El consejo de estado chino ha reconocido que este elevado nivel de endeudamiento pone en riesgo la estabilidad financiera; por lo tanto, ha decidido desarrollar un conjunto de reformas que permita a sus empresas estatales reducir su nivel de apalancamiento y mejoren su gobierno corporativo.



\* Especialista, Departamento de Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.  
omar.pinedo@bcrp.gob.pe

**INTRODUCCIÓN**

China tiene un problema de deuda corporativa, cuyo nivel como porcentaje del PBI es demasiado elevado en comparación al de sus pares. En el centro del problema se encuentran las empresas estatales chinas (State Owned Enterprises, SOEs), que acumulan más de la mitad de la deuda corporativa y, en la mayoría de casos, tienen un pobre desempeño en comparación con sus competidores privados.

En 2008, la crisis financiera global motivó al gobierno chino a promover la inversión corporativa para expandir la capacidad instalada, los activos inmobiliarios y la infraestructura; la mayor parte fue financiada con crédito y ejecutada a través de las SOEs. Por lo anterior, el apalancamiento<sup>1</sup> creció rápidamente, la intensidad del crédito se elevó y el retorno de los activos cayó sucesivamente.

De acuerdo con Moody's, el costo de un eventual rescate de los bancos y SOEs en quiebra ocasionaría un deterioro de las finanzas públicas y añadiría alrededor del 70 por ciento del PBI a la actual deuda pública de 43 por ciento del PBI. Por su parte, el FMI estima que el impacto de esta crisis sobre el crecimiento económico sería de alrededor de 7 por ciento.

El Consejo de Estado chino reconoció la existencia del problema y se comprometió a realizar una reforma de las SOEs con el objetivo de mejorar su eficiencia económica y reducir el actual apalancamiento. Sin embargo, tanto expertos económicos como participantes del mercado

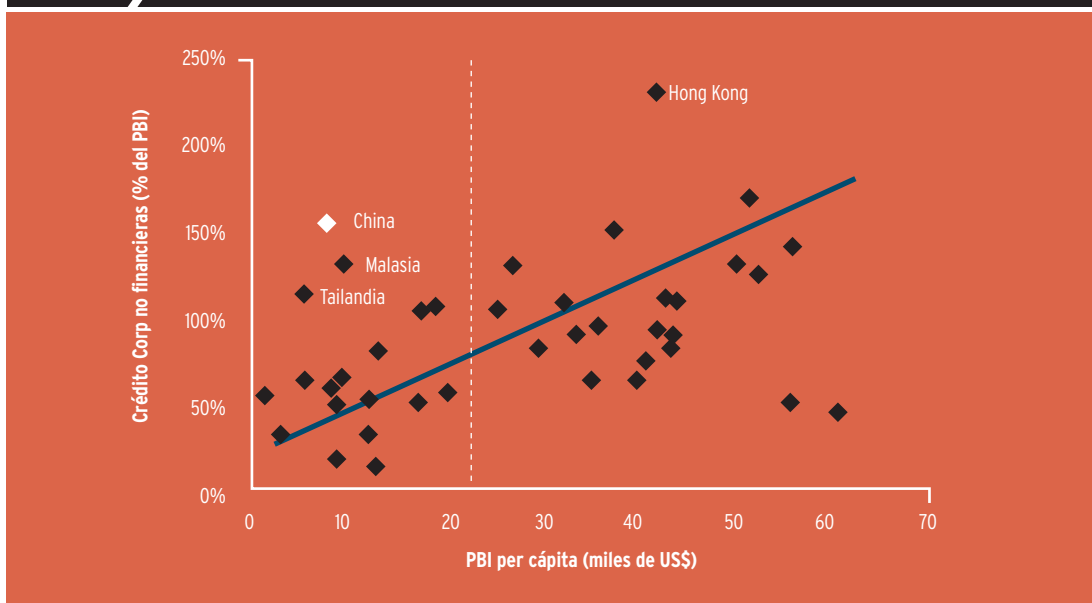
juzgan que los lineamientos de reforma propuestos por el Consejo de Estado son ambiguos y los pasos tomados a la fecha son insuficientes. Por estas razones, es urgente una reforma detallada del gobierno corporativo que aisle las operaciones diarias de las SOEs de consideraciones políticas cortoplacistas.

**TAMAÑO ECONÓMICO DE LAS SOEs**

Para comprender el rol y la relevancia de las SOEs en la economía china, es necesaria una evaluación adecuada de su tamaño. Medir su dimensión económica es complicado porque las estadísticas oficiales no son muy detalladas, salvo para el sector industrial. Por ello, tenemos que usar varias métricas para hacernos una idea de su tamaño real.

1. Las SOEs emplean al 15 por ciento de los empleados urbanos y producen el 16 por ciento del valor añadido total.
2. Las SOEs industriales representan solo el 5 por ciento del total de empresas industriales; sin embargo, estas absorben el 38 por ciento del total de activos industriales y el 42 por ciento de la deuda de empresas industriales.
3. Las SOEs cuentan con apoyo gubernamental implícito en la forma de terrenos, los créditos<sup>2</sup>, y el acceso a los recursos naturales.
4. La productividad de las SOEs es entre 60 y 70 por ciento menor a la de sus pares privadas.
5. Su apalancamiento es de 180 por ciento en promedio, con una mediana de 100 por ciento, altamente concentrado en las industrias

**GRÁFICO 1** ■ Deuda corporativa china es más alta que la de países con similar PBI per cápita

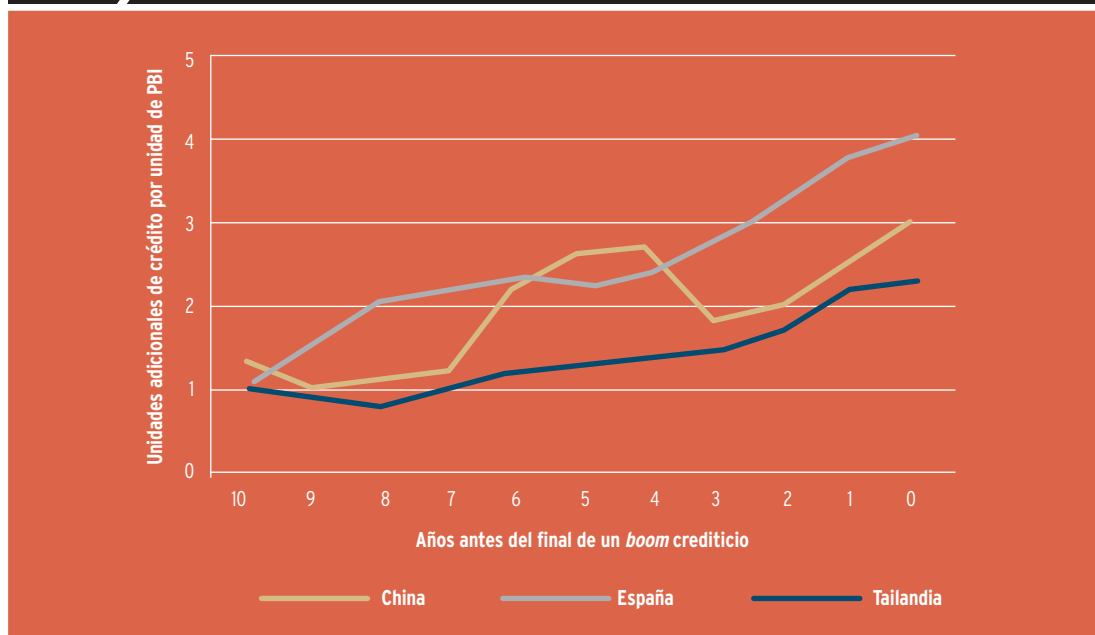


FUENTE: BIS Y BANCO MUNDIAL.

<sup>1</sup> Deuda Total/Capital Social.

<sup>2</sup> Básicamente, los bancos son propiedad del Estado, aunque la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS) no las clasifique como SOEs.

**GRÁFICO 2** | Trayectoria de la intensidad de crédito china es similar a la de países que luego sufrieron una crisis



FUENTE: BIS; BANCO MUNDIAL, Y ESTIMACIONES DEL FMI.

pesadas.

- De acuerdo con Moody's, el 55 por ciento de la deuda corporativa pertenece a las SOEs. Teniendo en cuenta que la deuda de las empresas no financieras es mayor que el 150 por ciento del PBI actual, la deuda de las SOEs representaría al menos 83 por ciento del PBI.

### SOEs: PLAN DE REFORMA E IMPLEMENTACIÓN

Siguiendo la interpretación del FMI, el plan de reforma presentado por el Consejo de Estado tiene los siguientes principios claves:

#### 1. Reposicionamiento del Estado como inversionista en vez de operador.

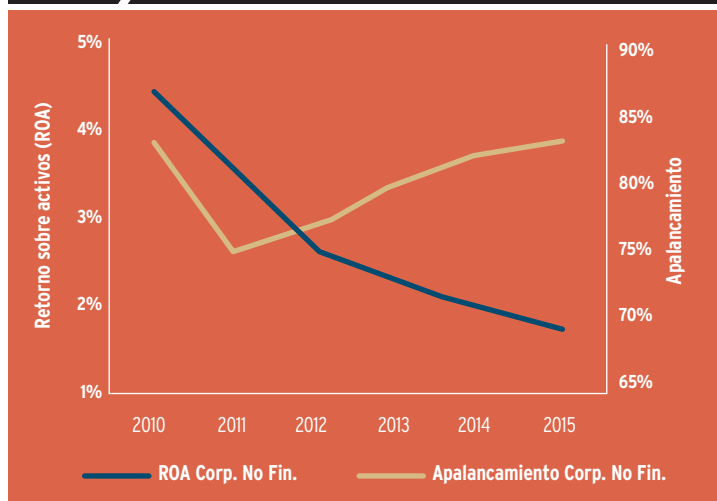
Fomentar la participación del sector privado en las SOEs, a través de esquemas de propiedad mixta. Las reformas mencionan una reestructuración del gobierno corporativo que incluye una profesionalización de la administración de las SOEs.

#### 2. Clasificación de las SOEs.

Cada empresa con estructuras de propiedad, planes de reforma y criterios distintos de evaluación:

- SOEs estratégicas (Defensa, Telecomunicaciones y Energía) tendrán mercados protegidos en China y desarrollarán la estrategia de Campeones Nacionales<sup>3</sup>.
- SOEs comerciales competirán justamente

**GRÁFICO 3** | Deterioro de la capacidad de repago



FUENTE: S&P CAPITAL IQ Y ESTIMACIONES DEL FMI.

en el mercado.

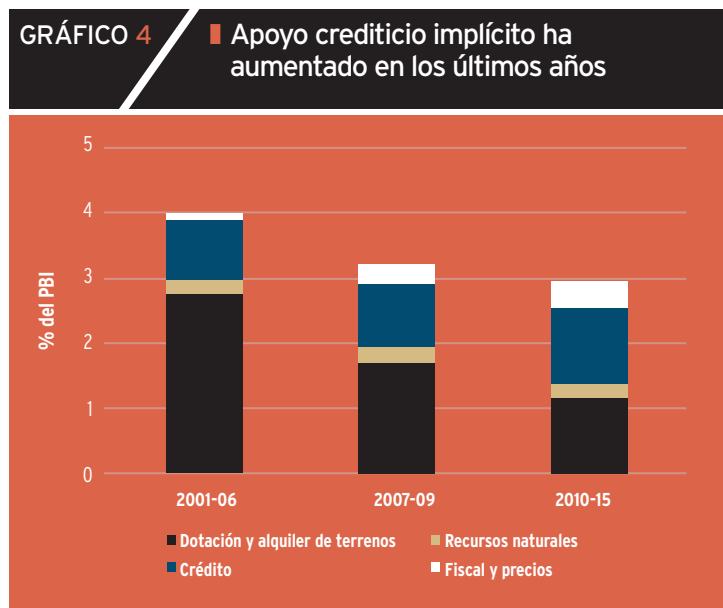
- SOEs de función social serán evaluadas por la calidad y cobertura del servicio público que provean.

#### 3. Institucionalizar el liderazgo del partido comunista.

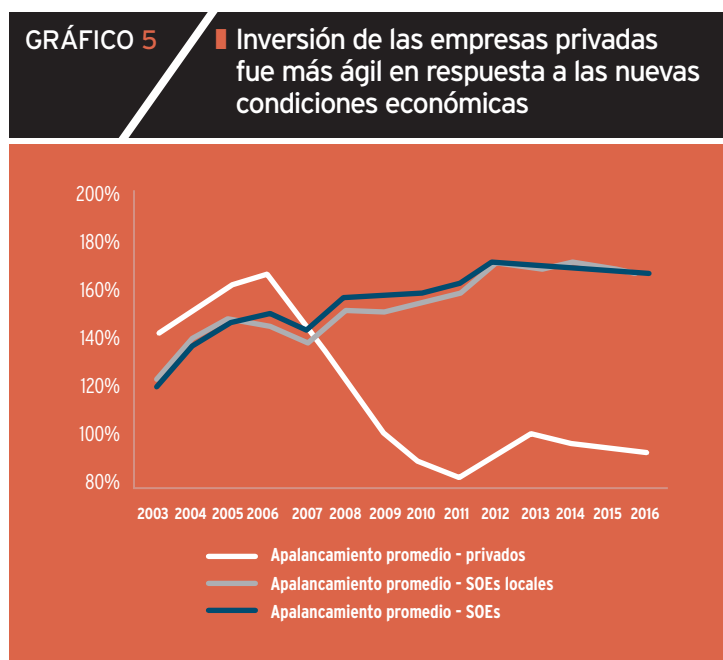
Incrementar la movilidad entre cargos partidarios y cargos corporativos. En cuanto al presidente del directorio, siempre sería un miembro del partido.

#### 4. Liquidar/Reestructurar las SOEs inviables.

<sup>3</sup> Plan de largo plazo del gobierno chino que consiste en desarrollar compañías globalmente competitivas.



FUENTE: UNIRULE INSTITUTE OF ECONOMICS, CEIC DATA, Y ESTIMACIONES DEL FMI.



FUENTE: WIND Y ESTIMACIONES DEL FMI.

Facilitar la salida de SOEs inviables – alrededor de 350 subsidiarias centrales y 4 000 locales.

Si bien algunas de las reformas propuestas son consistentes con las directrices de la OCDE para el gobierno corporativo, el FMI –y la mayoría de los participantes en el mercado –considera que todavía queda mucho espacio para interpretar, específicamente en la conciliación de una mayor disciplina de mercado con un liderazgo más fuerte del partido en las decisiones corporativas.

Hasta la fecha, la aplicación de la reforma ha sido muy difícil: mientras que las provincias costeras –y más modernas– identificaron a las

empresas con problemas a un ritmo acelerado, e incluso han liquidado/reestructurado algunas de ellas, las provincias del interior –donde las SOEs desempeñan un papel importante en la economía local– avanzaron a un ritmo mucho más lento. En parte, debido a su compleja estructura con múltiples capas de empresas subsidiarias, la reforma de las SOEs centrales ha tenido pocos avances.

El gobierno también anunció reducciones del 10 y 15 por ciento de la sobrecapacidad en las industrias del carbón y del acero durante los próximos cinco años y un fondo de 100 000 millones de RMB<sup>4</sup> para aliviar los costos de reinsertión laboral y reubicación geográfica de aproximadamente 1,8 millones de trabajadores que quedarían desempleados como resultado de esta medida. Sin embargo, este plan se limita a los sectores del carbón y del acero y no aborda la holgura presupuestaria que surge como consecuencia de las garantías implícitas. Otro punto es que la solución preferida (fusiones sin reducción de tamaño) no promueve la reestructuración de las empresas y solo oculta las ineficiencias subyacentes al promediarlas dentro de los estados financieros de una empresa más eficiente.

Según el FMI, hay algunos elementos críticos que la reforma china debería tener si espera mejorar la eficiencia de las empresas estatales:

**1. Triaje de las SOEs.**

- Identificar las SOEs que son sólidas.
- Liquidar pero no necesariamente clausurar las inviables.
- Reestructurar las **viables insolventes**.

Para lograr esto es necesario una mejora del marco legal actual referido a los casos de insolvencia, porque actualmente es imposible manejar eficientemente múltiples procesos de reestructuración.

**2. Endurecer los límites presupuestales.**

- Eliminar las garantías implícitas al permitir que algunas compañías entren en *default*.
- Eliminar el apoyo implícito en forma de crédito, dotación de tierras y recursos naturales.
- Aumentar los dividendos, pues las utilidades se reinvierten casi en su totalidad.

**3. Aumentar la competencia.**

- Reducir las barreras de entrada.
- Romper los monopolios administrativos.
- Permitir el ingreso de compañías privadas a sectores dominados por las SOEs.

**4. Proveer ayuda social.**

Esto ayudará a reducir el impacto que la reasignación de recursos tendrá en la población

<sup>4</sup> El nombre oficial de la divisa china es Renminbi, el Yuan es su unidad de cuenta.

---

---

“ Los problemas de las empresas gubernamentales chinas son estructurales y, en última instancia, relacionados con prácticas inadecuadas de gobierno corporativo. ”

---

---

y a evitar cualquier brote de inestabilidad social. El fondo de 100 mil millones de RMB para las industrias del acero y carbón es un primer paso.

### GOBIERNO CORPORATIVO

Hay varios problemas en las actuales prácticas de gobierno corporativo de las SOEs que el FMI ha sido reticente en mencionar detalladamente en sus informes. Sin embargo, Leutert (2016) aborda directamente estos temas:

- 1. Fusiones sin reducciones generan una serie de problemas organizacionales:**
  - a) Operaciones ineficientes.
  - b) Brechas de comunicación.
  - c) Débil supervisión.
  - d) Personal y departamentos redundantes.
  - e) Equipos ejecutivos en constante conflicto.
  - f) Estructuras monopolísticas – poco incentivo a mejorar la calidad o la eficiencia operativa.
- 2. Incentivos gerenciales no alineados.**
  - a) Ausencia de perspectivas de promoción – Durante la era de Hu Jintao, la mayoría de los jefes de las empresas estatales centrales eran veteranos de las corporaciones y se retiraron inmediatamente después.
  - b) Débiles controles internos – escasos directores independientes y los CEOs conservan rango y autoridad con importancia por alguna posición anterior.
- 3. Poca distinción entre cargos gerenciales y políticos.**

Cargos conjuntos, es decir, la misma persona ocupa dos o incluso tres de las siguientes posiciones:

- a) Secretario local del partido.
- b) Presidente del directorio.
- c) Gerente general.

En mi opinión, este es el problema de gobierno corporativo más grave de las SOEs. El nombramiento conjunto no pone solamente excesivo poder en manos de un único individuo cuyos incentivos son muy diferentes a la maximización de los beneficios que la empresa busca, sino que también hace inviable cualquier intento razonable de atraer capital privado para la reforma de propiedad mixta de las empresas estatales.

### CONCLUSIÓN

Los problemas de las empresas gubernamentales chinas son estructurales y relacionados con prácticas inadecuadas de gobierno corporativo. La mala asignación del crédito es el resultado del poder excesivo que los nombramientos conjuntos le otorgan al gerente: hace *lobby* a las sucursales locales de los bancos de propiedad estatal para obtener acceso a más crédito con tasas debajo del mercado. El exceso de capacidad es el resultado de ver la lógica corporativa superada por urgencias del gobierno, siendo incapaz de rechazar consideraciones políticas tales como inversiones contracíclicas y fusiones sin despidos.

China está teniendo dificultades en encontrar la manera de fortalecer tanto el liderazgo del partido como la disciplina de mercado en sus SOEs, dos objetivos que el mercado entiende como opuestos. Considero que es posible hacer ambas cosas al eliminar los cargos conjuntos y nombrar a una persona diferente para cada posición. La elección de un presidente con fuertes lazos con el poder central ayudaría a aislar a la SOE del poder local, lo cual mejoraría la capacidad del partido para implementar políticas a nivel nacional. Cada puesto gerencial debe ser reservado para gerentes profesionales sin vínculos con el partido y evaluado en un marco de desempeño claro de su trabajo. Con estos puntos en la agenda de reformas, el gobierno fortalecería su liderazgo y la disciplina de mercado en las empresas gubernamentales y se reposicionaría como inversionista en vez de operador.

---

### BIBLIOGRAFÍA

- Kang, J. S., Lam, R., Schipke, A., Zhang, L., Wingender, P., Caparuso, J., Harjes, T., and Gottlieb, G. (2016). The people's republic of china - country report. Reporte técnico, Fondo Monetario Internacional.
- Leutert, W. (2016). Challenges ahead in china's reform of stateowned enterprises. Asia Policy, (21):83-99.
- Lu, D., Zhu, N., Fanous, T., and Rubinoff, D. (2016). Regional and local governments - china, 2017 outlook. Reporte técnico, Moody's Investor Service.
- Shen, J. (2016a). Debt restructuring of loss-making soes: A case study. Reporte técnico, Mizuho Securities Asia.
- Shen, J. (2016b). Shanghai-style soe reform. Reporte técnico, Mizuho Securities Asia.
- Shen, J. and Luk, M. (2016). New signals from china's soe reform. Reporte técnico, Mizuho Securities Asia.