

Artículos

1 Los riesgos financieros del sector empresarial de China: el mercado inmobiliario y otros determinantes

Apostolos Apostolou, Alexander Al-Haschimi y Martino Ricci

Introducción

Las tensiones observadas recientemente en el mercado inmobiliario de China han puesto de relieve los riesgos inherentes al fuerte apalancamiento del sector empresarial de este país. Estos riesgos han ido aumentando desde hace algún tiempo debido a la coincidencia de unas tasas de inversión elevadas y una importante acumulación de deuda. Además, el sector bancario tradicional ha perdido peso como fuente de financiación de la deuda en favor de las entidades financieras no bancarias, que proporcionan financiación menos estable y más sensible a cambios bruscos en la confianza de los inversores. Asimismo, las tensiones de los grandes sectores empresariales podrían transmitirse al resto de la economía por diversos canales, entre los que se encuentran los hogares, ya de por sí cada vez más apalancados y cuya riqueza está muy expuesta al mercado inmobiliario. A su vez, una desaceleración más generalizada del crecimiento en China podría tener repercusiones globales, habida cuenta del tamaño de la economía china, de la importancia de sus vínculos comerciales a escala mundial y del papel fundamental de este país en los mercados internacionales de materias primas. Con este trasfondo, en este artículo se analizará el incremento de los riesgos financieros de la economía china derivado del creciente apalancamiento del sector privado, de la interconexión entre los sectores financiero y financiero no bancario, y del aumento de las exposiciones de deuda de los hogares.

Conclusiones

La deuda corporativa de China se mantiene en niveles altos en comparación con otras economías y representa un riesgo para el crecimiento. El fuerte apalancamiento del sector empresarial ha sustentado unas tasas elevadas de inversión y de crecimiento económico. Sin embargo, como la deuda de las empresas chinas se ha incrementado hasta alcanzar cotas muy superiores a las observadas en economías avanzadas como Estados Unidos y la zona del euro, los riesgos financieros han continuado aumentando. Las turbulencias actuales del sector inmobiliario ilustran el impacto de la materialización de estos riesgos sobre la economía. Los impagos por parte de los principales promotores inmobiliarios han elevado los costes de financiación de las empresas y ralentizado la actividad inmobiliaria, lo que, a su vez, está lastrando el crecimiento del PIB.

Sigue siendo prioritario desapalancar el sector empresarial y estabilizar el aumento de la deuda de los hogares, pero probablemente se generarían efectos adversos para la actividad económica. La reducción de los riesgos financieros en China pasaría por una menor concesión de crédito al sector de sociedades no financieras. La desaceleración de la acumulación de deuda de los hogares, y el seguimiento y el análisis de los riesgos asociados a dicha deuda podrían ayudar a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera y favorecer un crecimiento sostenible. Alcanzar un equilibrio entre reducir los riesgos presentes en la economía y mantener un crecimiento estable será todo un reto. La adopción de medidas macro- y microprudenciales focalizadas contribuirá a la consecución de ese doble objetivo.

Al mismo tiempo, las fuentes de financiación inestables procedentes del sector bancario en la sombra siguen expuestas a cambios bruscos en la confianza de los inversores. Además del elevado apalancamiento empresarial, el sector bancario en la sombra también genera riesgos. Aunque los activos con origen en el sector financiero no bancario han dejado de crecer, el volumen de activos sujetos a necesidades de financiación a corto plazo se mantiene en niveles altos en términos históricos. Dado que estos activos siguen siendo vulnerables a cambios repentinos en la confianza de los inversores, representan un riesgo para el sistema financiero. Asimismo, la falta de transparencia con respecto a las exposiciones entre los sectores financiero y no financiero está generando una incertidumbre que podría agravar las tensiones sistémicas cuando los riesgos financieros se materialicen. En general, los riesgos financieros de la economía china siguen siendo significativos, y es fundamental continuar con las iniciativas regulatorias en curso para reducir los riesgos presentes en la economía con el fin de garantizar un crecimiento estable a medio plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 Análisis de las vulnerabilidades de las empresas de la zona del euro

Giulio Nicoletti, Ralph Setzer, Mika Tujula y Peter Welz

Introducción

La crisis del coronavirus (COVID-19) supuso una grave perturbación para el sector de sociedades no financieras. La pandemia y las medidas de contención asociadas provocaron una caída acusada de las ventas de las empresas. La velocidad a la que descendieron los ingresos, unida a la dificultad de ajustar costes con la suficiente rapidez, se tradujeron en un incremento brusco de las necesidades de liquidez. Si estas necesidades no se hubieran abordado, se podrían haber transformado fácilmente en problemas de solvencia más generalizados, lo que habría derivado en un fuerte aumento de los impagos y las quiebras empresariales.

La pandemia de COVID-19 afectó con especial intensidad al sector servicios y a las pequeñas empresas. Existe una elevada concentración de pequeñas empresas en el sector de los servicios que requieren interacción social. Esto genera dificultades adicionales al analizar la vulnerabilidad de la economía de la zona del euro, dado que la información exhaustiva sobre la solidez de los balances de las pequeñas empresas solo está disponible con un desfase considerable. La información de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) fue particularmente útil para subsanar, al menos de forma parcial, las lagunas de datos existentes¹.

La respuesta oportuna y contundente de las autoridades a escala nacional y de la UE mitigó el impacto a corto plazo de la pandemia. Las medidas fiscales, monetarias y supervisoras han apoyado de forma sustancial a las empresas evitando cuantiosas pérdidas empresariales y el aumento de los préstamos dudosos de las entidades de crédito. El respaldo público a las empresas ayudó a reducir sus costes (a través de programas de mantenimiento del empleo, por ejemplo) y proporcionó liquidez, mientras que la política monetaria contribuyó a proporcionar unas condiciones de financiación favorables y las políticas de supervisión liberaron capital que los bancos pudieron destinar a la concesión de crédito. El impacto de estas medidas también se refleja en unas cifras excepcionalmente reducidas de insolvencias empresariales en los dos últimos años.

Transcurridos dos años desde el inicio de la pandemia, las vulnerabilidades a corto plazo del sector empresarial parecen haber disminuido en cierta medida en el contexto de la recuperación en curso, pero persisten los riesgos, sobre todo para las pequeñas empresas y los sectores más afectados por la crisis

¹ Esta encuesta se realiza dos veces al año: una vez la lleva a cabo el BCE en solitario (incluye a los países de la zona del euro) y otra en colaboración con la Comisión Europea (incluye a todos los Estados miembros de la UE y algunos países vecinos). Para consultar la última encuesta, véase [Survey on the access to finance of enterprises](#).

pandémica. Los ingresos de las empresas se recuperaron tras la relajación de algunas de las medidas de contención más estrictas, mejorando así también la capacidad para atender el pago de la deuda. Al mismo tiempo, la mayor debilidad de los balances empresariales y la disparidad del nivel de deuda entre empresas plantean riesgos para la recuperación. El crecimiento de la deuda bruta de las empresas, en particular en el caso de las que también afrontan un incremento de la deuda neta, puede mermar su capacidad para respaldar la recuperación a través de un aumento del gasto de capital, especialmente cuando se hayan retirado las medidas de apoyo público. Las ratios de deuda más elevadas hacen que las empresas sean vulnerables a posibles cambios en la percepción de los riesgos, a la subida de los tipos de interés reales o a una caída de los beneficios. Asimismo, la mayor debilidad de los balances de las empresas representa un riesgo para las entidades de crédito, ya que podría generar espirales adversas e inquietud en relación con la estabilidad financiera al aumentar los préstamos dudosos y las quiebras de empresas.

Más allá de la pandemia de COVID-19, el sector empresarial afronta retos estructurales más amplios. La pandemia ha acelerado diversas transformaciones de carácter estructural que ya estaban en marcha en la economía de la zona del euro. La lista de retos estructurales incluye, entre otros, nuevas formas de trabajo (como el teletrabajo), el uso de tecnologías digitales y de comercio electrónico, la reconfiguración de las cadenas globales de valor y la transición a una economía neutra en carbono. Estos cambios requieren una modernización integral del *stock* de capital de las empresas, que puede ser más difícil de acometer para las pequeñas y medianas empresas (pymes), debido, en parte, a las debilidades de las que ya adolecían en comparación con empresas más grandes.

Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se repasa la evolución reciente, poniendo el foco en las vulnerabilidades originadas por el endeudamiento de las empresas. En la sección 3 se presenta un análisis de las implicaciones para las insolvencias empresariales, complementado por el recuadro 1, en el que se aborda esta cuestión desde la perspectiva de la calidad de los activos bancarios. En la sección 4 se estudian las posibles repercusiones para la inversión derivadas de los mayores niveles de deuda empresarial. En el recuadro 2 se analizan algunos rasgos estructurales de las pymes de la zona del euro en el contexto de la pandemia de COVID-19. Por último, la sección 5 contiene las conclusiones.

Conclusiones

El endeudamiento de las empresas creció durante la pandemia. En términos agregados, el crecimiento de la deuda empresarial se ha visto contrarrestado, en parte, por un aumento de las tenencias de efectivo, sobre todo en el caso de las empresas más grandes. Los préstamos bancarios y el apoyo público han ayudado a cubrir las necesidades de liquidez del sector empresarial y a mitigar el riesgo de insolvencias inmediatas al desplomarse los flujos de efectivo. Como consecuencia, el número de quiebras de empresas de la zona del euro ha registrado un descenso sustancial desde el inicio de la pandemia, acentuado por la suspensión de la

aplicación del procedimiento de insolvencia forzosa en algunos países. Es probable que las tasas de insolvencias empresariales se eleven, pero en menor medida de lo que cabría prever atendiendo a episodios históricos.

El impacto desigual de la pandemia en los balances de las empresas y las transformaciones estructurales en curso influirán en las perspectivas del sector empresarial. El elevado apalancamiento de las empresas podría desincentivar la inversión durante la recuperación. Aunque las empresas grandes tienen más capacidad de resistencia frente a futuras perturbaciones gracias a sus importantes tenencias de efectivo, si el alto apalancamiento de las pymes no se aborda —sobre todo en los sectores que se han visto muy afectados por la pandemia—, el número de empresas no viables también podría aumentar, lo que podría excluir del acceso al crédito disponible a las que sí son viables. Esto afectaría negativamente a la capacidad del sector empresarial para obtener la inversión necesaria con la que respaldar las transiciones ecológica y digital.

Ampliar las fuentes de financiación de las empresas más allá de la financiación mediante deuda podría propiciar un crecimiento sostenible de la inversión. Se han propuesto varias medidas dirigidas a reforzar los incentivos para que los inversores privados proporcionen capital a empresas viables en dificultades o apoyen la reestructuración de los balances². Estas medidas incluyen, entre otras, reducir el sesgo impositivo contrario a la financiación mediante acciones frente a la deuda y garantizar que los inversores en renta variable puedan acceder a información oportuna y fiable. La modificación de las normas contables también podría mejorar el acceso al capital proporcionado por los inversores privados, lo que reportaría ventajas considerables a las pymes.

La aplicación de políticas estructurales sólidas podría potenciar en mayor medida la capacidad del sector empresarial para respaldar la recuperación. Acortar la duración de los procedimientos de insolvencia podría facilitar una reasignación más fluida de recursos desde compañías menos productivas a empresas con una mayor probabilidad de prosperar en la economía pospandemia. La reducción de las barreras a la entrada y a la inversión de nuevos competidores con un enfoque innovador podría reforzar aún más el sector empresarial, sobre todo a través de un mayor uso de la digitalización y de tecnologías de bajas emisiones. Los avances en la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales, y el despliegue del programa *Next Generation EU* podrían contribuir de manera importante a aumentar la capacidad de resistencia de las empresas y a fortalecer la recuperación³.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

² Véase, por ejemplo, «[Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions](#)», Working Group on Corporate Sector Revitalization, Group of Thirty, 2020.

³ Véanse L. Guindos, «[Banking Union and Capital Markets Union after COVID-19](#)», discurso pronunciado en la conferencia anual de 2020 del CIRSF (Centro de Investigação em Regulação e Supervisão do Sector Financeiro, Portugal) —celebrada en formato virtual— sobre las grandes tendencias de la regulación financiera, 12 de noviembre de 2020, y el artículo titulado «[Next Generation EU: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.