

## Quo vadis, deute de la Xina?

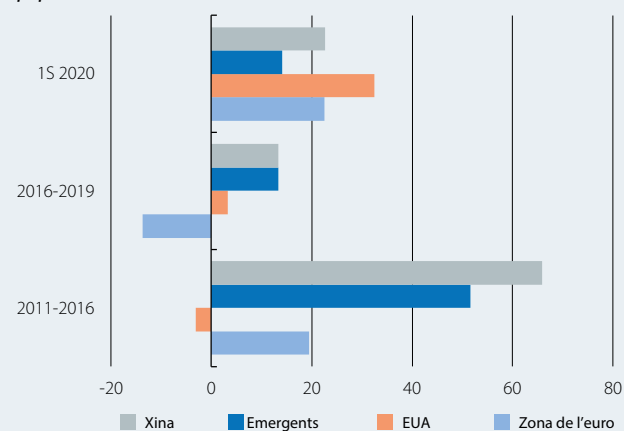
El mercat de deute xinès va acabar l'any 2020 com el va començar. Al gener de l'any passat, les autoritats monetàries xineses van iniciar una «operació neteja» amb la finalitat d'afegir rigor a les qualificacions creditícies i de reduir la dependència dels ajuts del banc central de la Xina (PBoC, per les sigles en anglès), amb el consegüent augment dels impagaments (53.000 milions de iuans al gener del 2020). La irrupció de la pandèmia va imposar una pausa. La consolidació de la recuperació (la Xina és l'única gran economia que va créixer el 2020) i unes condicions financeres favorables van permetre reprendre l'«operació neteja» a l'octubre. De nou, la conseqüència immediata va ser l'augment dels impagaments. Mentre que, entre el febrer i el setembre del 2020, només va haver-hi 15 impagaments en bons, amb un saldo viu de 80.000 milions de iuans, el combinat de novembre i desembre va situar el total del 2020 en 200.000 milions de iuans (o 31.000 milions de dòlars) en un mercat de 8 bilions de dòlars (bons del Govern i de les corporacions no financeres). El tret de sortida es va donar el 10 de novembre amb l'impagament d'un bo per part de Yongcheng Coal & Electricity, una extractora de carbó que, suposadament, era la més rendible de la Xina. La setmana següent, la rendibilitat del mercat de bons de qualitat AAA va passar del 3,2% al 3,6%. Un altre nom cèlebre en la llista de baixes va ser Shandong Ruyi Technology Group, propietari de Lycra i de Gieves & Hawkes, anomenat l'LVMH de la Xina. A més a més, les autoritats van anunciar una política de tolerància zero amb les males conductes, que va comportar la retirada de la llicència a l'agència Golden Credit Rating, la més gran de la Xina, que havia classificat com a segur el deute de Yongcheng.

### Per què és necessari fer neteja?

La Xina aspira a ser un jugador de primer ordre als mercats financers globals, però els estàndards de supervisió del sector financer xinès continuen per sota dels de les economies avançades. El deute xinès (empreses no financeres, llars i Govern) va assolir el 280% del PIB al juny del 2020 i s'assembla més al 301% de les economies avançades (els EUA, el 286%, i la zona de l'euro, el 283%) que al 210% de les economies emergents (l'Índia, l'altre gran emergent, el 140%).

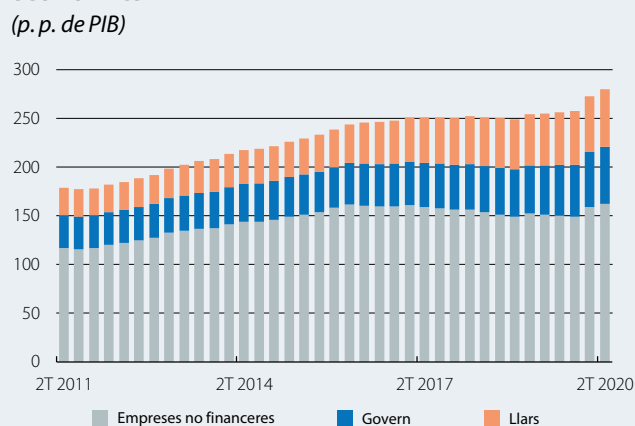
Cal dir, però, que la Xina ha fet progressos en la contenció del deute. Tot i que, en els anys posteriors a la Gran Recessió, del final del 2011 al març del 2016, l'endeutament va pujar 65,9 p. p. de PIB (del 178,4% al 244,3% del PIB), de llavors ençà i fins al final del 2019, l'endeutament va pujar uns més modestos 13,3 p. p. (fins al 257,6%). Aquest increment va ser similar al del conjunt dels emergents i superior al de les economies avançades (els EUA, 3 p. p., i la zona de l'euro, -27 p. p.), però

### Xina: augment del deute comparat (p. p. de PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals.

### Xina: evolució del deute per sectors econòmics (p. p. de PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals.

amb un major creixement econòmic (el PIB de la Xina va créixer el 21,1% en el trienni 2017-2019, per damunt del 7,7% dels EUA i del 5,8% de la zona de l'euro). Així mateix, durant l'emergència de la pandèmia, el repunt del deute a la Xina va ser de poc més de 20 p. p., una xifra similar a la de la zona de l'euro i per sota dels més de 30 p. p. dels EUA i dels 28 p. p. del conjunt de les economies emergents.

Però, més enllà de la suma total del deute xinès, preocupa la seva composició. Dels 280 p. p. de PIB, 162 són deute de les companyies no financeres, de les quals més de la meitat són conglomerats estatals. En aquest sentit, preocupa que s'hagin generat borses de finançament irregular. A més a més, una gran part de l'estalvi de l'economia es canalitza en inversions de les esmentades SOE (*state-owned enterprises*), que acostumen a tenir una baixa rendibilitat del capital i que, eventualment, podrien limitar la capacitat de fer front

al servei dels seus deutes, com ho demostra el cas de la carbonera Yongcheng. El problema creix per la falta d'una supervisió independent i pel *shadow banking*, on els governs locals generen un augment important de deutes de baixa qualitat.

### La Xina reprèn la neteja

La necessitat de fer neteja era obligada, i, al final del 2020, l'entorn va començar a ser favorable per reprendre el procés. La Xina havia recuperat els nivells de PIB pre-pandèmia ja en el 2T 2020 i va continuar creixent en el 3T i en el 4T. I la guerra comercial amb els EUA va fer que moltes de les empreses xineses a les quals s'havia negat la cotització a la borsa nord-americana tornessin a la borsa de Hong Kong, la qual cosa va realçar la liquiditat i la importància d'aquest mercat de valors, amb el subsegüent flux de capitals. Així mateix, al final de setembre, es va decidir que els bons xinesos fossin admesos a l'influent índex FTSE Russell (malgrat que la seva inclusió *de facto* no està prevista fins a la tardor del 2021) i que fossin considerats una inversió solvent. En aquest context, la voluntat de les autoritats xineses de netejar i de vetllar per una major solidesa financera, ja sense la por a una recessió per la pandèmia, no fa més que respondre a la cauta confiança que els mercats internacionals i els agents que els regulen han dipositat en els actius financers xinesos.

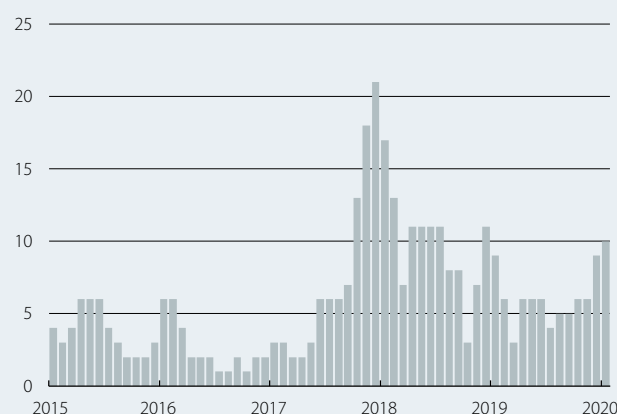
Així i tot, el retorn al procés de sanejament financer va anar precedit per una batalla política. Les tensions comercials i el *decoupling* amb els EUA dificulten que la Xina es pugui proveir d'inputs nord-americans amb contingut tecnològic, la qual cosa pot comprometre l'avanç tecnològic de la Xina en la manufactura de xips per als seus gegants tecnològics (com Huawei) i rememora els records amargs del segle XIX, quan la Xina es va veure superada per la tecnologia de les potències colonials. Això explica que hi hagi una facció política procreixement, encapçalada per Jack Ma (el fundador d'Alibaba, l'Amazon xinès), que vol prioritzar el creixement econòmic per damunt de l'estabilitat financera. Volen anar més de pressa i critiquen la pesadesa de les SOE i el ronsejaire sistema bancari. A l'altre racó del ring, hi ha el PBoC, més partidari de neutralitzar els riscos d'estabilitat financera. A l'inici del mes de novembre de l'any passat, aquest conflicte es va començar a resoldre: es va donar oficialment prioritat a reprendre el sanejament financer, es va promulgar una llei anti-monopoli i es va aturar l'ampliació de capital d'Ant (el braç financer d'Alibaba).

### Què passarà d'ara endavant?

El sanejament financer de la Xina implica millorar la qualitat del deute i del sistema financer i assolir un creixement més equilibrat, amb més èmfasi en el consum privat i en les exportacions d'alt valor afegit, tal com es va estipular a l'octubre en el XIX Congrés del Partit Comunista Xinès. La decisió de les autoritats xineses ha estat ben rebuda pels

### Xina: nombre de suspensions de pagaments

Suma mòbil de 3 mesos d'emissors de deute que impaguen



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Goldman Sachs.

mercats (inicialment, els impagaments van generar algunes turbulències i van contagiar altres cotitzacions, però el moviment no va tenir continuïtat), i la millora incipient de la qualitat del deute al gener del 2021 així ho testifica. En concret, en els primers compassos d'enguany, s'ha observat un relaxament en les primes de risc sobre els bons corporatius i un augment de les emissions, tot i que, amb el Nou Any Lunar al febrer, cal interpretar les últimes dades amb cautela.

El procés de sanejament busca atenuar els riscos d'instabilitat financera, però pot generar turbulències financeres al llarg del camí. En primer lloc, la neteja no ha acabat, i cal esperar que hi hagi més impagaments el 2021. De fet, amb la recuperació econòmica ben consolidada, cal esperar un enduriment gradual dels tipus d'interès de referència i del conjunt de les condicions financeres per part de les autoritats. Així mateix, la crítica de la facció procreixement té la seva raó de ser, perquè la principal font dels deutes de mala qualitat és, precisament, aquest sector de l'Estat que vol fer neteja, ja sigui per les SOE, pel *shadow banking* estimulat pels governs locals o per la seva opacitat davant la supervisió independent. I és que hi ha el risc que l'operació neteja derivi en un major control estatal d'empreses com Alibaba, JD.com o Huawei, que podria comportar rendiments del capital més baixos, menys supervisió independent i més problemes de deute. En tercer lloc, la lògica de les autoritats xineses no és la de les autoritats monetàries de les economies avançades, com la Fed o el BCE, que, sense que estigui escrit, asseguren el bon funcionament dels mercats financers. El PBoC també buscarà l'estabilitat de l'economia i dels mercats, però la seva experiència i les seves prioritats no són les mateixes que les de la Fed, i pot haver-hi una certa discrecionalitat i menys previsibletat en les seves decisions. Finalment, si el repunt recent de la rendibilitat del *treasury* nord-americà va a més, l'atractiu relatiu dels actius xinesos pot disminuir i pot endurir més del desitjat les condicions financeres.

Jordi Singla