

El sector inmobiliario chino (parte II): ¿aterrizaje de emergencia o vuelo a baja altitud?

La deuda total de la economía china ascendía al 274% del PIB a finales de 2021.¹ Conscientes de los riesgos de una acumulación excesiva de deuda y de la necesidad de reequilibrar su modelo de crecimiento económico, en los últimos años las autoridades chinas se han esforzado en contener el endeudamiento corporativo (que tocó techo en 2016, en el 123% del PIB, véase el primer gráfico). En este sentido, a mediados de 2020, el Ejecutivo anunció una serie de estrictas reglas al acceso a crédito en el sector inmobiliario, un sector cuyo modelo de crecimiento se había basado históricamente en un fuerte grado de apalancamiento.

En concreto, para tener acceso a crédito bancario, los promotores inmobiliarios han de cumplir con las denominadas «tres líneas rojas».² Sin embargo, estas medidas no solo lograron limitar el endeudamiento en el sector, sino que también expusieron sus vulnerabilidades. En este contexto, algunos de los mayores promotores se están enfrentando a severos problemas de liquidez. El mayor riesgo de esta estrategia de desapalancamiento del sector inmobiliario es el contagio entre promotores y el contagio a los sectores más expuestos al inmobiliario.

Riesgo de contagio en el sector inmobiliario

Una serie de «implosiones controladas» de algunos de los promotores en situación financiera más débil podría llevar a un contagio entre promotores solventes e insolventes. Es decir, existe el riesgo de que las condiciones de oferta de crédito y de demanda en el mercado inmobiliario se deterioren de tal manera –por la pérdida de confianza de consumidores y acreedores–, que incluso promotores más solventes (por ejemplo, los que cumplirían en condiciones normales con las líneas rojas) pierdan acceso al mercado de crédito mientras se enfrentan a una fuerte caída de la demanda de viviendas.

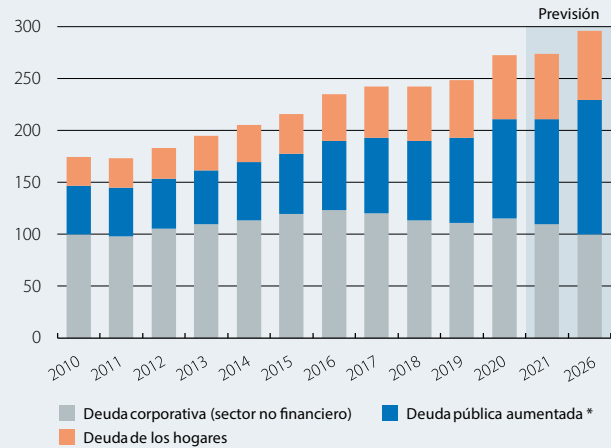
En este sentido, hay alguna evidencia de que algunos promotores con mejores ratios de deuda y de liquidez, que hasta hace unos meses tenían *ratings* de crédito más elevados, se están enfrentando a problemas de liquidez, reforzados por la caída en las ventas de viviendas.

Analizando la situación financiera de algunas de las mayores empresas del sector (véase la tabla), con pasivos totales de unos 2 billones de dólares, vemos que la gran mayoría exhiben una ratio de apalancamiento sustancialmente superior al promedio del sector, llegando incluso a registrar en algún caso valores casi cinco veces superiores a la media. Además, entre los cinco mayores promotores (cu-

1. Según estimaciones del FMI.

2. La primera línea roja incluye un límite del 70% en la ratio de pasivos con respecto a activos, sin los ingresos por cobros anticipados de ventas de vivienda. La segunda y tercera líneas rojas corresponden a un límite del 100% en la ratio de apalancamiento neto y un coeficiente mínimo de 1 en la ratio de liquidez (con respecto a deuda de corto plazo).

China: deuda total por sectores (% del PIB)



Notas: * El saldo o deuda pública aumentada amplía el perímetro de la medida tradicional de saldo o deuda pública para incluir fondos administrados por el Gobierno y la actividad de vehículos de financiación de gobiernos locales (LGFV, por sus siglas en inglés).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

los pasivos ascienden a 1 billón de dólares), hay tres que no cumplirían con la primera línea roja en los próximos dos años, y los cinco presentan por lo menos dos ratios (de apalancamiento, liquidez o rentabilidad) que se encuentran entre las peores del sector. Si añadiéramos a estas las empresas cuyo *rating* de crédito se sitúa ya por debajo del BB+ (el límite para considerar una empresa como de grado de inversión), llegaríamos a un total de empresas con pasivos superiores a 1,5 billones de dólares en riesgo de sufrir problemas de liquidez a corto plazo o incluso en situación de *default* inminente (el caso de Evergrande). Esto correspondería a un 80% del mercado por total de activos que podría enfrentarse a problemas de liquidez a corto plazo.³ Por otro lado, se estima que los mayores promotores necesitarán unos 200.000 millones de dólares adicionales de liquidez para cumplir con las tres líneas rojas marcadas por el Ejecutivo. Centrándonos en los cinco mayores promotores, estas necesidades de financiación adicionales representarían un 20% de sus activos.⁴

Riesgo de contagio a otros sectores

Por otro lado, una secuencia de *defaults* descontrolados en el sector podría llevar a una larga cantidad de viviendas

3. Estos números se refieren a activos y pasivos registrados en el balance de los promotores. Sin embargo, desde que las autoridades chinas comenzaron a tomar medidas para reducir la deuda corporativa, muchos promotores se han vuelto más dependientes de ingresos por cobros anticipados de ventas de viviendas no terminadas y han recurrido a vehículos fuera de balance para obtener liquidez, evitando el escrutinio regulatorio.

4. Estimación de Goldman Sachs, asumiendo que, aunque perderán acceso al mercado de emisión de deuda *offshore*, los promotores podrán refinanciar los préstamos bancarios y se mantendrán las restricciones sobre la utilización de ingresos con las ventas por adelantado (aproximadamente un 20% no disponible para cubrir deuda). Esta estimación no incluye deuda o actividades de financiación fuera de balance.

Sector inmobiliario chino: situación financiera, calificación crediticia y estructura de la deuda de las mayores promotoras

Promotoras	Ratio de apalancamiento	Ratio de liquidez	Ratio de rentabilidad	Pasivos totales (1S 2023 [e])	Activos totales (1S 2023 [e])	Primera línea roja (1S 2023 [e])	Rating crediticio **	Deuda pendiente en bonos (% offshore)
Country Garden Holdings Co	2,27	0,55	0,18	255	312	75,5%	BBB-	17,9 (90%)
China Evergrande Group	5,05	0,45	0,23	248	313	78,4%	CC	32 (69%)
China Vanke Co *	1,42	0,45	0,20	223	300	66,0%	BBB+	10,5 (82%)
Poly Developments and Holdings Group *	2,28	0,58	0,19	164	226	58,1%	BBB	9,3 (17%)
Sunac China Holdings	3,56	0,49	0,23	140	180	71,6%	BB	13,5 (67%)
China Resources CR Land *	0,81	0,45	0,38	110	158	58,9%	BBB+	8,3 (53%)
Longfor Group Holdings	1,37	0,46	0,29	94	134	64,3%	BBB	10,8 (31%)
China Overseas Land and Investment COLI *	0,73	0,69	0,38	76	139	50,3%	BBB+	14,4 (63%)
Seazen Group	3,51	0,48	0,23	70	90	70,9%	BB+	6,6 (61%)
Shimao Group Holdings	1,53	0,53	0,25	68	99	63,3%	BB-	11,8 (62%)
Greentown China holdings *	1,87	0,61	0,17	60	74	68,6%	BB-	7,7 (18%)
Gemdale Corp *	1,99	0,74	0,27	56	77	67,6%	BB	9,1 (11%)
China Jinmao Holdings Group *	2,12	0,68	0,31	52	71	66,7%	BBB-	7,4 (65%)
Guangzhou R&F Properties Co	2,41	0,55	0,30	52	69	74,9%	CC	9,4 (62%)
CIFI Holdings Group Co	2,44	0,93	0,22	52	70	67,3%	BB	8,4 (71%)
Agile Group Holdings	1,51	0,71	0,29	35	52	67,3%	BB-	6,9 (88%)
Logan Group Co	1,88	0,71	0,36	33	48	66,3%	BB	7,9 (54%)
KWG Ground Holdings	2,19	0,66	0,41	28	39	67,6%	B+	8,6 (76%)
Powerlong Real Estate Holdings	1,56	0,65	0,38	25	36	65,4%	BB-	5,2 (65%)
China Overseas Grand Oceans COGO Group *	2,07	0,56	0,21	23	30	65,8%	BBB	0,6 (100%)
Yuzhou Group Holdings	2,27	0,76	0,24	20	27	71,5%	B	8,3 (84%)
Promedio del sector inmobiliario ***	1,15	0,55	0,20					

Notas: * Empresa de propiedad estatal. ** Rating promedio S&P/Moody's/Fitch a finales de 2021. *** Promedio de la muestra de empresas del sector inmobiliario disponible en Refinitiv. [e] estimación de Goldman Sachs. Ratio de apalancamiento: deuda/capital, ratio de liquidez: activos líquidos/deuda, ratio de rentabilidad: margen operativo. Pasivos totales, activos totales y deuda pendiente en bonos en miles de millones de USD.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, Goldman Sachs y Financial Times.

(generalmente con un elevado porcentaje pagado por adelantado) no terminadas, a una cascada de impagos en sectores estrechamente vinculados al inmobiliario (sectores más expuestos) y a caídas abruptas de precios de la vivienda. Este escenario podría generar tremores en los sectores más expuestos «aguas arriba», tanto en el sector manufacturero, entre productores de metales básicos o de maquinaria y equipamiento, como en el sector de servicios, en actividades comerciales y financieras.⁵

Con relación al sector financiero, y a pesar del elevado grado de incertidumbre con respecto al grado de exposición de cada institución bancaria a promotores en riesgo de incumplimiento, los préstamos al sector inmobiliario representan el 7% de los préstamos bancarios totales, mientras que las hipotecas representan un 21% del total del crédito bancario. Aunque considerando que una parte de otros préstamos bancarios están garantizados por bienes inmobiliarios, la exposición directa del sector bancario al inmobiliario no es excesiva. En cualquier caso, un escenario de una sucesión de *defaults* descontrolados, con implicaciones potencialmente sistémicas para el sector financiero, parece algo improbable, dada la capacidad de las autoridades chinas para intervenir en la economía y la

voluntad ya demostrada de aislar lo más posible los pequeños inversores en procesos de *default* y minimizar el impacto económico de una ralentización en el sector.

El mayor riesgo a corto plazo: la (falta de) confianza

Incluso cuando los riesgos de liquidez a corto plazo se disipen, la recuperación del sector inmobiliario será lenta, teniendo en cuenta el grado de apalancamiento actual de las promotoras y las tendencias demográficas de fondo. Antes de que termine la turbulencia, el futuro más inmediato (e incluso la supervivencia) de muchas empresas del sector y en sectores más expuestos depende de que se restablezca la confianza de los inversores. Con la finalidad de evitar una «profecía autocumplida», es decir, que la debilidad actual del mercado inmobiliario lleve a un desplome de los precios, que reforzaría a su vez la pérdida de confianza y el contagio al sector bancario, será clave el despliegue de medidas de política monetaria y fiscal dirigidas a tramos específicos del sector y que faciliten la reestructuración de empresas, garanticen el acceso a crédito por parte de los pequeños inversores y frenen los riesgos con las ventas anticipadas de vivienda. Aunque a más baja altitud, garantizada la confianza de los pasajeros, el avión podría todavía seguir volando.

Luís Pinheiro de Matos

5. Para más detalles, véase el Focus «El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80» en el IM01/2022.