

Capital subutilizado



Un trabajador fabrica piezas de armónica en una empresa estatal en Shanghái.

David Dollar y Shang-Jin Wei

Si desapareciera el sesgo de inversión en las empresas estatales ineficientes, China podría mejorar sustancialmente el nivel de vida sin sacrificar el crecimiento

CHINA está creciendo a un ritmo tan vertiginoso que parecería superfluo preguntarse cómo acelerarlo. La expansión está alimentada en gran medida por la acumulación de capital y la exportación. La relación inversión/PIB, de por sí elevada, aumentó en los últimos años, de menos de 35% hace una década a más de 40% en 2005 (gráfico 1), sustancialmente más que las economías avanzadas e incluso que la mayoría de los demás países de Asia oriental, que en los últimos años promediaron más o menos 25%. Muchos observadores temen que parte de esa inversión no sea eficiente, sobre todo en el caso de las empresas estatales, porque las empresas nacionales privadas y las extranjeras ofrecen rendimientos de capital superiores: consiguiendo la misma producción con menos capital, dejarían libres recursos aprovechables para otros fines, como la promoción del consumo interno. Además, esa eficiencia superior se traduciría en un aumento de las utilidades

de las empresas y contribuiría a fortalecer los balances de los bancos que las financian.

Varias razones explican por qué las empresas estatales podrían ser, en general, menos eficientes que las empresas nacionales privadas:

- Pueden estar sujetas a una interferencia administrativa más intensa, en forma de restricciones a la contratación y al despido, y también de obstáculos que impiden modificar las líneas de producción para adaptarse a cambios en el mercado.
- A menudo carecen de un sistema de remuneración que aliente a los directivos a maximizar la eficiencia económica y evitar el exceso de inversión y las ambiciones faraónicas.
- Algunas sufren defectos de gobernabilidad que pueden crear oportunidades de malversación.
- Gozan del favoritismo de los bancos mayoritariamente estatales y del mercado nacional de capitales, de manera directa en el pasado y más bien indirecta hoy.

Por estas razones —governabilidad deficiente, incentivos indebidos en las empresas y los bancos estatales, y acceso limitado de las empresas privadas al mercado bursátil—, es posible que la rentabilidad del capital de cada empresa dependa de quién sea su propietario. Cabe plantearse si, al corregir la distorsión de la distribución de capitales, se podría reducir la ingente inversión dentro de China sin perjudicar el nivel de crecimiento. A continuación presentamos un análisis que cuantifica los diferenciales de rentabilidad en China y estima cuánto podría incrementarse el consumo si se eliminaran las ineficiencias.

Acceso desigual al financiamiento

Al parecer, el sistema financiero chino, dominado por bancos mayoritariamente estatales, continuará favoreciendo a las empresas estatales pese al empeño de las autoridades desde hace años en contar con una orientación bancaria más comercial (gráfico 2). Aunque las empresas estatales originan una proporción decreciente del producto nacional —apenas 40% en 2005, frente a 53% hace una década y 70% en 1985—, reciben más de la mitad de los préstamos otorgados por los bancos nacionales. Además, la mayoría de las empresas que cotizan en las dos bolsas de valores chinas tienen una participación estatal mayoritaria. Es posible que el sesgo a favor de las empresas estatales se deba en parte a que las empresas privadas son más pequeñas y exhiben un riesgo crediticio mayor; pero estas se quejan a menudo de la dificultad de obtener el capital que necesitan para operar a corto plazo o para invertir a largo plazo aun cuando el tamaño y el riesgo son parecidos a los de una empresa estatal. En otras palabras, comparadas con las empresas estatales, las privadas tienen más probabilidades de verse forzadas a abandonar un proyecto redituable por falta de financiamiento.

Esto nos llevó a preguntarnos si los rendimientos de capital de una empresa dependen significativamente de su propietario o de su ubicación, y si China ha logrado eliminar el sesgo financiero a favor de las empresas estatales después de casi tres décadas de reformas económicas.

Para estudiar estas cuestiones, usamos un conjunto de datos derivado de una encuesta propia realizada en 2005, que abarca

12.400 empresas manufactureras en 120 ciudades chinas. En esta muestra estratificada y aleatoria, un tercio de las empresas son grandes; otro tercio, medianas; y el resto, pequeñas. El primer resultado interesante es que el Estado es propietario mayoritario de apenas 8% de las empresas, es decir, el sector manufacturero chino está dominado hoy por empresas privadas, tanto extranjeras como nacionales (gráfico 3). Pero como las empresas estatales suelen ser mucho más grandes, controlan alrededor de un tercio del capital que abarca la muestra (gráfico 4). También manejan alrededor de un tercio de la inversión corriente, de modo que siguen siendo una parte importante de la economía china.

Comparadas con las empresas estatales, las privadas tienen más probabilidades de verse forzadas a abandonar un proyecto redituable por falta de financiamiento.

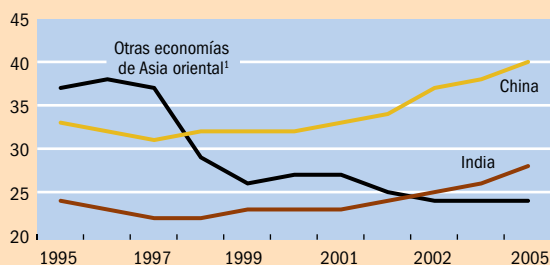
Por cada empresa en un sector y ubicación determinados, calculamos los rendimientos de capital como el valor agregado menos la remuneración de la mano de obra dividido por el capital. A continuación, efectuamos una regresión del rendimiento a nivel de empresa con un conjunto de variables indicadoras representativas de pares sector-tiempo y ubicaciones, y otro conjunto de variables indicadoras representativas de la propiedad. Los indicadores sector-año captan la posibilidad de que una perturbación de la demanda o de la oferta en un sector-año determinado produzca en ese sector-año rendimientos diferentes de los demás. Los indicadores de propiedad miden los rendimientos de los distintos grupos propietarios en comparación con empresas nacionales privadas. Estos grupos están divididos según definiciones mutuamente excluyentes: participación estatal total, participación estatal mayoritaria, participación

Gráfico 1

Fuerte inversión

China invierte una proporción del PIB mucho más grande que sus vecinos.

(Relación inversión/PIB, 1995–2005)



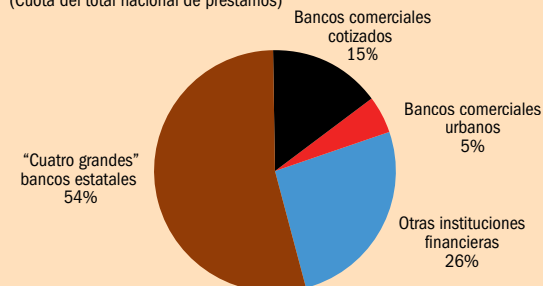
Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.
¹Promedio de Corea, Tailandia y Singapur.

Gráfico 2

El predominio de los bancos estatales

Los cuatro grandes bancos favorecen a las empresas estatales y son fuente de más de la mitad del total de préstamos.

(Cuota del total nacional de préstamos)



Fuente: *Almanac of China's Finance and Banking* (2005).

estatal minoritaria, propiedad totalmente extranjera, propiedad mayoritariamente extranjera (sin participación estatal), propiedad minoritariamente extranjera (sin participación estatal) y propiedad colectiva.

Teóricamente, el ingreso del producto marginal del capital de una empresa —es decir, el aumento del ingreso total generado por una unidad de capital más— equivale a la suma de la tasa de interés de mercado, la tasa de depreciación y las distorsiones del mercado de capitales que enfrenta la empresa. Si el capital está distribuido de manera eficiente, entonces los rendimientos serían los mismos en todas las empresas, sin importar a qué sector corresponden, dónde están ubicadas ni a quién pertenecen. La diferencia de los rendimientos entre dos empresas del mismo sector reflejaría más que nada la diferencia del costo de capital. Por ejemplo, si las empresas estatales reciben un tratamiento más favorable que las empresas nacionales privadas a la hora de tomar un préstamo bancario o de obtener autorización del gobierno para cotizar en el mercado bursátil nacional, sus rendimientos serán más bajos en promedio

(gráfico 5). Partiendo de estas premisas, analizamos tres tipos de ineficiencias, o sesgos en la asignación de capital a nivel de propiedad, ubicación y sector.

Las conclusiones son varias:

- Primero y principal, **las empresas con participación estatal mayoritaria exhiben rendimientos de capital inferiores a los de las empresas privadas o extranjeras**. La tasa mediana de rendimiento de las empresas privadas es 63%, y de 37% y 52% en las empresas con una participación estatal exclusiva o mayoritaria, respectivamente. Todas estas cifras parecen altas porque no tienen en cuenta impuestos ni depreciación, y reflejan todas las demás distorsiones del costo del capital. La conclusión central es que los rendimientos del capital dependen de quién sea el propietario, y las empresas estatales tienen rendimientos sustancialmente inferiores a las empresas privadas.

- **La distribución de capital está sesgada sustancialmente hacia las provincias del oeste, a pesar de que sus rendimientos son los más bajos**. Las empresas ubicadas en el este del país —la región del delta del Yangtsé (Shanghái, Jiangsu y Zhejiang) y la bahía de Bohai (donde están ubicadas Beijing y Tianjin)— exhiben los rendimientos de capital más elevados, mientras que las demás regiones ofrecen rendimientos intermedios. Esta situación podría atribuirse en parte a políticas pensadas deliberadamente para canalizar fondos hacia regiones más pobres, pero no suelen cuantificarse los costos de la eficiencia que queda sacrificada.

- **También hay un sesgo de asignación del capital a nivel sectorial**. Muchos sectores menos eficientes, como el de los productos de impresión y copiado y el de la elaboración de madera, tienden a recibir una inversión más alta que otros más eficientes, como el del refinado de metales oscuros y el de los cueros y productos afines. Pero el sesgo sectorial no es tan importante económica ni estadísticamente como los anteriores, y en parte puede estar justificado por factores ambientales o de otro tipo.

También estudiamos el ingreso del producto marginal de la mano de obra —es decir, el aumento del ingreso total generado por una unidad de trabajo más— y comprobamos que las empresas totalmente participadas por el Estado tienen, tanto en cuanto a capital como a mano de obra, un ingreso del producto marginal más bajo que las empresas privadas, lo cual lleva a pensar en una productividad total de los factores más baja y en un acceso más fácil al financiamiento. Por otra parte, las empresas parcialmente participadas por el Estado exhiben un ingreso del producto marginal ligeramente más alto en términos de la mano de obra, pero más bajo en términos del capital. Esta observación es coherente con la interpretación de que las empresas estatales no tienen una productividad total de los factores más baja que las privadas, en promedio, sino un acceso más fácil al crédito.

El análisis revela claramente que China ha avanzado mucho en la reforma y la privatización de las empresas estatales. Gran parte del sector manufacturero se encuentra en manos privadas y muchas de las empresas estatales restantes son rentables, por lo que cabe presumir que ha habido cierta reforma eficaz de la gobernabilidad empresarial. Ahora bien, la productividad del capital en las empresas mayoritariamente estatales es inferior a la de las empresas privadas, tanto nacionales como con inversión extranjera, y eso sugiere que la reforma de la empresa estatal necesita extenderse más.

Gráfico 3

La mayoría de las empresas son privadas . . .

De las 12.400 empresas manufactureras de una muestra que abarca 120 ciudades, apenas 8% tiene una participación estatal mayoritaria.

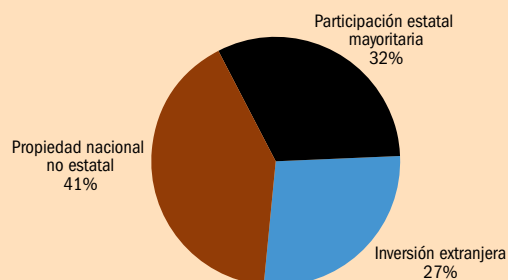


Fuente: Dollar y Wei (2007).

Gráfico 4

. . . pero las empresas estatales son más grandes

Las empresas estatales manejan un tercio de los activos manufactureros.



Fuente: Dollar y Wei (2007).

Implicaciones para la política económica

Las implicaciones económicas son variadas. Por un lado, el costo agregado de una asignación financiera ineficiente —sobre todo el sesgo a nivel de propiedad— es considerable. Si China lograra incrementar los rendimientos del capital empleado por las empresas estatales (por ejemplo, transfiriendo parte del capital a empresas privadas o haciendo nuevos cambios a los incentivos a los que están expuestos los directivos de las empresas estatales), podría recortar alrededor del 6% del PIB, la elevadísima tasa de inversión sin perjudicar el crecimiento. Esa eficiencia superior

Una posibilidad de reforma sería exigir que las empresas estatales pagaran dividendos, transformándolos potencialmente en una fuente general de ingreso para el presupuesto.

de la inversión podría acelerar proporcionalmente el aumento del consumo de los hogares y del nivel de vida cada año. China se ha fijado la meta de “reequilibrar” el crecimiento, desviándolo en cierta medida de la inversión y de la exportación hacia el consumo interno, y la profundización de la reforma del sistema financiero y de la gobernabilidad empresarial en la esfera estatal facilitaría el alcance de ese objetivo.

Por otra parte, el ingreso de China a la Organización Mundial del Comercio ha dado lugar a una liberalización considerable del sector financiero (además de una mayor apertura comercial). El margen de liberalización está limitado hasta cierto punto por distintas regulaciones, como un nivel relativamente

elevado de reservas de capital mínimas en los bancos. Pero al atizar la competencia generada por las instituciones financieras de propiedad extranjera, la liberalización podría crear el ímpetu necesario para que los bancos nacionales dejen atrás prácticas ineficientes a la hora de otorgar préstamos, sobre todo si al mismo tiempo el gobierno abandona la costumbre de rescatar bancos quebrados. En este momento de sólido crecimiento económico en China y en el mundo, la mayoría de las empresas manufactureras son redituables, de modo que el crédito a las menos eficientes podría reducir las utilidades de los bancos pero no multiplicaría necesariamente los préstamos en mora. Sin embargo, si la economía se desacelera, los bancos estatales podrían verse frente a un aumento de las moras y se agudizaría el riesgo de crisis financiera.

Por último, en este momento, alrededor de la mitad de la inversión total de las empresas, ya sean públicas o privadas, procede de utilidades no distribuidas. De acuerdo con nuestras conclusiones, las empresas estatales suelen reinvertir las utilidades aunque el rendimiento marginal sea bajo, y pagan impuestos, pero no dividendos al propietario ni a su representante, el gobierno. Una posibilidad de reforma sería exigir que las empresas estatales pagaran dividendos, transformándolos potencialmente en una fuente general de ingreso para el presupuesto. China podría aprovechar estos fondos para financiar su objetivo declarado de mejorar los servicios sociales, sobre todo en las zonas rurales, lo cual contribuiría directa e indirectamente a estimular el consumo interno.

Muchas empresas estatales se mueven por objetivos sociales, como el de reducir el desempleo contratando personal que no necesitan, de modo que parte de sus costos laborales pueden interpretarse como una protección oculta contra el desempleo. Hay quien argumenta que en la medida en que esas funciones no económicas conllevan un valor social se deberían tener en cuenta al elaborar estrategias de reforma para las empresas estatales. Ese afán es comprensible, pero las autoridades deben calcular debidamente los costos sociales que este financiamiento subvencionado —ya que de eso se trata en la práctica— representa en términos del consumo perdido de los hogares. Una alternativa mejor para alcanzar estos objetivos sociales sería financiar la expansión del sector privado, que es más eficiente, para que absorba el exceso de mano de obra. Sobrefinanciar las empresas estatales es probablemente un camino peor hacia los objetivos sociales.

En síntesis, por medio de ciertas medidas estructurales —incorporar mejoras al otorgamiento de crédito bancario, facilitar el acceso de las empresas privadas al mercado bursátil, disponer el pago de dividendos en las empresas estatales y continuar la privatización de empresas—, China podría acercarse más al objetivo macroeconómico de mantener un rápido crecimiento alimentado con menos inversión y más consumo. ■

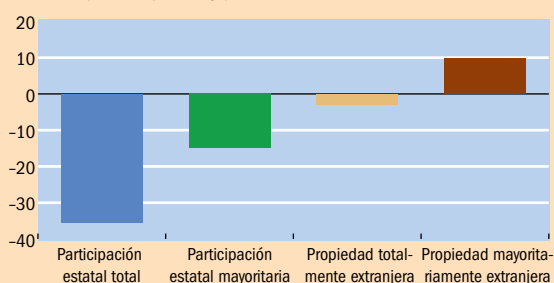
David Dollar es Director para China y Mongolia en el Banco Mundial, y Shang-Jin Wei es Director Adjunto y Jefe de la División de Comercio e Inversión del Departamento de Estudios del FMI.

Gráfico 5

La inversión de las empresas estatales es menos eficiente

La inversión del mismo monto genera mucho menos valor agregado en una empresa estatal que en una privada.

(Ingreso del producto marginal del capital¹ en comparación con las empresas nacionales privadas, porcentaje)



Fuente: Dollar y Wei (2007).

¹El ingreso del producto marginal del capital es el aumento del valor agregado generado por una unidad de capital más, manteniendo constantes los demás insumos.

Referencia:

Dollar, David, y Shang-Jin Wei, 2007, “Das (Wasted) Kapital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China”, IMF Working Paper No. 07/9 (Washington: Fondo Monetario Internacional).