

## Evolución de las inversiones en telecomunicaciones en China

**Carlos Ruiz**

Analista asociado  
ENTER-IE

A pesar de que las instalaciones de equipos 3G deben todavía finalizar, y con un prometedor mercado de servicios de valor añadido, las inversiones en el mercado chino de telecomunicaciones pueden llegar a sufrir un frenazo.

Este hecho viene acompañado de una alarma de ciertos analistas por una presunta 'sobreinversión' y una burbuja crediticia que está todavía por estallar, lo que puede llevar a una crisis global.

Una supuesta disminución en la capacidad de China de hacer frente al pago de dichos créditos tampoco ayuda.

No hay razón, sin embargo, para alarmarse por esta disminución en las inversiones. China presenta todavía un gran potencial para mayores desarrollos y promete ofrecer tremendas oportunidades para compañías occidentales. Pero dada la transición a un crecimiento más estable, es extremadamente importante para esas compañías tener una perspectiva objetiva del mercado y entender qué segmentos de mercado prometen las mayores oportunidades de negocio.

Este es, en efecto, un mercado extremadamente competitivo que está caracterizado por una multitud de factores complejos a varios niveles (políticos, económicos y culturales), que deben ser evaluados cuidadosamente para poder tener éxito.

### ¿Se encuentran en peligro las inversiones en el mercado doméstico chino de las telecomunicaciones?

AsialInfo Services informaba en noviembre del 2009 de que los operadores de telecomunicaciones chinos habían pospuesto la exposición de sus planes de inversiones, citando a Xu Zhiquan, vicepresidente *senior* de Alcatel Shanghai Bell Co. Ltd. (la compañía abanderada de Alcatel-Lucent en China) durante una reciente conferencia.

De acuerdo con el señor Xu, los operadores domésticos de telecomunicaciones presentarán actitudes prudentes en cuanto a la expansión de sus redes durante los próximos tres años, a lo que añadió que las disminuciones inversionistas de los operadores de telecomunicaciones presentarán como resultado grandes impactos en los proveedores de equipos.

Sin embargo, según el Instituto de Investigación en Telecomunicaciones del Ministerio de Industria y Tecnología de la Información, China prevé invertir un total de 1,4 billones de yuanes (205.000 millones de dólares) en la industria doméstica de las telecomunicaciones entre 2006 y 2010.

Parte de esas inversiones corresponden a las licencias de telefonía móvil 3G, adjudicadas a principios del 2009. En efecto, el gobierno chino urgió a los operadores a acelerar el despliegue

de la tecnología 3G, al igual que el desarrollo del interfaz propietario TD-SCDMA. Durante una reunión con los mayores operadores 3G (China Telecom, China Unicom y China Mobile) y con el fabricante Datang Telecom, el vicepresidente chino Zhang Deijiang llamó a acrecentar el apoyo a la tecnología TD-SCDMA, según informó la agencia Xinhua News. Y pidió el compromiso de cada operador para desarrollar la tecnología TD-SCDMA, en un intento de reforzar la posición de dicha tecnología a nivel mundial.

El señor Zhang añadió que las tecnologías 3G tienen el potencial para revolucionar el desarrollo económico chino, modernizar las industrias tradicionales y dar un empujón a los mercados tecnológicos.

Como resultado, las operadoras ya han invertido 160.900 millones de yuanes (23.600 millones de dólares) para desplegar 325.000 estaciones base 3G en las principales ciudades, según el señor Zhang, facilitando la inversión futura de unos 280.000 millones de yuanes en actualizaciones y expansiones

de redes durante los próximos dos años. Algunos analistas cifran el mercado 3G chino en 7.400 millones de yuanes en 2010 (cuatro veces su valor respecto a 2009), multiplicando por seis el número de usuarios 3G.

No son sólo los despliegues 3G los destinatarios de las actuales inversiones de capital en el mercado chino (aunque representaron un 65,7% de las inversiones en 2009). Los operadores parecen haber apostado definitivamente por servicios de valor añadido (VAS) en entorno fijo y por servicios integrados, como una manera de incrementar la lealtad de sus clientes (su CapEx se incrementó en un 6,2% desde el 2007); así como, por el acceso a Internet (que representa el 6.8% de las inversiones en 2009).

El hecho es, sin embargo, que el ratio del CapEx total sobre las ventas ha disminuido, principalmente en voz fija (-79,5% desde 2007), pero también en general.

Los suscriptores móviles de las tres mayores operadoras de telecomunicaciones (Chi-

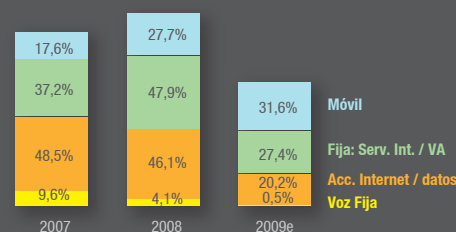
### Evolución de la inversión en telecomunicaciones. 2007-2009e

Las principales decisiones de inversión han sido el aumento de las inversiones en 3G, el énfasis de los operadores más importantes en los servicios integrados y de VA en fija, así como en acceso a Internet y datos, y el aumento en infraestructuras y transmisión

#### En valores absolutos

	Var. CapEx 07-09e	Var. CapEx sharing	CapEx sharing en 09e
Móvil	657,0%	-15,8%	65,7%
Fija: Serv. Int. / VA	6,2%	-13,1%	3,1%
Acc. Internet / datos	-4,8%	-22,1%	6,8%
Voz Fija	-74,9%	-79,5%	0,3%
Infraest. / transmis.	13,7%	-6,9%	12,1%

#### En % de los ingresos

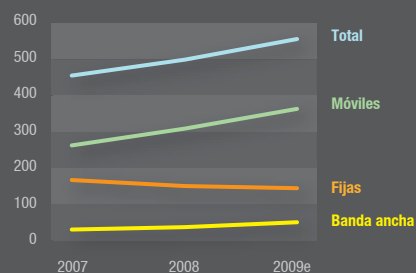


Basado en información pública de operadores

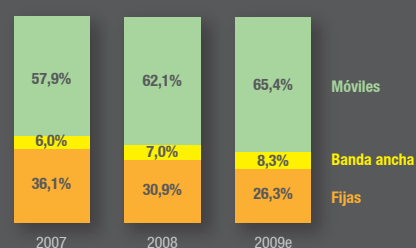
### Evolución del número de líneas / suscriptores. 2007-2009e

Ha habido una caída continua en las líneas de acceso fijas (-6,2%), a favor de los suscriptores móviles (+16,8%) y probablemente la Voz IP (+28,8%)

#### Evolución de líneas / suscriptores (Mill.)



#### En %, normalizado

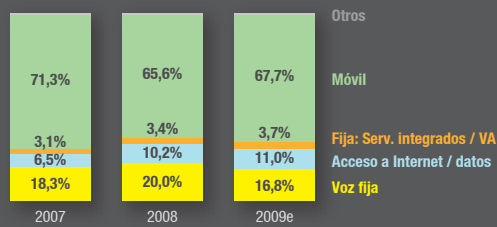


Basado en información pública de operadores

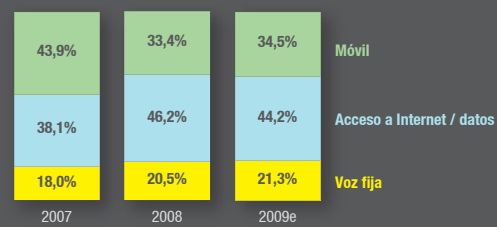
**Evolución de los ingresos. 2007-2009e**

Se confirma la caída del fijo, mientras aumentan su peso los ingresos de acceso a Internet y datos (+30,4%) y los servicios integrados y de VA (+9,4%)

**Evolución de los ingresos**  
(%, normalizado)



**Evolución de los ingresos / suscriptor**  
(%, normalizado)



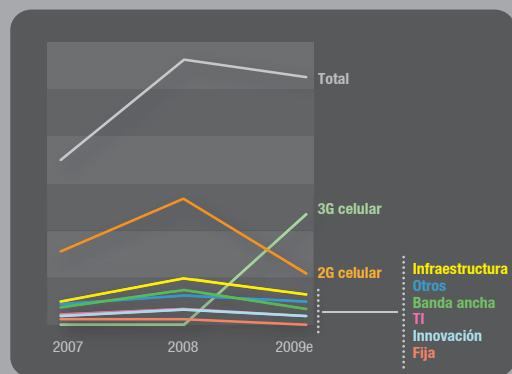
Basado en información pública de operadores

na Telecom, China Mobile y China Unicom) son los principales responsables del incremento de los suscriptores totales (+6,3%, con un incremento de su porcentaje sobre el total desde un 57,9% en el 2007 a un 65,4% en el 2009), seguidos de los suscriptores de banda ancha (17,2%, del 6% al 8,3%).

De esta manera, parece (ver figura siguiente) que el incremento del CapEx en el período 2007-08 ha decrecido respecto al de 2008-09, a pesar de los despliegues 3G y de las guerras comerciales, que han supuesto una gran inversión en servicios de valor añadido.

A pesar de que los ingresos por servicios VAS e integrados, de acceso a Internet y de servicios móviles de voz se han incrementado (+9,4%, 30,4% y 10,2%, respectivamente); el bajón en los ingresos de la voz fija (-8,4%) y la crisis económica actual parecen haber tenido un efecto sobre la evolución de los ingresos totales. Así, los ingresos totales por usuario se han incrementado solamente en un 6,3% desde 2007 (el acceso a Internet representa un 44,2% de los ingresos totales y el tráfico de voz móvil un 34,5%).

**Evolución del CapEx. Valores absolutos**



**Principales operadores de telecomunicaciones en China**

	CHINA TELECOM	CHINA MOBILE	CHINA UNICOM
<b>Líneas de negocio</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wireless</li> <li>Voz fija</li> <li>Banda ancha</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wireless</li> <li>Internet, servicios de <i>backhaul</i>, voz fija (con las empresas de cable en las principales ciudades) a través de China Tietong</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wireless</li> <li>Voz fija</li> <li>Banda ancha</li> <li>Servicios de datos</li> <li>Televisión</li> </ul>
<b>Origen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ministerio de Correos y telecomunicaciones (MTP, reemplazado en 1998 por el Min. de Ind. de Info., MIIT)</li> <li>Adquiere el negocio de China Satcom en 2009</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Creado de la división móvil de China Telecom después de la separación de 1999</li> <li>Adquirió los negocios de fija y banda ancha de China Railcom en may-2008</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Empieza en 1994 por el Gobierno, para introducir competencia a China Telecom</li> <li>Adquiere China Netcom en jun-2008, que se separó de China Tel. en 2002</li> </ul>
<b>Propiedad</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>China Telecom ha estado listada en las bolsas de Hong Kong y NY desde 2002, pero el gobierno chino mantiene la mayoría</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>China Telecom ha estado listada en las bolsas de Hong Kong y NY desde 2002, pero el gobierno chino mantiene la mayoría</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>China Unicom (BVI) Limited posee 40,92% de la empresa y China Netcom Group (BVI) Limited 29,49%, el resto cotiza en las bolsas de Shanghai, Hong Kong y NY</li> <li>Los dos accionistas mayoritarios son empresas estatales controladas por el Gobierno</li> </ul>

Es interesante, por otra parte, que haya aparecido un cierto número de informes de analistas (Pivot Capital Management: 'China's Investment Boom: the Great Leap into the Unknown') que apuntan a un frenazo similar en las inversiones sobre el conjunto de las infraestructuras en China. Y las conclusiones de dichos informes pueden tener un impacto serio sobre unas compañías que son principalmente propiedad del Estado.

## El ciclo expansivo chino en inversiones sobrepasa niveles históricos

Ante todo, el informe de Pivot analiza la 'sobreinversión' china en comparación con los períodos de transformación de Alemania y Japón en la post-guerra, y de Corea del Sur en el período 1980-90, tanto en términos de duración, como en cantidad. El objetivo es el de apuntar al hecho de que China puede estar estirando demasiado el período de su *boom* expansivo en inversiones, lo que puede ser el preludio de una crisis.

Efectivamente, el periodo más largo en el que cualquier país ha mantenido un ratio de GCF (Gross Fixed Capital Formation, una definición de la inversión) respecto al PIB

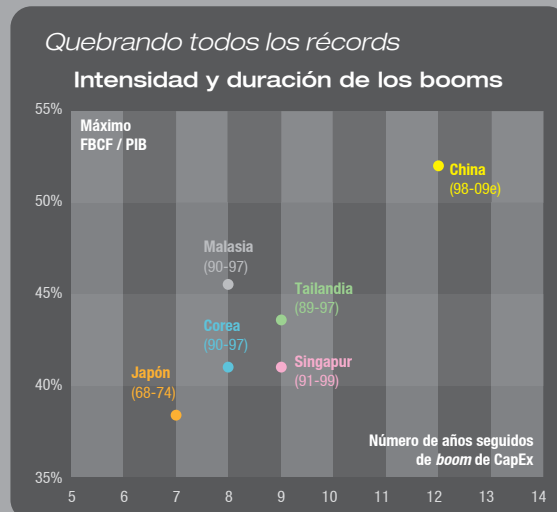
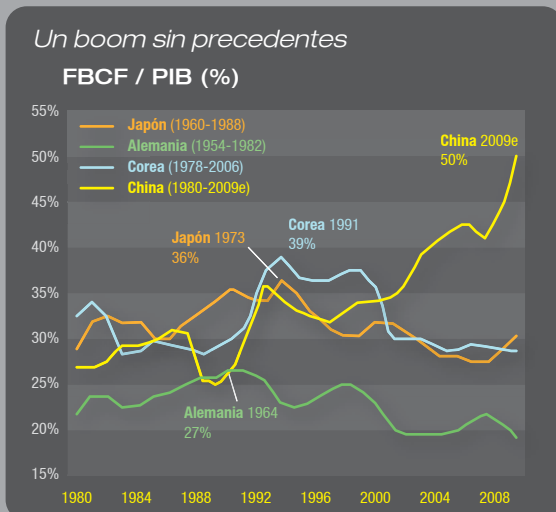
por encima del 33% (lo que define un *boom* en CapEx) ha sido de nueve años (Tailandia, 1989-97; Singapur, 1991-99), mientras que China lleva ya doce años en dicha situación. Este sólo hecho – dice Pivot – posiciona a China en el borde de una crisis por exceso de inversión.

Como contraargumento, The Economist ('Not just another fake', 14 de enero 2010) reconoce que efectivamente las inversiones totales alcanzaron el 47% del PIB el año pasado (10 puntos más que Japón en su momento de mayores inversiones), mientras que, en la mayor parte de los países desarrollados, las inversiones representan alrededor del 20% del PIB. Pero, pregunta The Economist, ¿puede este único hecho apuntar a una 'sobreinversión', como asegura Pivot, cuando el *stock* de capital *per cápita* es sólo el 5% del que presentan los Estados Unidos o Japón?

De todas maneras, si existe un *boom* de la inversión, es la inversión en infraestructura la responsable del mismo (como señala el gráfico de la página siguiente), no la inversión en fabricación.

Y mientras que Pivot argumenta que las infraestructuras en China han llegado ya a un nivel avanzado, The Economist asegura que 'eso no tiene sentido', ya que 'un país en el que dos quintas partes de las poblaciones

### El boom chino de inversión



IMF / Pivot. NOTA: un boom se define como aquel con una relación FBCF/PIB > 33% en años secuenciales



carecen de calles asfaltadas, tiene todavía mucha cancha para crecer'. Así que China necesita todavía más inversiones.

Por lo tanto, no está claro que China se encuentre al final de un *boom* de inversiones en infraestructuras.

Pero las inversiones en valor absoluto no son la única preocupación. Pivot señala el hecho de que su eficiencia también está presentando signos de fatiga, donde el decreciente y marginal retorno de las inversiones es un síntoma de la creciente naturaleza especulativa del *boom* del gasto chino, y donde se está generando un proceso de 'retroalimentación' del crecimiento crediticio y de las inversiones.

Según Pivot, en la tercera década de la expansión china, el ICOR (ratio incremental del capital sobre los resultados) chino se ha deteriorado significativamente en comparación con las dos décadas anteriores y con otros países de alto crecimiento en los momentos previos a sus etapas de mayor esfuerzo inversor. En 2009, se esperaba que el ICOR de China duplicara ampliamente la media de las décadas de los 80 y los 90, lo que significa que en el 2009 China necesitó un esfuerzo inversor mayor para generar una unidad adicional de producción.

De este modo, la evolución del ICOR, que se calcula como la inversión anual dividida por el incremento anual del PIB, es utilizada

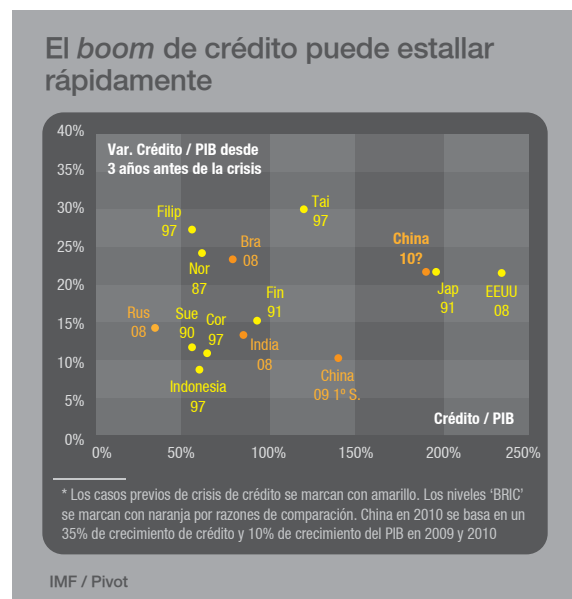
como evidencia del colapso de la eficiencia en las inversiones.

Sin embargo, según The Economist, lleva a engaño mirar al ICOR sólo para un único año, y, de acuerdo con sus conclusiones, con unos crecimientos menores del PIB, debido al colapso de la demanda global, el ICOR creció de manera abrupta en todos lados. Por lo tanto, resulta más informativo calcular el retorno sobre la inversión en términos de variación a lo largo de un período de tiempo más largo. Al medir el ICOR de esta manera, BCA Research no halló un incremento significativo del ICOR en China a lo largo de las últimas tres décadas.

Por otra parte, esta situación de cuasi crisis podría posponerse, si la eficiencia crediticia fuera suficiente como para financiar el esfuerzo inversor del país. Aunque, según Pivot, dicha eficiencia está en entredicho.

## Una burbuja crediticia alarmante, insuficiente para financiar las inversiones

Así que no se trata sólo de una 'sobreinversión', sino que también el incremento en la expansión del crédito puede posicionar a China al borde de una crisis: si los préstamos continúan creciendo al 35% actual, el



ratio del crédito sobre el PIB estará cerca del 200% en China ya en el 2010, incluso si el PIB llegara a crecer un 10%. Este es un nivel cercano al de Japón y de los Estados Unidos antes de las crisis de 1991 y 2008, respectivamente. Todo esto apunta a que el crédito en China no va a poder crecer durante mucho más tiempo sin arriesgarse a sufrir una profunda crisis, si comparamos su situación con los patrones históricos en otros países.

Y, sigue el informe de Pivot: 'el rendimiento del crédito doméstico a la hora de generar crecimiento económico se está colapsando. En el período de 2000 a 2008, se necesitaban 1,5 dólares en crédito para generar 1 dólar del PIB en los Estados Unidos. Sin embargo, en el primer semestre del 2009 en China, este ratio era ya de 7 dólares a 1.

Así que, eventualmente, el rendimiento de las inversiones puede llevar a una retirada del CapEx.

The Economist se muestra de acuerdo en que, a corto plazo, los ingresos de algunos proyectos en infraestructuras pueden no ser suficientes para solucionar las deudas, por lo que el gobierno deberá cubrir las pérdidas. Pero, a largo plazo, dichos proyectos deberían levantar la productividad en toda la economía y menciona como ejemplo que, durante la fiebre del ferrocarril en Gran Bretaña de mediados del siglo XIX, pocas líneas ferroviarias presentaban un retorno financiero decente, pero a largo plazo reverberaron en enormes beneficios económicos.

La cuestión, pues, parece ser: ¿cuánto tiempo más podrá soportar China la financiación de dichas inversiones? Después de todo, el gobierno chino no presenta mucha deuda explícita (23% del PIB) y se sienta sobre unas reservas de 2 billones de dólares.

Pero Pivot tiene sus reservas sobre dicho argumento.

En primer lugar, el tamaño de la deuda del gobierno chino está ampliamente subestimado. En total, Pivot apunta a un pasivo de

1,7 billones de dólares, lo que podría llevar al ratio de la deuda pública china sobre el PIB al 62%, un nivel comparable al de la media de la Europa occidental.

En segundo lugar, Pivot argumenta que no todas las reservas del país pueden gastarse en financiar la deuda. Y, como ejemplo, identifica 500.000 millones de dólares de 'dinero caliente', es decir, dinero en circulación dentro del país que no puede ser utilizado para financiar deuda porque puede ser sacado del país en cualquier momento (como, de hecho, hizo en 2009).

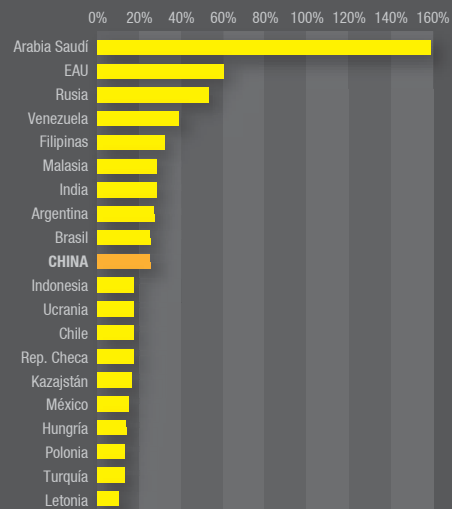
Para estimar la cantidad de dinero que el país puede realmente gastar, Pivot propone mirar al ratio de las reservas sobre la suma del dinero local y de la deuda externa bruta.

En cuanto al dinero local disponible, el agregado monetario M2 (una cuantificación del dinero en circulación) en China es de 8,4 billones de dólares (mayor que el M2 de 8,3 billones de dólares de los Estados Unidos) y está creciendo actualmente al 23% anual.

Y la deuda bruta externa china era de 374.000 millones de dólares en 2008 que,

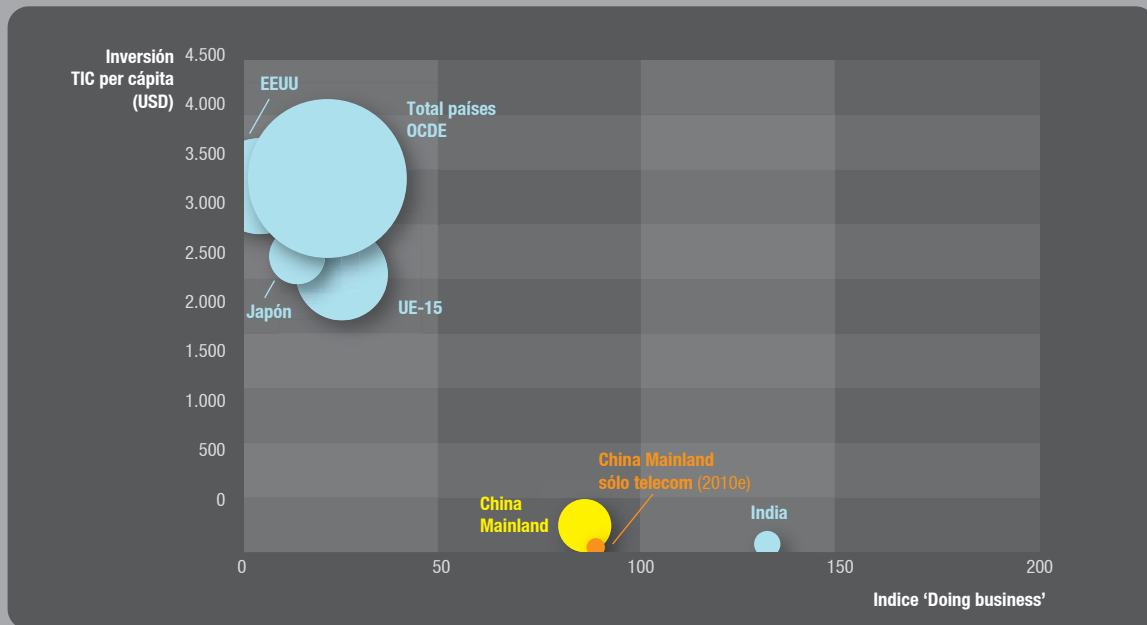
La cobertura de reservas china no es excepcional.

Ratio de cobertura de reservas\*, 2008



\* El ratio de cobertura de reservas de reservas internacionales sobre la suma de la deuda externa bruta y agregado monetario (M2)

## Inversión en TIC versus Índice 'Doing business'



ENTER, WorldBank

en el contexto de los mercados emergentes, va sólo después de la de Rusia.

Como resultado, y comparándola con un conjunto de mercados emergentes, la relación de las reservas chinas con su pasivo no es espectacular (ver la figura de la página anterior), así que, en dicho sentido, China no se encuentra técnicamente en la posición de 'gastar' sus reservas.

The Economist reconoce que la deuda total de gobierno chino podría ser del 50% del PIB. Pero dice que dicho ratio se encuentra bastante por debajo del de los países desarrollados (alrededor del 90%). Además, menciona que el gobierno chino posee múltiples activos, por ejemplo acciones de compañías que están valoradas en un 35% del PIB.

## Conclusión

De acuerdo con el informe de Pivot, la 'sobreinversión' y la especulación debida a un mal rendimiento del crédito puede perfectamente terminar en una retirada de las inversiones de capital, cuyo aterrizaje forzoso

puede resultar fatal para China y, por lo tanto, para el resto del mundo.

Pero las operadoras de telecomunicaciones chinas están cambiando su foco de la pura construcción de redes (los despliegues 3G terminarán al final del 2010) hacia la generación de ingresos a través de nuevos servicios.

Como resultado, y aunque las operadoras de telecomunicaciones chinas van a continuar enfrentándose a un entorno operativo difícil debido a la bajada agresiva de precios, las tres mayores operadoras (China Mobile, China Unicom y China Telecom) han manifestado que van a invertir fondos significativos, del orden de miles de millones de dólares, en el despliegue de sus redes 3G y servicios.

Así que no parece que las operadoras estén entrando en modo pánico. China tiene todavía una gran capacidad para desarrollos futuros y promete grandes oportunidades de negocio, siempre que este competitivo mercado analice su extremadamente complicado entramado de factores políticos, económicos y culturales.