

Bombolla immobiliària a la Xina?

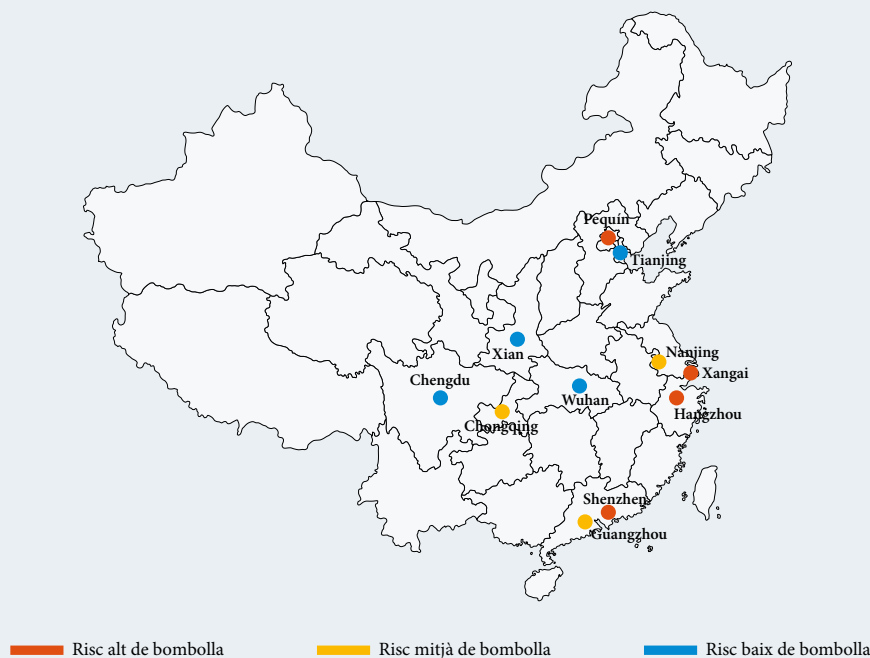
La Xina va resistir admirablement la Gran Recessió que va afectar l'economia mundial el 2008-2009. No obstant això, la feblesa de la recuperació als Estats Units i la recaiguda recent de la zona de l'euro comencen a passar factura, i, el 2012, per primera vegada en més de deu anys, el gegant asiàtic creixerà per sota del 8%. En aquest context d'alentiment econòmic, un focus de preocupació és el sector immobiliari, concretament el risc que esclati una suposada bombolla que provoqui una frenada de l'activitat del país.⁽¹⁾

No obstant això, hi ha hagut realment una pujada en els preus dels habitatges xinesos que pugui ser qualificada de bombolla? Malgrat l'escassetat i la limitada fiabilitat dels indicadors oficials sobre el sector immobiliari, la majoria d'estudis suggereixen que no es pot parlar d'una bombolla immobiliària generalitzada a la Xina, sinó de l'existència de bombolles localitzades a les ciutats de Xangai, Shenzhen i Hangzhou, totes a la costa sud-est del país, així com a la capital, Pequín (vegeu el mapa).

En aquest sentit, i segons les dades de l'Institute of Real Estate Studies de la Tsinghua University, els preus de 35 de les ciutats més grans van créixer al voltant del 225%, en termes reals, durant el període 2000-2010, percentatge que equival a un augment mitjà anual del 8,5%. En un país en què el PIB ha avançat a un ritme del 10% anual en els trenta-cinc últims anys, una taxa de creixement en termes reals del 8,5% anual en el preu de l'immobiliari no sembla extraordinària. Així mateix, durant l'any 2011 i durant la primera meitat del 2012, aquests preus van deixar de créixer i, fins i tot, van recular. En els últims mesos, però, han tornat a augmentar lleugerament. No obstant

(1) Aquest article està basat en el Document de Treball de "la Caixa" 04/2012, «Hi ha una bombolla immobiliària a la Xina?».

LES GRANS CIUTATS DE LA COSTA DEL SUD-EST I PEQUÍN, SOTA PRESSIÓ



FONT: Elaboració pròpia.

això, aquesta evolució amaga diferències substancials entre algunes grans ciutats de la costa, on les pujades han estat molt fortes, i altres ciutats interiors més petites, amb avanços menys importants.

Diversos factors ajuden a explicar l'impuls del preu de l'habitatge a les grans ciutats de la costa: el gran augment dels ingressos de les llars; el procés d'urbanització i la migració del camp a la ciutat; el fort estímul fiscal i el relaxament de les condicions creditícies durant la Gran Recessió del 2008-2009; el paper dels governs locals en la venda de concessions sobre els terrenys i la demanda de sòl per part d'empreses públiques, i, finalment, el paper que juguen el baix tipus d'interès i la falta d'inversions alternatives al país.

Les grans metròpolis han presentat taxes de creixement econòmic superiors a les de les zones rurals. Així, mentre, al començament dels vuitanta, la renda de les ciutats duplicava la de les zones rurals, el múltiple se situa en l'actualitat al voltant de 3,5. Aquesta diferència encara és més gran si considerem les grans ciutats de la costa del sud-est del país, les quals s'han convertit en els motors del creixement del conjunt de l'economia en els darrers trenta anys.

En segon lloc, el procés d'urbanització iniciat el 1978, pel qual més de 300 milions de persones s'han traslladat a les ciutats des de la Xina rural, ha alimentat la demanda immobiliària en aquestes grans ciutats. En els últims anys, les ciutats de la costa del sud-est del país s'han convertit en les principals destinacions dels immigrants rurals.⁽²⁾

(2) Vegeu Kam Wing Chan, «China, Internal Migration», a Immanuel Ness i Peter Bellwood (eds.), *The Encyclopedia of Global Migration*, Blackwell Publishing (de propera aparició, 2013).

Així mateix, el fort estímul fiscal i el relaxament en les condicions creditícies de les acaballes del 2008 han esperonat, molt probablement, el gran increment de preus, més generalitzat a tot el territori, del 2009. Per combatre els efectes de la crisi financera i econòmica global, l'executiu xinès va anunciar un estímul fiscal de 586 mil milions de dòlars (el 7% del PIB anual) per al període 2009-2010 i va relaxar de forma significativa les restriccions al creixement del crèdit, la qual cosa va impulsar aquesta variable a cotes molt elevades (el total de crèdit va créixer el 32% durant l'any 2009, molt per damunt del 15% que havia crescut, de mitjana, durant els cinc anys anteriors).

En quart lloc, i com succeeix en altres països, els ingressos obtinguts per les concessions de sòl urbà són la principal font d'ingressos per a molts municipis (representen al voltant del 50% del total dels seus ingressos). En el cas del gegant asiàtic, aquesta dependència té a veure amb la limitada capacitat dels governs locals de recaptar impostos, molt concentrada en mans del Govern central. Aquesta situació, en combinació amb el fort estímul fiscal del 2009, destinat en bona part a la inversió en infraestructures gestionada pels governs locals, va provocar una forta inflació del preu del sòl i, en conseqüència, del preu de l'immobiliari.

El paper del sector públic com a comprador de sòl urbà també ha tingut la seva rellevància en la determinació dels preus. En particular, hi ha evidència que les grans empreses estatals han adquirit sòl a preus superiors als del mercat. Alguns estudis han estimat, per exemple, que les empreses públiques de l'àrea de Pequín paguen el 27% més per metre quadrat de sòl.⁽³⁾ L'accés privilegiat al crèdit a través dels bancs estatals, un comportament que no sempre es basa en criteris purament comercials, i les relacions personals que uneixen els gestors de les empreses públiques i els membres dels governs locals són algunes de les explicacions subjacents a les licitacions més elevades ofertes per aquestes empreses.

Finalment, el baix tipus d'interès real sobre els dipòsits, en terreny negatiu en molts moments, i la falta d'inversions alternatives fan que el mercat residencial sigui gairebé l'única alternativa inversora per al petit estalviador.

Que hi hagi hagut bombolla o no a la Xina afecta la probabilitat que el sector immobiliari pateixi una frenada sobtada. Però, en cas que succeís, quin seria l'efecte d'aquesta frenada sobre l'activitat econòmica del país?

A tall il·lustratiu, tenint en compte que la inversió residencial representa al voltant del 12% del PIB, un alentiment en la seva taxa de creixement real, per exemple, fins al 6% des del 22,5% registrat el 2011, reduiria el creixement del PIB en 2 punts percentuals de forma «directa». A més a més, hem de considerar els efectes sobre el consum de les famílies i sobre el total d'importacions del país. En particular, la disminució de les importacions arran del descens en la inversió residencial matisaria l'alentiment en 0,5 punts (ja que, aproximadament, el 20% d'aquesta inversió són materials importats). D'altra banda, l'impacte sobre el consum depèn, principalment, de quanta riquesa familiar es destruiria amb una hipotètica caiguda de preus de l'habitatge i de la relació entre aquesta riquesa i el consum. Així, doncs, com la riquesa immobiliària de les famílies representa el 150% del PIB i l'elasticitat-riquesa se situa entre l'1% i el 3% (segons diferents estudis), una disminució en el preu de l'habitatge del 10% implicaria una disminució del consum que restaria entre 0,15 i 0,45 punts al creixement del PIB (0,3 punts percentuals si considerem el punt mitjà). Això comportaria un alentiment final proper a 1,8 punts en el creixement de la Xina i, per tant, una desacceleració d'uns 0,3 punts en el creixement mundial. Sota aquest escenari, la Xina registraria creixements al voltant del 6%, una xifra que, tot i que no soni alarmant, dificultaria la incorporació al mercat laboral de la immigració rural i agreujaria les tensions socials.

(3) Vegeu Jing Wu, Joseph Gyourko i Yongheng Deng, «Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets», *Regional Science and Urban Economics*, vol. 42 (3), maig 2012, pàg. 531-543.

En definitiva, l'augment desmesurat en els preus de l'habitatge no ha estat uniforme ni generalitzat a la Xina, sinó que s'ha concentrat en unes poques grans ciutats del país, principalment Xangai, Shenzhen, Hangzhou (de la costa del sud-est) i Pequín. Malgrat això, i atesos el pes econòmic del sector, la seva incidència en el descontentament social i la rellevància econòmica, demogràfica i immobiliària d'aquestes grans ciutats, és important no perdre de vista el risc que representa un boom immobiliari. Exemples recents d'altres països així ho testifiquen.

*Aquest requadre ha estat elaborat per Clàudia Canals
Departament d'Economia Internacional, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*