Hi ha bombolla immobiliària a la Xina?

Document de treball 04/12
Juliol 2012

Estudis i Anàlisi Econòmica
www.laCaixa.es/estudis

Clàudia Canals
Economista
Economia Internacional
ccanals@lacaixa.es

Mercè Carreras-Solanas
Economista
CAEPS (Univ. de Barcelona)
Directora de BSWomenB
mcarreras@bswomenb.com

Resum

- La importància del sector immobiliari dins l'economia xinesa, amb un pes del 12% del PIB, i l'abast del propi gegant asiàtic en el món, fa de l'estudi de l'existència o no d'una bombolla en aquest sector una qüestió d'interès global.

- Segons fonts oficials, durant la darrera dècada i, a nivell agregat, els preus han crescut al voltant del 9% anual en termes reals, totalment en línia amb el creixement del país i, per tant, lluny de despertar temors per una possible bombolla immobiliària.

- Tanmateix aquest índex agregat amaga grans disparitats entre àrees geogràfiques. Els resultats del nostre estudi suggereixen l'existència de bombolles localitzades a les ciutats de Shanghai, Shenzhen i Hangzhou, totes elles a la costa sud-est del país, i a Beijing.

- Aquest estudi analitza els factors principals en l'evolució dels preus dels immobles: el gran augment dels ingressos de les famílies; el procés d'urbanització i la migració cap a les grans ciutats costeres; el fort estímul fiscal i la relaxació de les condicions creditícies davant la crisis global; la dependència dels governs locals en la venda de sòl i el paper de les empreses estatals en la compra d'aquest sòl; i per últim, el baix tipus d'interès, la manca d'inversions alternatives i les expectatives de preus.

- Finalment, estimem que un fre en l'activitat immobiliària comprometria aproximadament 1,75 punts percentuals el creixement. Així doncs, considerant que l'avenç potencial del PIB es situa al voltant del 8,5% anual, en un escenari de fort ajust immobiliari el creixement es veuria reduït fins el 6,75%, una taxa que podem qualificar com un aterratge relativament suau de l'economia. Això, sempre i quan, altres riscos a la baixa no s'hi afegissin.

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La **Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona** no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2012

© Barcelona-Shanghai Women Bridge

© Claudia Canals

© Mercè Carreras-Solanas

Voldríem agrair al professor Jie Chen (Fudan University) els valuosos comentaris i als professors Jing Wu (National University of Singapore and Tsinghua University), Xiuping Hua (Nottingham University Business School, China) l'aportació de gràfics i dades usades en l'article. Qualsevol errada o omissió és responsabilitat exclusiva dels autors.

Introducció

L'intens creixement en els preus del mercat immobiliari xinès en els darrers anys ha despertat un gran interès global tant en els seus factors principals com en determinar l'existència o no d'una bombolla. La importància d'aquest sector a la pròpia economia i al seu progrés és evident: té un pes de 12% del PIB i representa un 26% de la inversió total. Més enllà de la qüestió purament econòmica, una bombolla en el mercat immobiliari és un problema social, un aspecte sobre el qual el govern xinès és especialment sensible[1].

Així mateix, la importància en el món de la Xina, tercera economia mundial (en paritat de poder adquisitiu), per darrera dels Estats Units i de l'Àrea Euro; i el seu grau d'obertura al comerç internacional (és la primera potència exportadora), fa que qualsevol disrupció econòmica del gegant asiàtic tingui conseqüències adverses mundials[2].

Segons dades del *Institute of Real Estate S*tudies de la *Tsinghua University*, i usant els resultats de Wu et al. (2012), els preus de 35 de les ciutats més grans han crescut al voltant d'un 225%, en termes reals, durant el període 2000-2010 (vegeu gràfic). Això implica un augment promig anual del 8,5%. Pel 2011, els preus en agregat han aturat la pujada, segons dades del FMI.

En un país que en els darrers trenta cinc anys ha avançat a un ritme frenètic del 10% anual, una taxa de creixement del 8,5% anual en el preu de l'immobiliari no sembla ni molt menys extraordinària. Tanmateix, aquests increments amaguen importants diferències entre algunes grans ciutats costeres, on els increments han estat molt forts, i d'altres ciutats interiors més petites, amb menors avenços. En segon lloc, una bona part de l'augment s'ha concentrat el 2009, on s'observa una pujada dels preus reals de prop del 40%.

Així doncs, hi ha hagut realment una pujada que es pugui qualificar de bombolla en els preus dels habitatges a la Xina? Respondre a aquesta pregunta és precisament el primer objectiu d'aquest estudi. El paper també estudia els determinants principals de l'evolució dels preus; i finalment, estima els possibles efectes d'un fre en el sector immobiliari sobre el creixement del país.

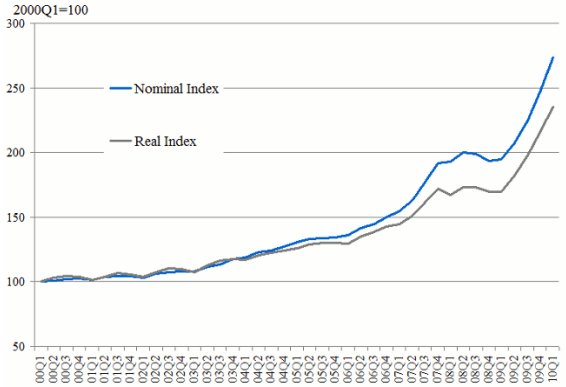
En particular, concloem que no es pot parlar de bombolla immobiliària generalitzada a la Xina, sinó de bombolles en algunes de les grans ciutats costeres del sud-est del país, com Shanghai, Shenzhen i Hangzhou, i a d'altres grans ciutats no costeres com és el cas de Beijing.

Els principals factors darrera la pujada de preus a les grans ciutats són, en primer lloc, el gran creixement del país i de les regions/ciutats. En segon lloc, el procés de migració/urbanització. En tercer lloc, el fort estímul fiscal i creditici que va seguir a la recessió global de 2008-09. La dependència dels governs locals en la venda de terrenys pels seus ingressos. I per últim, els baixos tipus d'interès, la manca d'inversions alternatives i les expectatives d'apreciació dels preus.

Finalment, davant d'un fre en l'activitat immobiliària estimem que el gegant asiàtic creixeria a taxes properes al 6,75%, un escenari d'aterratge relativament suau però no exempt de riscos. Això reduiria en 0,3 punts el creixement mundial.

Fort augment de preus a nivell agregat el 2009

Índex de preus d'habitatge nou i privat(qualitat constant) en 35 grans ciutats (2000 T1 = 100) – Dades de Tsinghua University



Font: Wu et al (2012) basat en dades del *Institute of Real Estate Studies, Tsinghua University*.

Poca fiabilitat de les dades

Malgrat el perill que representen per qualsevol economia les bombolles d'actius, determinar la seva presència és molt difícil, ja que l'acceleració en el creixement del preu d'un actiu no és un indicador suficient de la presència de bombolles i la literatura econòmica no ens proporciona cap model perfectament especificat que les incorpori. Així mateix, en el cas de l'immobiliari xinès, les dificultats s'agreugen encara més per quatre motius.

En primer lloc, la recol·lecció de dades s'inicia molt recentment, entre principis i mitjans dels 2000 en la majoria de casos, la qual cosa dificulta l'aplicació d'algunes metodologies que requereixen llargues series temporals que comprenguin períodes clarament no inflacionaris dels preus dels habitatges.

[1] Vegeu l'Article IV per la Xina (2011) del FMI per la importància del sector immobiliari a l'economia xinesa.
[2] Segons dades del FMI (WEO Abril 2012 i DOTS).

En segon lloc, els indicadors de preus reportats per fonts oficials xineses no són fiables. Actualment, hi ha dos indicadors oficials, el "preu promig de venda de nous habitatges" i "l'índex de preus de 70 ciutats grans i mitjanes", ambdós indicadors computats pel mateix organisme, el servei nacional estadístic de la Xina, i ambdós àmpliament criticats per mostrar unes pujades de preus clarament subestimades. A tall d'exemple, i segons el primer d'aquests indicadors, la pujada de preus de l'habitatge a la ciutat de Shanghai en l'acumulat del 2005 al 2010 es trobava al voltant del 10% (vegeu gràfic). En un país amb taxes de creixement del 10% anual, un augment de preus com aquest és realment baix (vegeu gràfic). Tanmateix, segons el *China Real Estate Index System*, un proveïdor privat de dades del sector immobiliari a la Xina, l'increment de preus a Shanghai va ser de més del 150% durant el mateix període. I tenint en compte que, segons diverses fonts, el creixement dels salaris en aquesta mateixa ciutat va ser del 107% per l'acumulat dels mateixos anys, és comprensible que alguns estudis es centrin en l'estudi d'una possible bombolla en aquesta ciutat.

Aquestes grans disparitats en les dades segons la font es produeixen de manera generalitzada per a totes les ciutats i regions dels país així com en els índexs agregats.

El que està clar és que moviments de preus dins de l'ordre de magnitud mostrats en els índexs de preus oficials no requereixen cap mesura d'intervenció per part de l'executiu per refredar el mercat. I per tant, les distintes polítiques portades a terme entre 2005 i 2007, com la pujada d'impostos en la compra-venda d'habitatges o els augments en les aportacions inicials, destinades a refredar el mercat, són clarament indicatives que el govern no es creu els seus propis índexs de preus.

En tercer lloc, l'ús d'agregats de preus subestima la inflació immobiliària en algunes grans ciutats del país[3]. El mercat immobiliari és un mercat de competència imperfecta on els comportaments de cada unitat, de cada barri, de cada districte i de cada ciutat poden ser molt diferents en resposta a uns mateixos incentius i/o polítiques. És per això que no podem parlar de bombolla a la Xina de manera generalitzada, com tampoc podem extrapolar els resultats d'una o diverses ciutats a tot el país doncs seria totalment erroni.

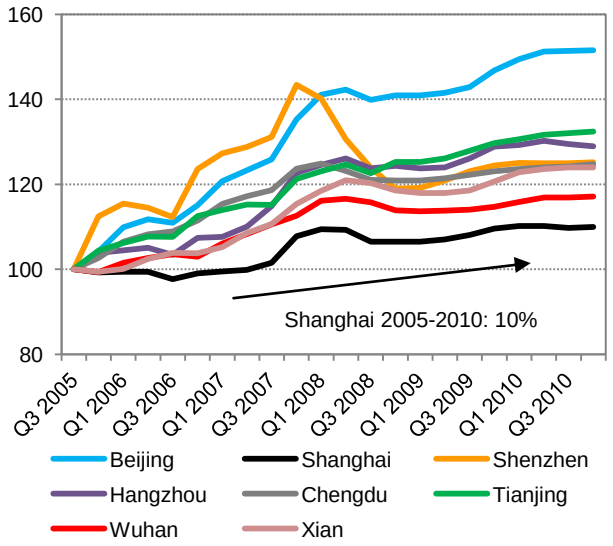
L'actual situació que estem vivint al nostre país ens ho exemplifica perfectament. Hi havia bombolla, s'està desinflant, però la intensitat de l'esclat no està essent la mateixa, i les rigideses del sistema no estan actuant de la mateixa manera, en diferents àrees geogràfiques.

Per últim, i relacionat amb el punt anterior, la necessitat d'analitzar el mercat immobiliari de manera desagregada per regions i/o ciutats requereix l'ús de dades a nivell desagregat de PIB i d'ingrés disponible, entre d'altres. Tal i com passava amb els índex de preus oficials dels habitatges, les dades oficials de creixement per les diferents regions son qüestionables. I és que segons les fonts oficials, la majoria de regions no es desvien excessivament del creixement del 10% anual que tenim en l'agregat del país. Tanmateix, segons altres proveïdors privats les diferències entre les regions i/o ciutats poden ser superiors als 10 punts percentuals.

Davant les dificultats en les dades provinents de fonts oficials la majoria d'articles que analitzen el sector immobiliari en profunditat fan ús de proveïdors de dades privats o bé realitzen les seves pròpies estimacions de preus, d'ingrés per càpita, etc. I ho fan tant a nivell agregat de país com a nivell més desagregat. Així doncs, l'anàlisi que portem a terme en aquest document de treball està basat en els resultats de les principals i més recents investigacions sobre la bombolla immobiliària xinesa.

Creixements discrets en els preus segons les fonts oficials

Índex de preus d'habitatge nou i privat per ciutat basat en dades del servei nacional estadístic (2005 T3 = 100)

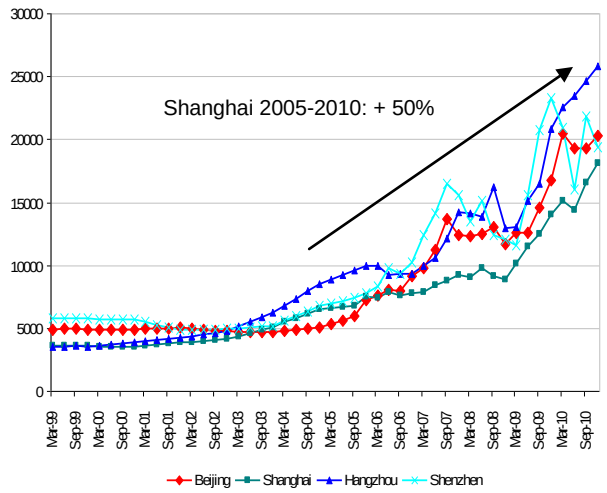


Font: Servei nacional estadístic i elaboració pròpia.

[3] Per aquest motiu, el gener de 2011 l'oficina estadística xinesa va decidir abandonar la publicació de l'agregat de preus i va seguir amb la publicació dels preus a nivell de ciutat.

Majors increments segons les fonts privades

Preus habitatge (RMB per metre quadrat)



Font: Hua et al (2012).

Història del sector immobiliari

El 1949 els habitatges a la Xina varen ser nacionalitzats i fins el 1978 eren finançats pel pressupost estatal i construïts i assignats amb lloguers baixos per les empreses públiques als seus treballadors.

Amb les reformes econòmiques de 1978 s'inicia un procés de privatització que ha consistit en la venda dels habitatges de lloguer públics als propis llogaters i en la creació d'un mercat de serveis d'habitatges.

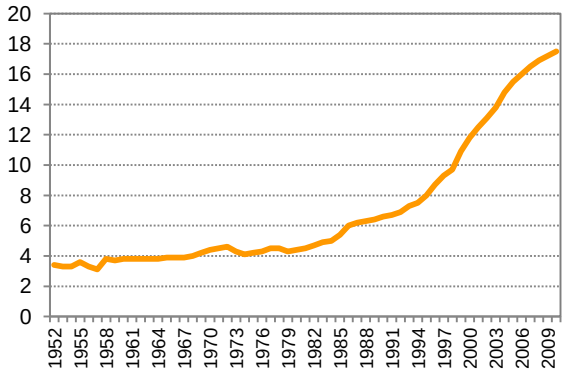
Aquest procés ha tingut elements clarament positius:

Fonamentalment ha atret capital cap al sector i ha permès incrementar de manera molt significativa el nombre de metres quadrats útils per càpita a les ciutats de 4m^2 a 15-20m^2, i per tant ha millorat les condicions de vida d'un important sector de la població[4]. En particular, la manca d'inversió es fa palesa quan veiem que entre 1950 i 1980 la superfície útil és manté estancada en 4m^2 per càpita i a partir de 1978, moment en que s'inicien les grans reformes econòmiques, comença un creixement notable de la superfície útil, més rellevant a mesura que la inversió privada incrementa el seu protagonisme.

[4] Aquestes dades són per la ciutat de Shanghai però són extrapolables a d'altres grans ciutats del país. Vegeu Chen i Stephens (2011) i "*The Urban Sustainability Index: A new tool for measuring China's Cities"*(Nov. 2010).

Gran millora en les condicions de vida de Shanghai extrapolable a la resta de ciutats

Evolució de la superfície útil per càpita (en m^2)



Font: Chen i Stephens (2011).

També és veritat, però, que aquesta transformació del mercat de l'habitatge ha generat problemes d'accessibilitat a un gran nombre de llars.

Els profunds canvis en el mercat residencial xinès iniciats a finals dels setanta s'han desenvolupat en tres etapes diferents:

De 1978 a 1998: una de les primeres iniciatives durant aquesta etapa va ser el 1980 a Shenzhen on es funda la primera promotora privada d'habitatges, destinada a produir residències per estrangers o per empleats d'empreses no estatals, però la resta d'habitatge continuava essent proveït per les *danwei* (unitats de treball), que normalment eren empreses de propietat estatal (a partir d'ara SOEs, per les seves sigles en anglès *"State Owned Enterprises"*), i per tant els incentius per als inversors encara eren molt baixos.

El 1988 la reforma constitucional manté la propietat de la terra en mans de l'estat però permet als individus comprar l'usdefruit de la terra per 70 anys.

De 1998 a 2005: seguint la tendència aplicada a d'altres països amb tradició de parcs públics d'habitatge de lloguer, es va utilitzar un mecanisme semblant al que s'havia utilitzat al Regne Unit a la dècada dels 80 per convertir en propietaris dels habitatges als propis llogaters. Al Regne Unit, el desig governamental de donar accés a la propietat a les famílies es va instrumentalitzar mitjançant la venda del parc de lloguer municipal als llogaters a preus bonificats[5].

En el cas xinès, també es va facilitar la compra dels habitatges per part dels propis llogaters amb la prohibició a partir de 1998 a les SOEs de proveir habitatges directament a canvi de promoure amb

[5] Vegeu Balchin (1996) "Housing Policy in Europe"

beneficis salarials la compra dels habitatges per part dels empleats.

Juntament amb aquestes mesures, també va esperonar la privatització del mercat residencial la possibilitat dels inversors estrangers i expatriats d'accedir-hi sobretot en les ciutats costaneres com Shanghai, i altres mesures com desgravacions fiscals i l'accés privilegiat per als immigrants al *hukou* (document equiparable al empadronament que permet accedir a la condició de ciutadà de ple dret en una ciutat de la qual l'individu no n'és originari).

A partir de 2005: els preus s'havien disparat en algunes ciutats i calien mesures reguladores. El govern començà a veure els possibles efectes negatius de la privatització i la necessitat d'aplicar polítiques de refredament. Llavors es varen aplicar mesures d'increment dels tipus d'interès i es van endurir les condicions de concessió d'hipoteques exigint aportacions inicials molt superiors, i impostos sobre transmissions.

Factors d'oferta i demanda

En general, els determinants convencionals o fonamentals de les pujades i baixades en els preus dels habitatges tant a curt com a llarg termini es divideixen en factors de demanda i d'oferta. D'entre els primers destaquen: el canvi en els ingressos dels habitants, directament lligats al creixement econòmic del país; el tipus d'interès; l'accés al crèdit hipotecari; els canvis demogràfics; la rendibilitat d'actius alternatius; el paper de les expectatives; i els avantatges i estímuls fiscals. Pel que fa als factors d'oferta, menys estudiats en la literatura, tenim: el cost de la construcció i inversió en habitatge; la disponibilitat i cost de la terra; i diverses mesures administratives que poden afectar directa o indirectament l'oferta.

L'enorme progrés de la Xina en les últimes tres dècades, i la peculiar manera de dirigir molt estretament el seu patró de creixement ens ajuda a identificar els seus principals determinants d'oferta i demanda immobiliària. En particular, pensem que els principals factors que expliquen l'evolució dels preus immobilaris són: el gran augment dels ingressos de les llars xineses; el procés d'urbanització i la migració del camp a la ciutat; el fort estímul fiscal i la relaxació de les condicions creditícies davant la crisis global; la dependència dels ingressos dels governs locals en la venda de concessions sobre els terrenys i l'efecte del sector públic com a important comprador; i finalment, el paper que juguen el baix tipus d'interès, la manca d'inversions alternatives i les expectatives dins la determinació del cost d'ús i per tant, com a factors claus tant en els preus dels habitatges com en la seva volatilitat[6].

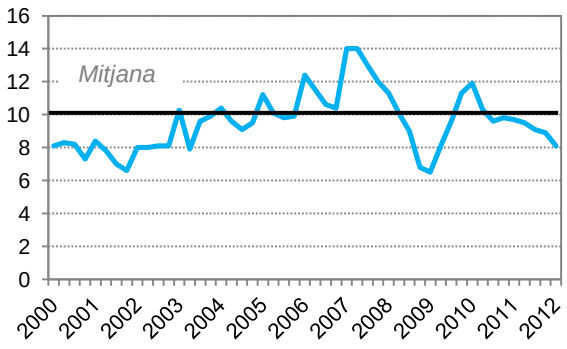
Fort creixement del país

És natural que comencem parlant del ja mencionat fort creixement del país, causant del ràpid increment dels ingressos disponibles de les famílies, com a un factor de demanda clau darrera l'augment de preus de l'habitatge (vegeu gràfic).

La major part d'informes sobre bombolles estudien el què ha passat en les grans ciutats, doncs han gaudit de taxes de creixement més altes que les zones rurals. Mentre a principis dels vuitanta la renda de les ciutats duplicava la de les zones rurals, en l'actualitat la diferència ja es troba al voltant del 3,5.

Fort creixement de l'economia xinesa

Creixement del PIB interanual (dades trimestrals %)



Font: *Thomson Reuters Datastream* i elaboració pròpia.

Entre les ciutats, les diferències en l'evolució del PIB també són considerables. Per exemple, segons un informe de HSBC (2010), l'any 2009, Tianjin, ciutat propera a Beijing, va avançar prop d'un 17%, mentre que Xiamen, a la província de Fujian, va créixer un 8%. Tot i així, per les grans ciutats que es mencionen en aquest document, no hi ha una correlació positiva significativa entre el creixement del PIB i l'augment de preus immobiliaris.

En tractar aquest punt, la majoria d'informes s'endinsen en l'elaboració de ràtios d'accessibilitat, per veure si malgrat l'augment en els ingressos familiars, l'augment de preus dels habitatges ha estat excessiu o no. Entre aquestes ràtios, destaca la del preu sobre renda disponible –el preu representa el preu d'un habitatge promig i la renda disponible és el promig anual per família. I malgrat

[6] Abans de continuar amb l'anàlisi dels determinants bàsics en el sector de l'habitatge xinès cal esmentar que tot i que la major part d'evidència gràfica que reportem és purament una correlació, i per tant, no se'n pot extraure causalitat, els articles als quals fem referència sí realitzen anàlisis més profunds que van en la direcció de demostrar causalitat entre els detonants citats i els preus del mercat immobiliari.

que la majoria d'articles usen les seves pròpies estimacions, tant en l'índex de preus de l'habitatge, com en la renda familiar, tots ells conclouen que l'apreciació immobiliària ha superat el fort augment dels ingressos disponibles de les llars a Shanghai, Shenzhen, Hangzhou (totes elles ciutats costeres del sud-est del país) i Beijing.

Pel contrari, la majoria de ciutats interiors, com Chengdu, Tianjin, Wuhan, i Xian han tingut una millora dels ingressos en línia amb la pujada de preus de l'habitatge. Finalment, hi ha altres ciutats, com Guangzhou, Nanjing o Chongqing, on l'evidència no està clara i, mentre alguns articles les situen amb les urbs amb bombolla, d'altres les col·loquen a una zona intermèdia o fins i tot al bàndol oposat[7].

Aquests onze mercats als que fem referència en el text són grans ciutats, cap té menys de 8 milions d'habitants, representen un 11% en el total de la població –més encara si tenim en compte els pobles i ciutats que s'estenen enganxats a la gran urbe–, i totes han sofert un augment considerable de la seva població en els darrers anys, la majoria entre un 10% i un 40% en la darrera dècada. Així mateix, en l'actualitat, representen més d'un terç del valor de venta d'habitatge de nova construcció del país[8].

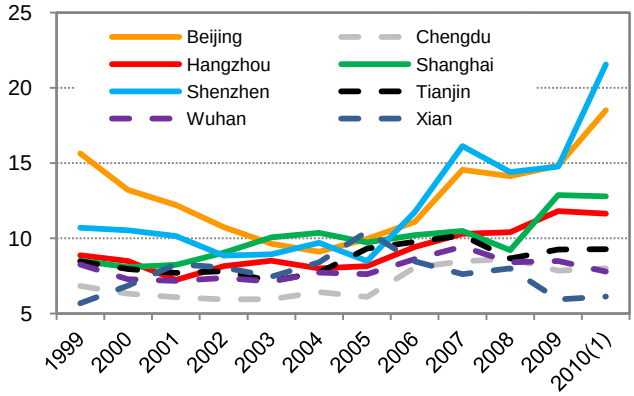
La ràtio preu-renda disponible varia segons les ciutats ...

		JP Morgan	Wu et al (2012)
		2010	2010(1)
Ràtio alt	Beijing	17.0	18.5
	Shanghai	12.0	12.8
	Shenzhen	13.3	21.6
	Hangzhou	12.3	11.6
Ràtio mig	Chengdu	7.6	8.0
	Tianjing	8.1	9.3
	Wuhan	6.7	7.8
	Xian	6.1	6.1

Font: JP Morgan (2010), Wu et al. (2012).
Nota: La dada per JP Morgan és una estimació pel total de l'any mentre que en Wu et al. la dada és l'actual pel primer trimestre. Malgrat la diferència de ràtios entre els estudis, l'ordre de les ciutats no varia excessivament.

...i també la seva evolució.

Ràtio preu-ingressos en 8 grans ciutats xineses



Font: Wu et al (2012).

Les grans ciutats costeres més Beijing sota pressió

Risc Alt Bombolla Risc Mitjà Bombolla Risc Baix Bombolla

Font: elaboració pròpia.

Migració del camp a la ciutat

Des de l'inici de les reformes iniciades el 1978 per Deng Xiaoping, el procés d'ubanització fruit de la migració de treballadors del camp a la ciutat ha estat constant. Més de 300 milions de persones s'han traslladat a les zones urbanes des de la Xina rural, malgrat les dificultats que comporta el sistema *Hukou*[9]. Així, si a finals dels 70 menys d'un 20% de la població vivia a les ciutats, en l'actualitat la xifra ja ronda el 50%. Davant d'aquesta tendència, és lògic pensar que nombroses de les vivendes que s'adquireixen a les grans ciutats són comprades per aquests immigrants, afectant així els preus en aquestes ciutats receptores de població[10].

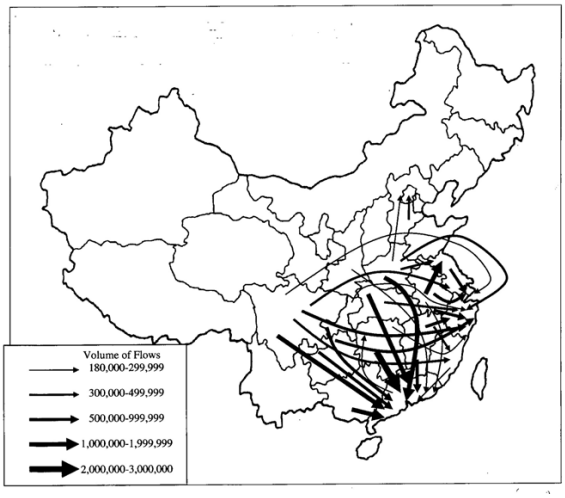
Més concretament, i en consonància amb les majors pujades de preus, en els darrers anys les ciutats costeres del sud-est del país s'han convertit en les principals destinacions d'immigrants,

[7] Vegeu Wu et al (2012), Hua et al (2012), Ahuja et al (2010), Dreger i Zhang (2010), l'informe *"Asian Property Yardstick"* de JP Morgan publicat el 14 de juliol del 2010 i l'informe *"Real Estate Outlook, China "* del BBVA publicat l'11 de juliol del 2011.
[8] Vegeu Wu et al. (2012).

[9] Vegeu Chan (*forthcoming* 2013).
[10] Vegeu Chen et al. (2011) i Ahuja et al (2010).

generant pressió en els preus de l'habitatge. Segons Chan (2013), la província de Guangdong, coneguda per molts com la "la fàbrica mundial" i on es troben les ciutats de Shenzhen i Guangzhou; la província de Zheijang, amb la ciutat de Hangzhou al capdavant; Jiangsu, amb la seva capital Nanjing; i les regions de Shanghai i Beijing han estat les destinacions preferides dels xinesos (vegeu gràfic).

Forts fluxos migratoris cap al sud-est del país



Font: Chan (2013).
Nota: Fluxos 2000-2005.

Polítiques contra-cícliques

El fort estímul fiscal i la relaxació en les condicions creditícies de finals del 2008 molt segurament estan darrera de la gran pujada de preus del 2009[11].

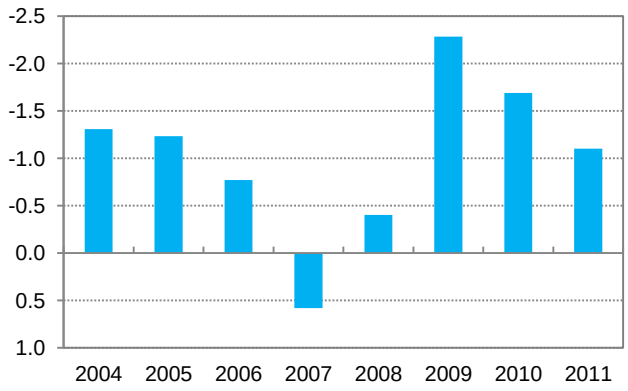
Com ja comentàvem a la part històrica, l'executiu xinès, molt coneixedor dels perills que comporten les bombolles d'actius després de l'experiència de Japó durant la dècada dels vuitanta, ha fet ús de distintes regulacions per tal d'evitar aquesta inflació: augment de les aportacions inicials en la compra de vivenda, tipus d'interès més alts en la compra de segones i terceres vivendes, restriccions en les condicions de crèdit, i limitació en la compra d'habitatges per unitat familiar, entre d'altres[12].

Tanmateix, amb la finalitat de combatre els efectes de la crisis financera i econòmica global, bona part d'aquestes mesures implementades a finals del 2007 es van relaxar alhora que es portava a terme un programa de fort estímul fiscal. En particular, el novembre de 2008 les autoritats del país varen anunciar un estímul fiscal de 4 bilions de renminbis (RMB), equivalent a 586 milers de milions de dòlars americans pel període 2009-10 (un 7% del PIB anual) (vegeu gràfic). Un 45% dels diners d'aquest paquet fiscal es van destinar a infraestructures, mentre que la millora de prestacions socials també va resultar beneficiada.

També a finals del 2008, i pels mateixos motius, el govern va decidir relaxar les restriccions al creixement del crèdit, cosa que va impulsar aquesta variable a cotes altíssimes el següent any (vegeu gràfic). Pel 2009 es van concedir un total de 7,9 bilions de RMB en crèdits, enfront dels 4,2 bilions el 2008. Més concretament, el saldo viu de crèdit va passar d'un 97% del PIB el 2008 a un 117% el 2009 –el total de crèdit va créixer un 32% durant l'any 2009, molt per sobre del 16% que havia crescut un any abans.

Fort estímul fiscal el 2009 i 2010 ...

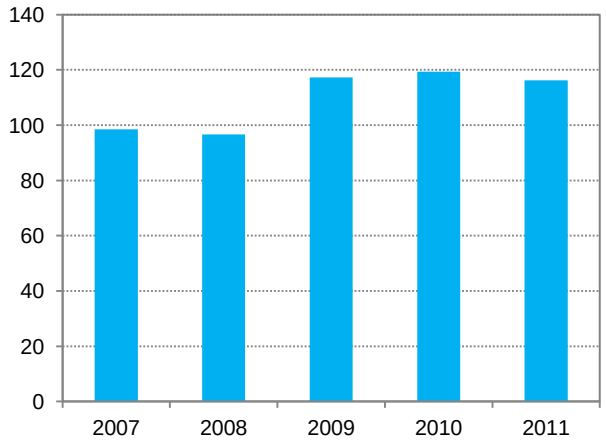
Saldo fiscal (% PIB)



Font: *Thomson Reuters Datastream* i elaboració pròpia.

... i impuls en el crèdit

Saldo viu (% PIB)



Font: *Thomson Reuters Datastream* i elaboració pròpia.

[11] Vegeu Chen i Stephens (2011).
[12] Vegeu BBVA (juliol 2011) (Box 1) per un resum de les mesures restrictives sobre el mercat immobiliari més destacades portades a terme entre el 2009-11.

El sector públic en la compra-venda de sòl

L'actuació dels governs locals és un factor rellevant en la formació dels preus del sòl a gairebé tots els països i la Xina no n'és una excepció. Més, si tenim en compte que les concessions de sòl són monopoli municipal.

La dependència dels governs locals en els ingressos per la venta del sòl, juntament amb les grans inversions de caràcter conjuntural portades a terme per aquestes entitats municipals per afrontar la gran crisi global, expliquen part del fort augment dels preus dels habitatges. A més, en el cas xinès, la importància de les SOEs com a demandants de sòl també ha estat un element a tenir en compte en la determinació d'aquests preus.

A partir de la reforma constitucional de 1988, que permet 70 anys d'usdefruit del sòl per usos residencials[13], el mecanisme habitual consisteix en la cessió de l'usdefruit per part del govern local al promotor que hi construeix i ven als particulars que, a la vegada, poden vendre o llogar l'actiu. El que succeirà quan s'acabi el període de concessió en aquests moments encara no està clar.

Donada la manca de transparència en les concessions realitzades durant la dècada dels 90, des de principis de la dècada següent les concessions només poden ser adjudicades via subhasta amb licitació pública.

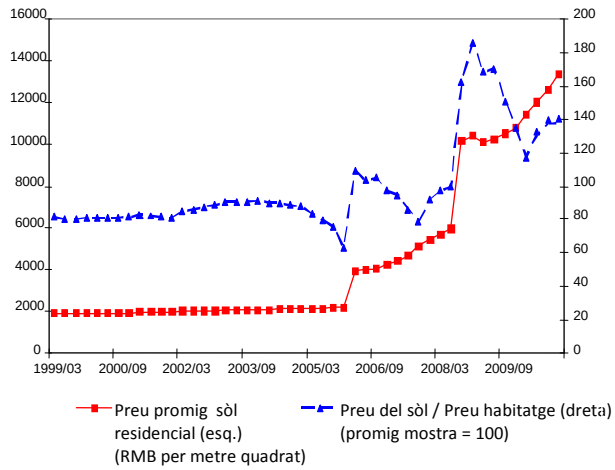
Com en altres països, els ingressos obtinguts per les concessions de sòl urbà són la principal font d'ingressos per a molts municipis –representen al voltant del 50% del total d'ingressos d'aquests governs locals–. En el cas del gegant asiàtic, aquesta dependència s'uneix a la limitada capacitat dels governs locals de recaptar impostos, molt concentrada en mans del govern central. El 2010, els governs locals van generar el 80% de la despesa pública però només van recaptar un 45% del total dels ingressos per impostos[14].

La combinació d'aquestes peculiaritats en el finançament dels governs locals, amb el fort estímul fiscal del 2009, destinat sobretot a la inversió en infraestructures, moltes de les quals han de ser dutes a terme per aquests governs municipals, ha provocat una forta inflació del preu del sòl[15].

De la mateixa manera, el paper de les SOE com a demandants en les concessions de sòl urbà també és un factor a tenir en compte en la compra-venda de terra i per tant en la formació de preus del sector immobiliari En concret, les grans empreses municipals tendeixen a comprar el sòl a preus superiors. Segons un recent estudi de Wu et al (2012), a Beijing les empreses públiques paguen un 27% més pel metre quadrat de sòl (controlant per factors de qualitat i d'altres). Entre les possibles explicacions hi hauria la tesi que aquestes empreses són "too big to fail" i, per tant, no prenen decisions totalment eficients. Tot i l'esforç en la millora de la governança corporativa, la Xina encara es troba per sota del promig mundial, segons l'índex de competitivitat generat pel *World Economic Forum*. En segon lloc, les SOEs han tingut un accés més fàcil al crèdit a través dels propis bancs públics.

Gran augment del preu del sòl a Beijing

Preus del sòl (termes corrents)



Font: Hua et al (2012).

El cost d'ús

L'augment en el "cost d'ús" de l'habitatge és el cinquè factor darrera la pujada de preus alhora que explica també la seva volatilitat. Això és especialment rellevant en una economia on la inversió en el mercat residencial és pràcticament la única alternativa inversora de la població.

Definim com a "cost d'ús" el cost que representa per a un consumidor que és propietari del seu habitatge gaudir del servei que aquest habitatge li proporciona. Per tant, aquest concepte és similar al concepte de lloguer, que és el cost que té un consumidor per gaudir dels serveis d'un habitatge que no és de la seva propietat.

Intuïtivament, en un entorn on el mercat de lloguer i el de crèdit funcionin bé ambdós costos han de ser molt semblants. És a dir, el cost de tenir en propietat un immoble hauria de coincidir

[13] Per usos industrials la concessió és de 50 anys, mentre que per usos comercials és de 40.
[14] Vegeu *The Economist, "Pay and Play. One year on, China's most-hyped tax is still mostly hype"*, 4 de febrer de 2012.
[15] Vegeu Hua et al. (2012).

aproximadament amb el cost de llogar un habitatge similar durant el mateix període de temps. En aquest, entorn l'individu tendirà a voler comprar l'actiu sobretot si espera que en un temps més o menys curt el preu de l'actiu augmenti.

El concepte de cost d'ús vol reflectir la combinació entre els costos associats a tenir un habitatge en propietat (el cost hipotecari, costos de transacció, manteniment, desgravacions fiscals, etc.) i l'apreciació o depreciació del preu d'aquest habitatge.

Tenint en compte que a la Xina els impostos sobre la propietat són poc rellevants i que no hi ha avantatges fiscals per viure en un immoble propi, el cost d'ús com a percentatge del valor de l'habitatge es pot representar com (Poterba 1984):

$$CU = r + m + d + \beta - \Delta p$$

On r es el tipus d'interès hipotecari, m són les despeses de manteniment, d la depreciació que pateix l'immoble, β la prima de risc per invertir en el mercat immobiliari[16] i Δp l'apreciació (o depreciació) esperada en el preu de l'habitatge el següent any.

El cost d'ús doncs és funció del:

* tipus interès (+)

* depreciació i manteniment (+)

* prima de risc (+)

* apreciació del preu de l'habitatge (-)

El fet que els costos de tenir una propietat a la Xina siguin molt baixos –doncs el tipus d'interès hipotecari i els costos de manteniment i depreciació són baixos – fa que el cost d'ús depengui molt de les expectatives de preus o del canvi d'aquestes expectatives[17].

A les grans ciutats xineses, aquestes expectatives, com ocorre en la major part de mercats residencials amb fort creixement econòmic, han augmentat de manera continuada, facilitant aquests grans increments de preus. Alhora, petits canvis en aquestes expectatives han provocat fortes fluctuacions en la demanda i, per tant, fortes fluctuacions en els preus de l'actiu.

Més enllà del comportament dels fonamentals de l'economia i de modificacions en els tipus d'interès i en les restriccions creditícies, un fenomen estabilitzador del mercat immobiliari és l'equilibri en les formes de tinença de l'habitatge. Un mercat on l'oferta de serveis d'habitatge de lloguer és molt limitada –com seria el cas de la Xina– genera la necessitat de comprar l'habitatge per part de molts ciutadans que així es converteixen en inversors involuntaris que contribueixen, amb les seves expectatives, a generar volatilitat i a desestabilitzar el mercat (Carreras-Solanas, 2004).

Conseqüències davant d'un fre en l'activitat immobiliària

Un cop analitzats els detonants en l'augment dels preus dels habitatges xinesos i havent observat com aquests augments han estat força heterogenis entre les distintes ciutats/regions del país, ens preguntem per l'impacte que tindria en el progrés econòmic del gegant asiàtic un fre en l'activitat immobiliària fruit d'un esclat de la bombolla a les grans ciutats.

En un exercici aproximat, si tenim en compte que el sector immobiliari representa un 12% del total del PIB del país i que el 2011 va créixer un 22,5% en termes reals –fruit d'un creixement del 27,9% en termes nominals i d'un deflactor dels preus del 5,4% el 2011–, una forta ralentització en la inversió d'aquest sector fins al 6% -conseqüència d'una caiguda del 10% a les grans ciutats i una moderació del creixement fins el 15% a la resta de regions[18]–, comprometria, "de manera directa", 2 punts percentuals el progrés del país.

De manera "indirecta", caldria considerar els efectes sobre el consum i les importacions d'aquest fre en l'activitat immobiliària. En particular, una menor activitat en aquest sector comportaria una disminució de les importacions d'inputs usades per aquest sector, la qual cosa matisaria la disminució de 2 punts en el creixement. En el cas xinès, donat el considerable contingut importador del sector de la construcció[19], la davallada de les importacions podria aportar fins a 0,4 punts al creixement, deixant la reducció total en aquest punt al voltant dels 1,6 punts percentuals.

En segon lloc, el fre immobiliari també tindria conseqüències sobre el consum de les llars, les quals constitueixen un terç de la demanda agregada. La disminució de la riquesa de les

[16] La prima de risc immobiliària és una funció de la volatilitat dels preus dels habitatges. En general, es calcula combinant el risc d'impagament del deute sobirà del país i mesures de la seguretat de les inversions en aquell país.

[17] Vegeu l'article de *The Economist* (4 febrer 2012), *"Time for a property tax"* on s'argumenta que un augment en la rellevància dels impostos sobre la propietat estabilitzaria els enormes vaivens en el mercat immobiliari xinès.

[18] Prenem que un terç de la nova inversió en immobiliari es porta a terme a les grans ciutats i la resta a la resta d'urbs i pobles del país.

[19] Un 20% aproximadament, càlcul a partir de les taules Input-Output per a la Xina proporcionades per la OECD (STAN).

famílies fruit de la pèrdua de valor dels actius immobiliaris reduiria la seva despesa en béns de consum (efecte riquesa). A més a més, l'ajust en la taxa d'ocupació també afectaria el consum.

A grans trets, si suposem que la riquesa immobiliària de les famílies es troba al voltant del 150% del PIB[20], una disminució en el preu dels habitatges del 10% implicaria una destrucció de riquesa equivalent al 15% del PIB. En aquest cas, prenent una elasticitat-riquesa de l'1%[21], l'ajust del consum reduiria en 0,15 punts el creixement del PIB. Això duria a una ralentització total de l'economia (de manera "directa" i "indirecta") entorn dels 1,75 punts percentuals.

Així doncs, considerant un avenç potencial de l'economia xinesa del 8,5% anual, el gegant asiàtic creixeria al voltant del 6,75%, la qual cosa vindria a confirmar un escenari d'aterratge relativament suau, tot i que no exempt de certs problemes. Més encara si tenim en compte el risc provinent de la debilitat de les economies avançades, en especial la europea, que es podria afegir a la desacceleració impulsada pel sector immobiliari.

A nivell mundial, i tenint en compte que la Xina té un pes proper al 15% en el PIB mundial, una moderació de 1,75 punts en el creixement del gegant asiàtic implicaria una desacceleració d'uns 0,3 punts en el creixement mundial, del 3,5% estimat pel FMI al 3,2%.

Aquests 1,75 punts percentuals calculats *grosso modo* es situen per sobre de l'impacte estimat per Stephen Roach, de Morgan Stanley, en un article difós a finals de 2011, on afirmava que menys de l'1% del PIB xinès es troba compromès pel risc de bombolla immobiliària. Pel contrari, Patrick Chovanec, en un exercici lleugerament més simple que el nostre, afirma que un creixement zero del sector immobiliari restaria 2,6 punts percentuals a l'avanç del país, generant un aterratge més brusc[22].

Per una altra banda, també és necessari estudiar la importància del sector immobiliari en el sistema bancari i en l'endeutament de les famílies, doncs la seva exposició pot comportar un risc per la solidesa financera del país i per tant, pel propi creixement de la Xina a mig termini. En primer lloc, trobem que tot i l'augment del crèdit al sector immobiliari, aquest es situa en el 20% del total de crèdit (hipotecari i constructor), una xifra molt moderada si la comparem amb el 46% d'Alemanya o el 54% actual d'Espanya (dades a fi de 2011). Si bé és cert que, de manera indirecta, l'exposició està per sobre doncs els immobles són el col·lateral de bona part del crèdit no hipotecari (en les cinc major entitats entre un 30% i un 45% del crèdit no hipotecari[23]). A més, també cal tenir en compte el crèdit que s'ha donat a sectors totalment vinculats a l'evolució del sector immobiliari, com la indústria del ciment o de l'acer, entre d'altres. Així i tot, creiem que les xifres que es fan servir en l'entorn xinès són modestes i per tant, controlables en el cas d'un esclat de les bombolles en algunes de les grans ciutats afectades.

En segon lloc, l'endeutament hipotecari de les famílies no és molt alt, doncs la majoria de les llars acostumen a realitzar una destacable aportació per la compra de l'habitatge, en la majoria de casos bastant per sobre del mínim exigit. En particular, aquest endeutament només representa un 14% del PIB xinès –molt per sota del 40% als Estats Units i del 61% a Espanya– i un 18% del total d'estalvi de les famílies.

En definitiva, no creiem que l'esclat de les bombolles immobiliàries en certes regions suposi un risc elevat pel ritme de creixement del país. De totes maneres, a nivell local, no es poden descartar situacions complicades a nivell bancari, per l'exposició de certs bancs petits i locals.

Conclusions

L'evidència disponible ens permet concloure que no es pot parlar d'una bombolla immobiliària generalitzada a la Xina. L'augment en els preus de l'habitatge no ha estat ni uniforme ni generalitzat en tot el país, sinó que s'ha concentrat en unes poques grans ciutats del país, principalment, Shanghai, Shenzhen, Hangzhou (costeres) i Beijing.

Pensem que hi ha hagut diversos factors claus en la pujada de preus de l'habitatge en aquestes ciutats. En primer lloc, l'augment dels ingressos de les famílies. En segon lloc, el procés de migració i d'urbanització cap a grans ciutats costeres del sud-est del país. En tercer lloc, el fort estímul fiscal i la relaxació de les condicions creditícies per contrarestar la crisis financera i econòmica global. La dependència dels ingressos dels governs locals en la venda de sòl i els majors preus pagats pel

[20] Suposem una riquesa immobiliària del 50% del PIB el 2000, una taxa d'inversió immobiliària de prop del 12% i una depreciació anual del 1,5%.

[21] En el cas espanyol, segons Bover (2005), aquesta elasticitat es situa en el 2%, per sota de països com Estats Units i Regne Unit. Pels països menys desenvolupats aquesta elasticitat acostuma a situar-se per sota de les xifres per economies avançades.

[22] Vegeu Stephen Roach (27-12-2011), *"Why India is Riskier than China"*, i diversos articles del Patrick Chovanec, professor a la *Tsinghua University's School of Economics and Management* a Beijing, Xina.

[23] Vegeu l'Informe d'estabilitat financera realitzat pel FMI (Nov. 2011) per les xifres xineses, i el Bundesbank i el Banco de España per les xifres alemanyes i espanyoles, respectivament.

propi sector públic. I finalment, la importància de les expectatives en la determinació i moviment dels preus.

Finalment, no creiem que un fre en el sector comportés greus conseqüències en el creixement del país. En particular, 1,75 punts percentuals del creixement es veurien compromesos, cosa que encara implicaria un aterratge relativament suau del país, proper al 6,75%. Així mateix, la limitada exposició del sector bancari i de les famílies al crèdit hipotecari vindria a reafirmar els riscos continguts davant d'un fre immobiliari.

Tanmateix, davant el pes econòmic del sector i la seva incidència en el descontentament social, és important que el govern mantingui les polítiques flexibles i vigilants que via actuacions contra-cícliques ajuden a controlar els augments i la volatilitat de preus.

Referències

Ahuja, Ashvin, Lillian Cheung, Gaofeng Han, Nathan Porter i Wenlang Zhang, *"Are House Prices Rising Too Fast in China?*", IMF Working Paper No. 10/274 (2010).

Balchin, "Housing Policy in Europe" (1996).

BBVA (Juliol 2011), *"Real Estate Outlook. China"*.

Olympia Bover, "Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias". Boletín Económico del Banco de España, Mayo 2005.

Carreras-Solanas, Mercè, "Canvis en l'estructura de provisió de serveis d'habitatge. Mercats i polítiques a la Barcelona del segle XX." Tesi Doctoral Universitat de Barcelona (2004).

Chan, Kam Wing, *"China, Internal Migration"*, in Immanuel Ness and Peter Bellwood (eds.) The Encyclopedia of Global Migration, Blackwell Publishing (*forthcoming,* 2013).

Chen, Junhua, Fei Guo, Ying Wu. *"One decade of urban housing reform in China: Urban housing price dynamics and the role of migration and urbanization, 1995–2005".* Regional Science and Urban Economics, Volume 35, Issue 1, January 2011, Pages 1-8.

Dreger, Christian i Yanqun Zhang. *"Is There a Bubble in the Chinese Housing Market?"*, Discussion Paper 1081 DIW Berlin, November 2010.

Hua, Xiuping, Laixiang Sun i Daniel Borgia. *"The Influence of Fundamental Factors on Chinese Residential Real Estate Prices: A Unique Data Panel Study"*, Working Paper, March 14 2012.

HSBC. *"Inside the growth engine. A guide to China's regions, provinces and cities"*. Desembre 2010.

JP Morgan. *"Asian Property Yardstick",* 14 de juliol del 2010.

Wu, Jing, Joseph Gyourko, Yongheng Deng. *"Evaluating conditions in major Chinese housing markets"*. Regional Science and Urban Economics, *Volume 42, Issue 3, May 2012, Pages 531-543.*

"The Urban Sustainability Index: A New Tool for Measuring China's Cities" (Nov. 2010), The Urban China Initiative (A joint initiative of Columbia University, Tsingua University, and McKinsey & Company.