

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Documento de trabajo 04/12

Julio 2012



Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Clàudia Canals

Economista

Economía Internacional

ccanals@lacaixa.es

Mercè Carreras-Solanas

Economista

CAEPS (Univ. de Barcelona)

Directora de BSWomenB

mcarreras@bswomenb.com

Resumen

- La importancia del sector inmobiliario dentro de la economía china, con un peso del 12% del PIB, y el alcance del propio gigante asiático en el mundo, hacen del estudio de la existencia o no de una burbuja en este sector una cuestión de interés global.
- Según fuentes oficiales, durante la última década, y a nivel agregado, los precios han crecido alrededor del 9% anual en términos reales, totalmente en línea con el crecimiento del país y, por lo tanto, lejos de despertar temores por una posible burbuja inmobiliaria.
- Sin embargo, este índice agregado esconde grandes disparidades entre áreas geográficas. Los resultados de nuestro estudio sugieren la existencia de burbujas localizadas en las ciudades de Shanghai, Shenzhen y Hangzhou, todas ellas en la costa sureste del país, y en Beijing.
- Este estudio analiza los principales factores en la evolución de los precios de los inmuebles: el gran aumento de los ingresos de las familias; el proceso de urbanización y la migración hacia las grandes ciudades costeras; el fuerte estímulo fiscal y la relajación de las condiciones crediticias ante la crisis global; la dependencia de los gobiernos locales en la venta de suelo y el papel de las empresas estatales en la compra de ese suelo, y, por último, el bajo tipo de interés, la falta de inversiones alternativas y las expectativas de precios.
- Finalmente, estimamos que un freno en la actividad inmobiliaria comprometería aproximadamente en 1,75 puntos porcentuales el crecimiento. Así pues, considerando que el avance potencial del PIB se sitúa alrededor del 8,5% anual, en un escenario de fuerte ajuste inmobiliario el crecimiento se vería reducido hasta el 6,75%, una tasa que podemos calificar como un aterrizaje relativamente suave de la economía. Esto, siempre y cuando no se añadieran otros riesgos a la baja.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – “la Caixa”, 2012

© Barcelona-Shanghai Women Bridge

© Clàudia Canals

© Mercè Carreras-Solanas

Quisiéramos agradecer al profesor Jie Chen (Fudan University) sus valiosos comentarios y a los profesores Jing Wu (National University of Singapore and Tsinghua University), Xiuping Hua (Nottingham University Business School, China) la aportación de gráficos y datos usados en el artículo. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva de los autores.

Introducción

El intenso crecimiento en los precios del mercado inmobiliario chino en los últimos años ha despertado un gran interés global tanto en sus factores principales como en determinar la existencia o no de una burbuja. La importancia de este sector en la propia economía y en su progreso es evidente: tiene un peso del 12% del PIB y representa un 26% de la inversión total. Más allá de la cuestión puramente económica, una burbuja en el mercado inmobiliario es un problema social, un aspecto sobre el que el gobierno chino es especialmente sensible¹.

Asimismo, la importancia de China en el mundo, tercera economía mundial (en paridad de poder adquisitivo), por detrás de Estados Unidos y del Área Euro, y su grado de apertura al comercio internacional (es la primera potencia exportadora), hacen que cualquier disrupción económica del gigante asiático tenga consecuencias adversas a nivel mundial².

Según datos del *Institute of Real Estate Studies* de la *Tsinghua University*, y usando los resultados de Wu *et al.* (2012), los precios de 35 de las ciudades más grandes han crecido alrededor de un 225%, en términos reales, durante el período 2000-2010 (ver gráfico). Esto implica un aumento promedio anual del 8,5%. Para 2011, los precios en agregado han parado la subida, según datos del FMI.

En un país que en los últimos treinta y cinco años ha avanzado a un ritmo frenético del 10% anual, una tasa de crecimiento del 8,5% anual en el precio del inmobiliario no parece ni mucho menos extraordinaria. Sin embargo, estos incrementos esconden importantes diferencias entre algunas grandes ciudades costeras, donde los incrementos han sido muy fuertes, y otras ciudades interiores más pequeñas, con menores avances. En segundo lugar, una buena parte del aumento se ha concentrado en 2009, donde se observa una subida de los precios reales de cerca del 40%.

Así pues, ¿ha habido realmente una subida que se pueda calificar de burbuja en los precios de las viviendas en China? Responder a esta pregunta es precisamente el primer objetivo de este estudio. El documento también estudia los principales determinantes de la evolución de los precios y, finalmente, estima los posibles efectos de un freno del sector inmobiliario sobre el crecimiento del país.

¹ Ver el Artículo IV de China (2011) del FMI para la importancia del sector inmobiliario en su economía.

² Según datos del FMI (WEO Abril 2012 y DOTS).

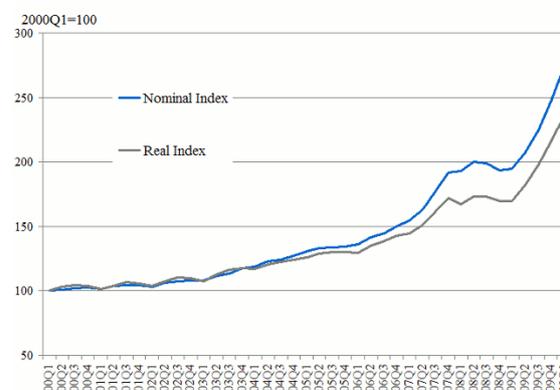
En particular, concluimos que no se puede hablar de burbuja inmobiliaria generalizada en China, sino de burbujas en algunas de las grandes ciudades costeras del sureste del país, como Shanghai, Shenzhen y Hangzhou, y en otras grandes ciudades no costeras como es el caso de Beijing.

Los principales factores que hay detrás de la subida de precios en las grandes ciudades son, en primer lugar, el gran crecimiento del país y de las regiones/ciudades. En segundo lugar, el proceso de migración/urbanización. En tercer lugar, el fuerte estímulo fiscal y crediticio que siguió a la recesión global de 2008-2009. La dependencia de los gobiernos locales en la venta de terrenos para sus ingresos. Y por último, los bajos tipos de interés, la falta de inversiones alternativas y las expectativas de apreciación de los precios.

Finalmente, ante un freno en la actividad inmobiliaria estimamos que el gigante asiático crecería a tasas próximas al 6,75%, un escenario de aterrizaje relativamente suave pero no exento de riesgos. Esto reduciría en 0,3 puntos el crecimiento mundial.

Fuerte aumento de precios a nivel agregado en 2009

Índice de precios de vivienda nueva y privada (calidad constante) en 35 grandes ciudades (2000 T1 = 100) – Datos de Tsinghua University



Fuente: Wu *et al.* (2012) basado en datos del *Institute of Real Estate Studies*, *Tsinghua University*.

Poca fiabilidad de los datos

A pesar del peligro que representan para cualquier economía las burbujas de activos, determinar su presencia es muy difícil, ya que la aceleración en el crecimiento del precio de un activo no es un indicador suficiente de la presencia de burbujas y la literatura económica no nos proporciona ningún modelo perfectamente especificado que las incorpore. Asimismo, en el caso del inmobiliario chino, las dificultades se agravan aún más por cuatro motivos.

En primer lugar, la recolección de datos se inicia muy recientemente, entre principios y mediados de los 2000 en la mayoría de casos, lo que dificulta la aplicación de algunas metodologías que requieren largas series temporales que abarquen períodos claramente no inflacionarios de los precios de las viviendas.

En segundo lugar, los indicadores de precios reportados por fuentes oficiales chinas no son fiables. Actualmente, existen dos indicadores oficiales, el "precio promedio de venta de nuevas viviendas" y "el índice de precios de 70 ciudades grandes y medianas", ambos indicadores computados por el mismo organismo, el servicio nacional estadístico de China, y ambos ampliamente criticados por mostrar unas subidas de precios claramente subestimadas. A modo de ejemplo, y según el primero de estos indicadores, la subida de precios de la vivienda en la ciudad de Shanghai en el acumulado de 2005 a 2010 se encontraba alrededor del 10% (ver gráfico). En un país con tasas de crecimiento del 10% anual, un aumento de precios como éste es realmente bajo (ver gráfico). Sin embargo, según el *China Real Estate Index System*, un proveedor privado de datos del sector inmobiliario en China, el incremento de precios en Shanghai fue de más del 150% durante el mismo período. Y teniendo en cuenta que, según diversas fuentes, el crecimiento de los salarios en esa misma ciudad fue del 107% para el acumulado de los mismos años, es comprensible que algunos trabajos se centren en el estudio de una posible burbuja en esta ciudad.

Estas grandes disparidades en los datos según la fuente se producen de forma generalizada para todas las ciudades y regiones del país, así como en los índices agregados.

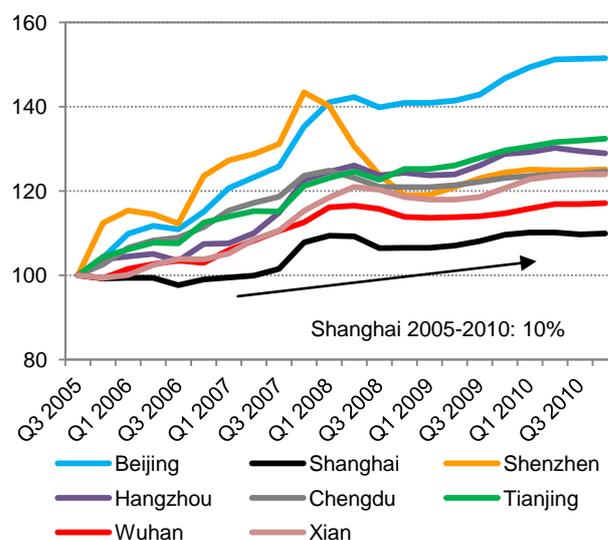
Lo que está claro es que movimientos de precios dentro del orden de magnitud mostrados en los índices de precios oficiales no requieren ninguna medida de intervención por parte del ejecutivo para enfriar el mercado. Y por lo tanto, las distintas políticas llevadas a cabo entre 2005 y 2007, como la subida de impuestos en la compraventa de viviendas o los aumentos en las aportaciones iniciales, destinadas a enfriar el mercado, son claramente indicativas de que el gobierno no se cree sus propios índices de precios.

En tercer lugar, el uso de agregados de precios subestima la inflación inmobiliaria en algunas grandes ciudades del país³. El mercado inmobiliario es un mercado de competencia

imperfecta donde los comportamientos de cada unidad, de cada barrio, de cada distrito y de cada ciudad pueden ser muy diferentes en respuesta a unos mismos incentivos y/o políticas. Es por ello que no podemos hablar de burbuja en China de forma generalizada, como tampoco podemos extrapolar los resultados de una o varias ciudades a todo el país, pues sería totalmente erróneo.

Crecimientos discretos en los precios según las fuentes oficiales

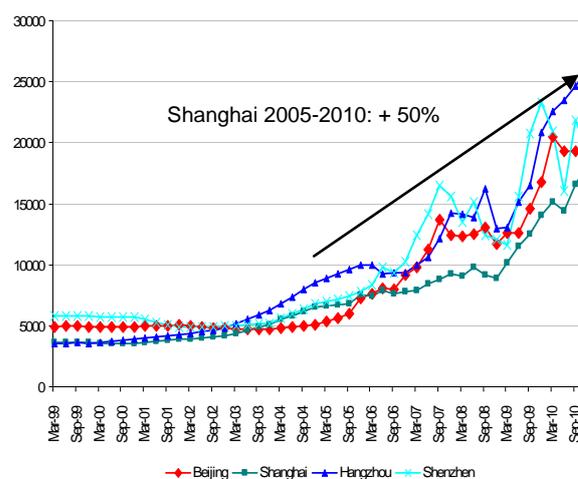
Índice de precios de vivienda nueva y privada por ciudad basado en datos del servicio nacional estadístico (2005 T3 = 100)



Fuente: Servicio nacional estadístico y elaboración propia.

Mayores incrementos según las fuentes privadas

Precios vivienda (RMB por metro cuadrado)



Fuente: Hua et al. (2012).

La actual situación que estamos viviendo en nuestro país nos lo ejemplifica perfectamente. Había burbuja, se está deshinchando, pero la

³ Por este motivo, en enero de 2011 la oficina estadística china decidió abandonar la publicación del agregado de precios y siguió con la publicación de los precios a nivel de ciudad.

intensidad del estallido no está siendo la misma, y las rigideces del sistema no están actuando de la misma forma en diferentes áreas geográficas.

Por último, y relacionado con el punto anterior, la necesidad de analizar el mercado inmobiliario de forma desagregada por regiones y/o ciudades requiere el uso de datos a nivel desagregado de PIB y de ingreso disponible, entre otros. Tal y como ocurría con los índices de precios oficiales de las viviendas, los datos oficiales de crecimiento para las diferentes regiones son cuestionables. Y es que según las fuentes oficiales, la mayoría de regiones no se desvían excesivamente del crecimiento del 10% anual que tenemos en el agregado del país. Sin embargo, según otros proveedores privados, las diferencias entre las regiones y/o ciudades pueden ser superiores a los 10 puntos porcentuales.

Ante las dificultades en los datos procedentes de fuentes oficiales, la mayoría de artículos que analizan el sector inmobiliario en profundidad hacen uso de proveedores de datos privados o bien realizan sus propias estimaciones de precios, de ingreso per cápita, etc. Y lo hacen tanto a nivel agregado de país como a nivel más desagregado. Así pues, el análisis que llevamos a cabo en el presente documento de trabajo está basado en los resultados de las principales y más recientes investigaciones sobre la burbuja inmobiliaria china.

Historia del sector inmobiliario

En 1949 las viviendas en China fueron nacionalizadas y hasta 1978 eran financiadas por el presupuesto estatal y construidas y asignadas con alquileres bajos por las empresas públicas a sus trabajadores.

Con las reformas económicas de 1978 se inicia un proceso de privatización que ha consistido en la venta de las viviendas de alquiler públicas a los propios inquilinos y en la creación de un mercado de servicios de viviendas.

Este proceso ha tenido elementos claramente positivos:

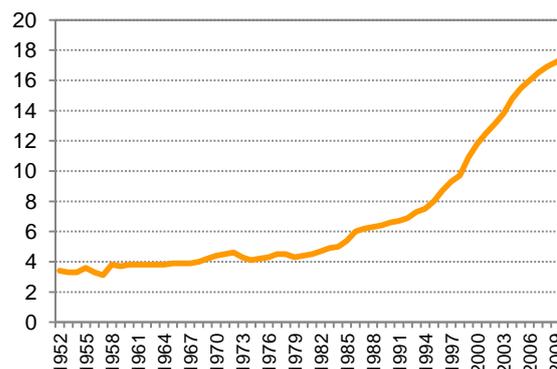
Básicamente ha atraído capital hacia el sector y ha permitido incrementar de forma muy significativa el número de metros cuadrados útiles per cápita en las ciudades de 4 m² a 15-20 m², y por lo tanto ha mejorado las condiciones de vida de un importante sector de la población⁴. En particular, la falta de inversión se hace patente cuando vemos que entre

⁴ Estos datos son para la ciudad de Shanghai, pero son extrapolables a otras grandes ciudades del país. Ver Chen y Stephens (2011) y "The Urban Sustainability Index: A new tool for measuring China's Cities" (Nov. 2010).

1950 y 1980 la superficie útil se mantiene estancada en 4 m² per cápita y a partir de 1978, momento en el que se inician las grandes reformas económicas, comienza un crecimiento notable de la superficie útil, más relevante a medida que la inversión privada incrementa su protagonismo.

Gran mejora en las condiciones de vida de Shanghai extrapolable al resto de ciudades

Evolución de la superficie útil per cápita (en m²)



Fuente: Chen y Stephens (2011).

También es verdad, sin embargo, que esta transformación del mercado de la vivienda ha generado problemas de accesibilidad a un gran número de hogares.

Los profundos cambios en el mercado residencial chino iniciados a finales de los setenta se han desarrollado en tres etapas diferentes:

De 1978 a 1998: una de las primeras iniciativas durante esta etapa fue en 1980 en Shenzhen, donde se funda la primera promotora privada de viviendas, destinada a producir residencias para extranjeros o para empleados de empresas no estatales, pero el resto de vivienda seguía siendo provisto por las *danwei* (unidades de trabajo), que normalmente eran empresas de propiedad estatal (en adelante SOE, por sus siglas en inglés "State Owned Enterprises"), y por lo tanto los incentivos para los inversores todavía eran muy bajos.

En 1988 la reforma constitucional mantiene la propiedad de la tierra en manos del Estado, pero permite a los individuos comprar el usufructo de la tierra por 70 años.

De 1998 a 2005: siguiendo la tendencia aplicada en otros países con tradición de parques públicos de vivienda de alquiler, se utilizó un mecanismo similar al que se había usado en el Reino Unido en la década de los 80 para convertir en propietarios de las viviendas a los propios inquilinos. En el Reino Unido, el deseo gubernamental de dar acceso a la propiedad a las familias se

instrumentalizó mediante la venta del parque de alquiler municipal a los inquilinos a precios bonificados⁵.

En el caso chino también se facilitó la compra de las viviendas por parte de los propios inquilinos, con la prohibición a partir de 1998 a las SOE de proveer viviendas directamente a cambio de promover con beneficios salariales la compra de las viviendas por parte de los empleados.

Junto a estas medidas, también incitó la privatización del mercado residencial la posibilidad de los inversores extranjeros y expatriados de acceder a él, sobre todo en las ciudades costeras como Shanghai, y otras medidas como desgravaciones fiscales y el acceso privilegiado para los inmigrantes al *hukou* (documento equiparable al empadronamiento que permite acceder a la condición de ciudadano de pleno derecho en una ciudad de la que el individuo no es originario).

A partir de 2005: los precios se habían disparado en algunas ciudades y eran necesarias medidas reguladoras. El gobierno empezó a ver los posibles efectos negativos de la privatización y la necesidad de aplicar políticas de enfriamiento. Entonces se aplicaron medidas de incremento de los tipos de interés y se endurecieron las condiciones de concesión de hipotecas exigiendo aportaciones iniciales muy superiores, e impuestos sobre transmisiones.

Factores de oferta y demanda

En general, los determinantes convencionales o fundamentales de las subidas y bajadas en los precios de las viviendas tanto a corto como a largo plazo se dividen en factores de demanda y de oferta. Entre los primeros destacan: el cambio en los ingresos de los habitantes, directamente ligados al crecimiento económico del país; el tipo de interés; el acceso al crédito hipotecario; los cambios demográficos; la rentabilidad de activos alternativos; el papel de las expectativas, y las ventajas y estímulos fiscales. En cuanto a los factores de oferta, menos estudiados en la literatura, tenemos: el coste de la construcción e inversión en vivienda; la disponibilidad y coste de la tierra, y varias medidas administrativas que pueden afectar directa o indirectamente la oferta.

El enorme progreso de China en las últimas tres décadas, y la peculiar manera de dirigir muy estrechamente su patrón de crecimiento, nos ayudan a identificar sus principales determinantes de oferta y demanda inmobiliaria. En particular,

⁵ Ver Balchin (1996), "Housing Policy in Europe".

pensamos que los principales factores que explican la evolución de los precios inmobiliarios son: el gran aumento de los ingresos de los hogares chinos; el proceso de urbanización y la migración del campo a la ciudad; el fuerte estímulo fiscal y la relajación de las condiciones crediticias ante la crisis global; la dependencia de los ingresos de los gobiernos locales en la venta de concesiones sobre los terrenos y el efecto del sector público como importante comprador, y, finalmente, el papel que juegan el bajo tipo de interés, la falta de inversiones alternativas y las expectativas dentro de la determinación del coste de uso y, por lo tanto, como factores claves tanto en los precios de las viviendas como en su volatilidad⁶.

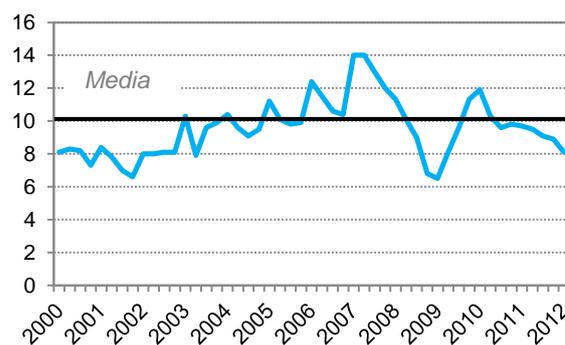
Fuerte crecimiento del país

Es natural que empecemos hablando del ya mencionado fuerte crecimiento del país, causante del rápido incremento de los ingresos disponibles de las familias, como un factor de demanda clave detrás del aumento de precios de la vivienda (ver gráfico).

La mayor parte de informes sobre burbujas estudian lo que ha sucedido en las grandes ciudades, pues han contado con tasas de crecimiento más altas que las zonas rurales. Mientras que a principios de los ochenta la renta de las ciudades duplicaba la de las zonas rurales, en la actualidad la diferencia ya se encuentra alrededor del 3,5.

Fuerte crecimiento de la economía china

Crecimiento del PIB interanual (datos trimestrales %)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

⁶ Antes de continuar con el análisis de los determinantes básicos en el sector de la vivienda china cabe mencionar que, aunque la mayor parte de evidencia gráfica que reportamos es puramente una correlación y, por lo tanto, de ella no se puede extraer causalidad, los artículos a los que hacemos referencia sí realizan análisis más profundos que van en la dirección de demostrar causalidad entre los detonantes citados y los precios del mercado inmobiliario.

Entre las ciudades, las diferencias en la evolución del PIB también son considerables. Por ejemplo, según un informe de HSBC (2010), en 2009, Tianjin, ciudad próxima a Beijing, avanzó cerca de un 17%, mientras que Xiamen, en la provincia de Fujian, creció un 8%. Aun así, para las grandes ciudades que se mencionan en el presente documento, no existe una correlación positiva significativa entre el crecimiento del PIB y el aumento de precios inmobiliarios.

Al tratar este punto, la mayoría de informes se adentran en la elaboración de ratios de accesibilidad, para ver si a pesar del aumento en los ingresos familiares, el aumento de precios de las viviendas ha sido excesivo o no. Entre estos ratios, destaca la del precio sobre renta disponible –el precio representa el precio de una vivienda promedio y la renta disponible es el promedio anual por familia–. Y aunque la mayoría de artículos usan sus propias estimaciones, tanto en el índice de precios de la vivienda como en la renta familiar, todos ellos concluyen que la apreciación inmobiliaria ha superado el fuerte aumento de los ingresos disponibles de los hogares en Shanghai, Shenzhen, Hangzhou (todas ellas ciudades costeras del sureste del país) y Beijing.

Por el contrario, la mayoría de ciudades interiores, como Chengdu, Tianjin, Wuhan y Xian, han tenido una mejora de los ingresos, en línea con la subida de precios de la vivienda. Finalmente, hay otras ciudades, como Guangzhou, Nanjing o Chongqing, donde la evidencia no está clara y, mientras algunos artículos las sitúan junto a las urbes con burbuja, otros las colocan en una zona intermedia o incluso en el bando opuesto⁷.

Estos once mercados a los que hacemos referencia en el texto son grandes ciudades, ninguna tiene menos de 8 millones de habitantes, representan un 11% en el total de la población – más aún si tenemos en cuenta los pueblos y ciudades que se extienden pegados a la gran urbe– y todas han sufrido un aumento considerable de su población en los últimos años, la mayoría entre un 10% y un 40% en la última década. Asimismo, en la actualidad representan más de un tercio del valor de venta de vivienda de nueva construcción del país⁸.

⁷ Ver Wu *et al.* (2012); Hua *et al.* (2012); Ahuja *et al.* (2010); Dreger y Zhang (2010); el informe "Asian Property Yardstick" de JP Morgan, publicado el 14 de julio de 2010, y el informe "Real Estate Outlook, China" del BBVA, publicado el 11 de julio de 2011.

⁸ Ver Wu *et al.* (2012).

La ratio precio-renta disponible varía según las ciudades...

	JP Morgan	Wu et al (2012)
	2010	2010(1)
Ratio alta	Beijing	18.5
	Shanghai	12.8
	Shenzhen	21.6
	Hangzhou	11.6
Ratio media	Chengdu	8.0
	Tianjing	9.3
	Wuhan	7.8
	Xian	6.1

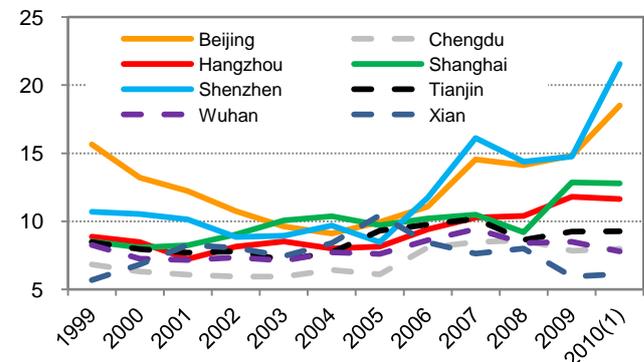
Fuente: JP Morgan (2010), Wu *et al.* (2012).

Nota: El dato para JP Morgan es una estimación para el total del año, mientras que en Wu *et al.* el dato es el actual para el primer trimestre.

A pesar de la diferencia de ratios entre los estudios, el orden de las ciudades no varía excesivamente.

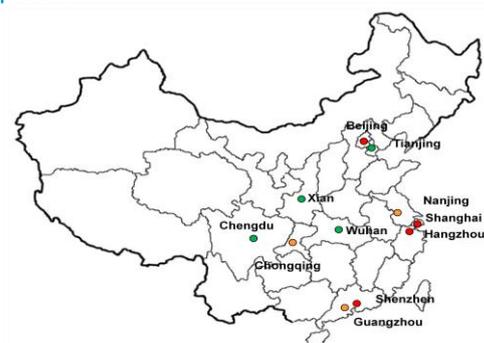
...y también su evolución.

Ratio precio-ingresos en 8 grandes ciudades chinas



Fuente: Wu *et al.* (2012).

Las grandes ciudades costeras más Beijing bajo presión



● Riesgo Alto Burbuja ● Riesgo Medio Burbuja ● Riesgo Bajo Burbuja

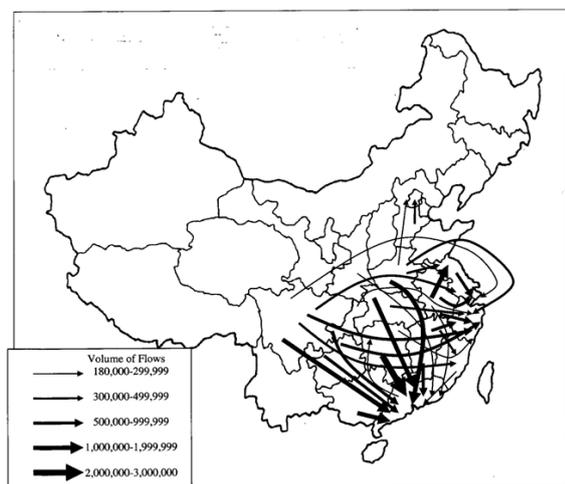
Fuente: elaboración propia.

Migración del campo a la ciudad

Desde el inicio de las reformas iniciadas en 1978 por Deng Xiaoping, el proceso de urbanización fruto de la migración de trabajadores del campo a la ciudad ha sido constante. Más de 300 millones de personas se han trasladado a las zonas urbanas desde la China rural, a pesar de las dificultades que conlleva el sistema *Hukou*⁹. Así, si a finales de los 70 menos de un 20% de la población vivía en las ciudades, en la actualidad la cifra ya ronda el 50%. Ante esta tendencia, es lógico pensar que muchas de las viviendas que se adquieren en las grandes ciudades son compradas por estos inmigrantes, afectando así los precios en estas ciudades receptoras de población¹⁰.

Más concretamente, y en consonancia con las mayores subidas de precios, en los últimos años las ciudades costeras del sureste del país se han convertido en los principales destinos de inmigrantes, generando presión en los precios de la vivienda. Según Chan (2013), la provincia de Guangdong, conocida por muchos como "la fábrica mundial" y donde se encuentran las ciudades de Shenzhen y Guangzhou; la provincia de Zhejiang, con la ciudad de Hangzhou al frente; Jiangsu, con su capital Nanjing, y las regiones de Shanghai y Beijing, han sido los destinos preferidos de los chinos (ver gráfico).

Fuertes flujos migratorios hacia el sureste del país



Fuente: Chan (2013).
Nota: Flujos 2000-2005.

Políticas contracíclicas

El fuerte estímulo fiscal y la relajación en las condiciones crediticias de finales de 2008 muy

⁹ Ver Chan (*forthcoming* 2013).

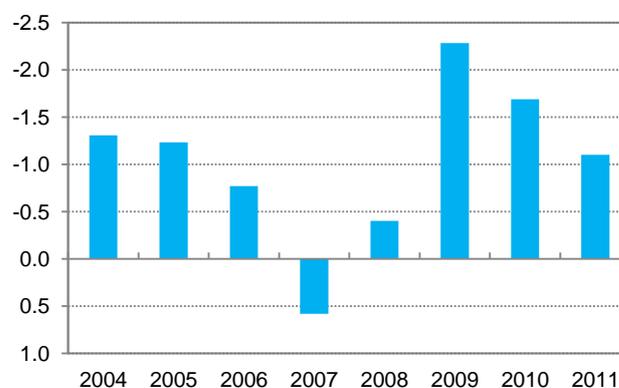
¹⁰ Ver Chen *et al.* (2011) y Ahuja *et al.* (2010).

seguramente están detrás de la gran subida de precios de 2009¹¹.

Como ya comentábamos en la parte histórica, el ejecutivo chino, muy conocedor de los peligros que comportan las burbujas de activos después de la experiencia de Japón durante la década de los ochenta, ha hecho uso de distintas regulaciones para evitar esa inflación: aumento de las aportaciones iniciales en la compra de vivienda, tipos de interés más altos en la compra de segundas y terceras viviendas, restricciones en las condiciones de crédito y limitación en la compra de viviendas por unidad familiar, entre otras¹².

Fuerte estímulo fiscal en 2009 y 2010...

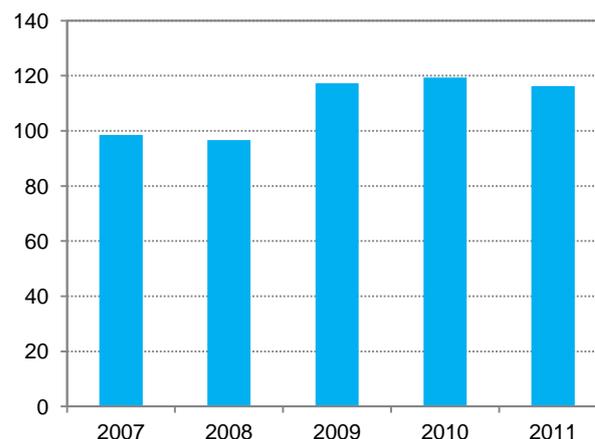
Saldo fiscal (% PIB)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

...e impulso en el crédito.

Saldo vivo (% PIB)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

¹¹ Ver Chen y Stephens (2011).

¹² Ver BBVA (julio 2011) (Box 1) para un resumen de las medidas restrictivas sobre el mercado inmobiliario más destacadas llevadas a cabo entre 2009-2011.

Sin embargo, con el fin de combatir los efectos de la crisis financiera y económica global, buena parte de estas medidas implementadas a finales de 2007 se relajaron, al tiempo que se llevaba a cabo un programa de fuerte estímulo fiscal. En particular, en noviembre de 2008 las autoridades del país anunciaron un estímulo fiscal de 4 billones de renminbis (RMB), equivalente a 586 miles de millones de dólares americanos para el período 2009-2010 (un 7% del PIB anual) (ver gráfico). Un 45% del dinero de este paquete fiscal se destinó a infraestructuras, mientras que la mejora de prestaciones sociales también resultó beneficiada.

También a finales de 2008, y por los mismos motivos, el gobierno decidió relajar las restricciones al crecimiento del crédito, lo que impulsó esta variable a cotas altísimas en el siguiente año (ver gráfico). Para 2009 se concedieron un total de 7,9 billones de RMB en créditos, frente a los 4,2 billones en 2008. Más concretamente, el saldo vivo de crédito pasó de un 97% del PIB en 2008 a un 117% en 2009 –el total de crédito creció un 32% durante el año 2009, muy por encima del 16% que había crecido un año antes.

El sector público en la compraventa de suelo

La actuación de los gobiernos locales es un factor relevante en la formación de los precios del suelo en casi todos los países y China no es una excepción. Más, si tenemos en cuenta que las concesiones de suelo son monopolio municipal.

La dependencia de los gobiernos locales en los ingresos por la venta del suelo, junto a las grandes inversiones de carácter coyuntural llevadas a cabo por estas entidades municipales para afrontar la gran crisis global, explican parte del fuerte aumento de los precios de las viviendas. Además, en el caso chino, la importancia de las SOE como demandantes de suelo también ha sido un elemento a tener en cuenta en la determinación de estos precios.

A partir de la reforma constitucional de 1988, que permite 70 años de usufructo del suelo para usos residenciales¹³, el mecanismo habitual consiste en la cesión del usufructo por parte del gobierno local al promotor que construye en él y vende a los particulares, los cuales a su vez pueden vender o alquilar el activo. Lo que sucederá cuando finalice el período de concesión, en estos momentos todavía no está claro.

Dada la falta de transparencia en las concesiones realizadas durante la década de los 90, desde principios de la década siguiente las concesiones

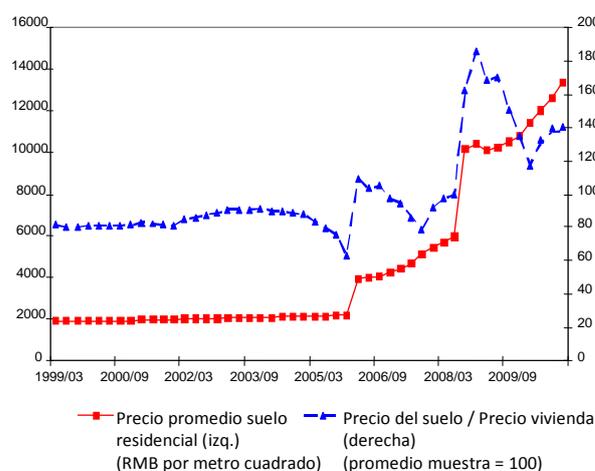
sólo pueden ser adjudicadas vía subasta con licitación pública.

Como en otros países, los ingresos obtenidos por las concesiones de suelo urbano son la principal fuente de ingresos para muchos municipios – representan alrededor del 50% del total de ingresos de estos gobiernos locales—. En el caso del gigante asiático, esta dependencia se une a la limitada capacidad de los gobiernos locales de recaudar impuestos, muy concentrada en manos del gobierno central. En 2010, los gobiernos locales generaron el 80% del gasto público, pero sólo recaudaron un 45% del total de los ingresos por impuestos¹⁴.

La combinación de estas peculiaridades en la financiación de los gobiernos locales con el fuerte estímulo fiscal de 2009, destinado sobre todo a la inversión en infraestructuras, muchas de las cuales deben ser llevadas a cabo por estos gobiernos municipales, ha provocado una fuerte inflación del precio del suelo¹⁵.

Gran aumento del precio del suelo en Beijing

Precios del suelo (términos corrientes)



Fuente: Hua *et al.* (2012).

Del mismo modo, el papel de las SOE como demandantes en las concesiones de suelo urbano también es un factor a tener en cuenta en la compraventa de tierra y, por lo tanto, en la formación de precios del sector inmobiliario. En concreto, las grandes empresas municipales tienden a comprar el suelo a precios superiores. Según un reciente estudio de Wu *et al.* (2012), en Beijing las empresas públicas pagan un 27% más por metro cuadrado de suelo (controlando por

¹³ Para usos industriales la concesión es de 50 años, mientras que para usos comerciales es de 40.

¹⁴ Ver *The Economist*, "Pay and Play. One year on, China's most-hyped tax is still mostly hype", 4 de febrero de 2012.

¹⁵ Ver Hua *et al.* (2012).

factores de calidad y otros). Entre las posibles explicaciones estaría la tesis de que estas empresas son "too big to fail" y, por lo tanto, no toman decisiones totalmente eficientes. A pesar del esfuerzo en la mejora de la gobernanza corporativa, China todavía se encuentra por debajo del promedio mundial, según el índice de competitividad generado por el *World Economic Forum*. En segundo lugar, las SOE han tenido un acceso más fácil al crédito a través de los propios bancos públicos.

El coste de uso

El aumento en el "coste de uso" de la vivienda es el quinto factor que se encuentra detrás de la subida de precios, a la vez que explica también su volatilidad. Esto es especialmente relevante en una economía donde la inversión en el mercado residencial es prácticamente la única alternativa inversora de la población.

Definimos como "coste de uso" el coste que representa para un consumidor que es propietario de su vivienda disfrutar del servicio que esta vivienda le proporciona. Por lo tanto, este concepto es similar al concepto de alquiler, que es el coste que tiene un consumidor para disfrutar de los servicios de una vivienda que no es de su propiedad.

Intuitivamente, en un entorno donde el mercado de alquiler y el de crédito funcionen bien, ambos costes deben ser muy parecidos. Es decir, el coste de tener en propiedad un inmueble debería coincidir aproximadamente con el coste de alquilar una vivienda similar durante el mismo período de tiempo. En este entorno, el individuo tenderá a querer comprar el activo, sobre todo si espera que en un tiempo más o menos breve el precio del activo aumente.

El concepto de coste de uso quiere reflejar la combinación entre los costes asociados al hecho de tener una vivienda en propiedad (el coste hipotecario, costes de transacción, mantenimiento, desgravaciones fiscales, etc.) y la apreciación o depreciación del precio de esta vivienda.

Teniendo en cuenta que en China los impuestos sobre la propiedad son escasamente relevantes y que no existen ventajas fiscales para vivir en un inmueble propio, el coste de uso como porcentaje del valor de la vivienda se puede representar como (Poterba 1984):

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

Donde r es el tipo de interés hipotecario, m son los gastos de mantenimiento, d la depreciación que

sufre el inmueble, β la prima de riesgo para invertir en el mercado inmobiliario¹⁶ y Δp la apreciación (o depreciación) esperada en el precio de la vivienda en el siguiente año.

El coste de uso, pues, es función de:

- * tipo interés (+)
- * depreciación y mantenimiento (+)
- * prima de riesgo (+)
- * apreciación del precio de la vivienda (-)

El hecho de que los costes de tener una propiedad en China sean muy bajos –pues el tipo de interés hipotecario y los costes de mantenimiento y depreciación son bajos– hace que el coste de uso dependa mucho de las expectativas de precios o del cambio de estas expectativas¹⁷.

En las grandes ciudades chinas, estas expectativas, como ocurre en la mayor parte de mercados residenciales con fuerte crecimiento económico, han aumentado de forma continuada, facilitando estos grandes incrementos de precios. A la vez, pequeños cambios en estas expectativas han provocado fuertes fluctuaciones en la demanda y, por lo tanto, fuertes fluctuaciones en los precios del activo.

Más allá del comportamiento de los fundamentales de la economía y de modificaciones en los tipos de interés y en las restricciones crediticias, un fenómeno estabilizador del mercado inmobiliario es el equilibrio en las formas de tenencia de la vivienda. Un mercado donde la oferta de servicios de vivienda de alquiler es muy limitada –como sería el caso de China– genera la necesidad de comprar la vivienda por parte de muchos ciudadanos, que así se convierten en inversores involuntarios que contribuyen, con sus expectativas, a generar volatilidad y desestabilizar el mercado (Carreras-Solanas, 2004).

Consecuencias ante un freno en la actividad inmobiliaria

Una vez analizados los detonantes en el aumento de los precios de las viviendas chinas y habiendo observado como estos aumentos han sido bastante

¹⁶ La prima de riesgo inmobiliaria es una función de la volatilidad de los precios de las viviendas. En general, se calcula combinando el riesgo de impago de la deuda soberana del país y medidas de la seguridad de las inversiones en aquel país.

¹⁷ Ver el artículo de *The Economist* (4 febrero 2012), "Time for a property tax", donde se argumenta que un aumento en la relevancia de los impuestos sobre la propiedad estabilizaría los enormes vaivenes en el mercado inmobiliario chino.

heterogéneos entre las distintas ciudades/regiones del país, nos preguntamos por el impacto que tendría en el progreso económico del gigante asiático un freno en la actividad inmobiliaria fruto de un estallido de la burbuja en las grandes ciudades.

En un ejercicio aproximado, si tenemos en cuenta que el sector inmobiliario representa un 12% del total del PIB del país y que en 2011 creció un 22,5% en términos reales –fruto de un crecimiento del 27,9% en términos nominales y de un deflactor de los precios del 5,4% en 2011–, una fuerte ralentización en la inversión de este sector hasta el 6% –consecuencia de una caída del 10% en las grandes ciudades y una moderación del crecimiento hasta el 15% en el resto de regiones¹⁸–, comprometería, "de forma directa", 2 puntos porcentuales el progreso del país.

De forma "indirecta", habría que considerar los efectos sobre el consumo y las importaciones de este freno en la actividad inmobiliaria. En particular, una menor actividad en este sector supondría una disminución de las importaciones de inputs usadas para este sector, lo que matizaría la disminución de 2 puntos en el crecimiento. En el caso chino, dado el considerable contenido importador del sector de la construcción¹⁹, el descenso de las importaciones podría aportar hasta 0,4 puntos al crecimiento, dejando la reducción total en este punto alrededor de los 1,6 puntos porcentuales.

En segundo lugar, el freno inmobiliario también tendría consecuencias sobre el consumo de los hogares, los cuales constituyen un tercio de la demanda agregada. La disminución de la riqueza de las familias fruto de la pérdida de valor de los activos inmobiliarios reduciría su gasto en bienes de consumo (efecto riqueza). Además, el ajuste en la tasa de empleo también afectaría al consumo.

A grandes rasgos, si suponemos que la riqueza inmobiliaria de las familias se encuentra alrededor del 150% del PIB²⁰, una disminución en el precio de las viviendas del 10% implicaría una destrucción de riqueza equivalente al 15% del PIB. En ese caso, tomando una elasticidad-riqueza del 1%²¹, el

¹⁸ Tomamos que un tercio de la nueva inversión en inmobiliario se lleva a cabo en las grandes ciudades y el resto en las demás urbes y pueblos del país.

¹⁹ Un 20% aproximadamente, cálculo a partir de las tablas Input-Output para China proporcionadas por la OECD (STAN).

²⁰ Suponemos una riqueza inmobiliaria del 50% del PIB en 2000, una tasa de inversión inmobiliaria de cerca del 12% y una depreciación anual del 1,5%.

²¹ En el caso español, según Bover (2005), esta elasticidad se sitúa en el 2%, por debajo de países como Estados Unidos y Reino Unido. Para los países menos desarrollados, esta elasticidad suele situarse por debajo de las cifras para economías avanzadas.

ajuste del consumo reduciría en 0,15 puntos el crecimiento del PIB. Esto llevaría a una ralentización total de la economía (de forma "directa" e "indirecta") en torno a los 1,75 puntos porcentuales.

Así pues, considerando un avance potencial de la economía china del 8,5% anual, el gigante asiático crecería alrededor del 6,75%, lo que vendría a confirmar un escenario de aterrizaje relativamente suave, aunque no exento de ciertos problemas. Más aún si tenemos en cuenta el riesgo proveniente de la debilidad de las economías avanzadas, en especial la europea, que se podría añadir a la desaceleración impulsada por el sector inmobiliario.

A nivel mundial, y teniendo en cuenta que China tiene un peso próximo al 15% en el PIB mundial, una moderación de 1,75 puntos en el crecimiento del gigante asiático implicaría una desaceleración de unos 0,3 puntos en el crecimiento mundial, del 3,5% estimado por el FMI al 3,2%.

Estos 1,75 puntos porcentuales calculados *grosso modo* se sitúan por encima del impacto estimado por Stephen Roach, de Morgan Stanley, en un artículo difundido a finales de 2011, donde afirmaba que menos del 1% del PIB chino se encuentra comprometido por el riesgo de burbuja inmobiliaria. Por el contrario, Patrick Chovanec, en un ejercicio ligeramente más simple que el nuestro, afirma que un crecimiento cero del sector inmobiliario restaría 2,6 puntos porcentuales al avance del país, generando un aterrizaje más brusco²².

Por otra parte, también es necesario estudiar la importancia del sector inmobiliario en el sistema bancario y en el endeudamiento de las familias, pues su exposición puede entrañar un riesgo para la solidez financiera del país y, por lo tanto, para el propio crecimiento de China a medio plazo. En primer lugar, encontramos que a pesar del aumento del crédito al sector inmobiliario, éste se sitúa en el 20% del total de crédito (hipotecario y constructor), una cifra muy moderada si la comparamos con el 46% de Alemania o el 54% actual de España (datos a finales de 2011); si bien es cierto que, de forma indirecta, la exposición está por encima, ya que los inmuebles son el colateral de buena parte del crédito no hipotecario (en las cinco mayores entidades, entre un 30% y un 45% del crédito no hipotecario²³). Además, también hay

²² Ver Stephen Roach (27-12-2011), "Why India is Riskier than China", y varios artículos de Patrick Chovanec, profesor en la Tsinghua University's School of Economics and Management en Beijing, China.

²³ Ver el Informe de estabilidad financiera realizado por el FMI (Nov. 2011) para las cifras chinas, y el Bundesbank y el Banco

que tener en cuenta el crédito que se ha dado a sectores totalmente vinculados a la evolución del sector inmobiliario, como la industria del cemento o del acero, entre otros. Aun así, creemos que las cifras que se utilizan en el entorno chino son modestas y, por lo tanto, controlables en el caso de un estallido de las burbujas en algunas de las grandes ciudades afectadas.

En segundo lugar, el endeudamiento hipotecario de las familias no es muy alto, pues la mayoría de los hogares suelen realizar una destacable aportación para la compra de la vivienda, en la mayoría de casos bastante por encima del mínimo exigido. En particular, este endeudamiento sólo representa un 14% del PIB chino –muy por debajo del 40% en Estados Unidos y del 61% en España– y un 18% del total de ahorro de las familias.

En definitiva, no creemos que el estallido de las burbujas inmobiliarias en ciertas regiones suponga un riesgo elevado para el ritmo de crecimiento del país. De todos modos, a nivel local, no se pueden descartar situaciones complicadas a nivel bancario, por la exposición de ciertos bancos pequeños y locales.

Conclusiones

La evidencia disponible nos permite concluir que no se puede hablar de una burbuja inmobiliaria generalizada en China. El aumento en los precios de la vivienda no ha sido ni uniforme ni generalizado en todo el país, sino que se ha concentrado en unas pocas grandes ciudades del país, principalmente Shanghai, Shenzhen, Hangzhou (costeras) y Beijing.

Pensamos que ha habido varios factores claves en la subida de precios de la vivienda en estas ciudades. En primer lugar, el aumento de los ingresos de las familias. En segundo lugar, el proceso de migración y de urbanización hacia grandes ciudades costeras del sureste del país. En tercer lugar, el fuerte estímulo fiscal y la relajación de las condiciones crediticias para contrarrestar la crisis financiera y económica global. La dependencia de los ingresos de los gobiernos locales en la venta de suelo y los mayores precios pagados por el propio sector público. Y finalmente, la importancia de las expectativas en la determinación y movimiento de los precios.

Por último, no creemos que un freno en el sector comportara graves consecuencias en el crecimiento del país. En particular, 1,75 puntos porcentuales del crecimiento se verían comprometidos, lo que aún implicaría un aterrizaje

de España para las cifras alemanas y españolas, respectivamente.

relativamente suave del país, próximo al 6,75%. Asimismo, la limitada exposición del sector bancario y de las familias al crédito hipotecario vendría a reafirmar los riesgos contenidos ante un freno inmobiliario.

Sin embargo, ante el peso económico del sector y su incidencia en el descontento social, es importante que el gobierno mantenga las políticas flexibles y vigilantes que, vía actuaciones contracíclicas, ayudan a controlar los aumentos y la volatilidad de precios.

Referencias

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

Balchin, “Housing Policy in Europe” (1996).

BBVA (Julio 2011), “*Real Estate Outlook. China*”.

Bover, Olympia. “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.” Tesis 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 y 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 y Yanqun Zhang. “*Is There a Bubble in the Chinese Housing Market?*”. Discussion Paper 1081 DIW Berlin, November 2010.

Hua, Xiuping, Laixiang Sun y 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*”. Diciembre 2010.

JP Morgan. “*Asian Property Yardstick*”, 14 de julio de 2010.

Wu, Jing, Joseph Gyourko y 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, Tsinghua University, and McKinsey & Company).