

El sector inmobiliario chino: no da igual 8 que 80

Imagine el lector una economía que solo produce una casa como producto final a partir de tres materiales: tejas, ladrillos y acero (que también se producen domésticamente). Esta casa se vendió al comprador final por 1.000 yuanes y los materiales costaron 800 yuanes al constructor. ¿Qué importancia tiene el sector de la construcción en esta economía? Uno podría decir que la construcción representaría un 20% del PIB: al combinar insumos productivos y construir la casa, el constructor agrega un valor de 200 yuanes a la economía. Otra respuesta podría ser que la construcción representa el 100% del PIB, una vez que todo lo demás que se produce está incorporado en el producto final que vende el sector. Si la demanda por vivienda bajara, bajaría también la demanda por los materiales de construcción.¹ ¿Cuál es la respuesta correcta? Ambas.

Sin embargo, es importante saber qué medida es la más adecuada para estimar los efectos macroeconómicos de una ralentización del sector, en especial en el caso de China. No en vano, el sector inmobiliario chino se describe a menudo como «el sector más importante del mundo» por la envergadura que fue ganando en las últimas décadas en el modelo de crecimiento del gigante asiático. La creciente urbanización del país, el desarrollo del sector financiero y el apetito de inversores nacionales e internacionales, entre otros factores, han llevado a un *boom* inmobiliario en los últimos años. Para apaciguar este *boom*, precisamente, el Ejecutivo del país inició una serie de medidas regulatorias.² Sin embargo, la conjunción de estas medidas restrictivas con el elevado endeudamiento de algunas de las mayores promotoras inmobiliarias (destacándose, en particular, Evergrande, con unos 300.000 millones de dólares en deuda) han intensificado las preocupaciones acerca del riesgo del sector. Recientemente, la propia Fed mencionó su potencial desestabilizador en la economía mundial.

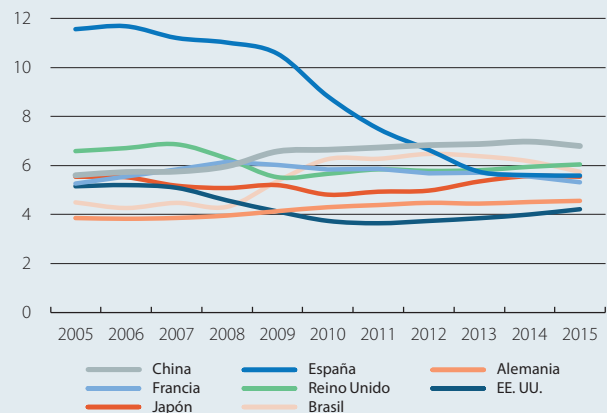
¿Cuán importante es el sector de la construcción para la economía china?

Si consideramos la actividad del sector de la construcción en China, podemos percibir que su importancia relativa en la economía es considerable (un 7% del PIB), pero no excede de manera significativa lo observado en algunas de las mayores economías del mundo (véase el primer

1. Además, la producción de estos materiales habría requerido materias primas como la arcilla o el mineral de hierro, lo que debería también tenerse en cuenta en el cálculo final de las contribuciones sectoriales.
 2. En concreto, se han definido tres criterios de liquidez conocidos como las «tres líneas rojas». Estas incluyen un límite del 70% en la ratio de pasivos con respecto a activos, un límite del 100% en la ratio de apalancamiento neto y un coeficiente mínimo de 1 en la ratio de liquidez (con respecto a deuda de corto plazo). Dependiendo de cuántas «líneas rojas» no cumplan, los promotores se enfrentan a distintos límites al crecimiento de su deuda y, en el límite, pueden perder el acceso al crédito.

Sector de la construcción: medida de actividad

Valor añadido del sector de la construcción (en % del VAB total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

China: el efecto arrastre del sector de la construcción

(En % del VAB total) *



Nota: * Valor añadido de cada sector de actividad generado indirectamente por la demanda del sector de la construcción (efecto arrastre).
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y Goldman Sachs.

gráfico). Notablemente, el peso relativo del sector se sitúa por debajo de lo observado en España en la década de los 2000, cuando el sector de la construcción llegó a pesar más del 10% del PIB.

Por otro lado, si añadiéramos a este cálculo la actividad de los servicios inmobiliarios, el peso del sector llegaría al 13% del PIB en China, sustancialmente por debajo de lo observado en otros países (17% en España, EE. UU. y Japón; 18% en Alemania, o 20% en el Reino Unido). Esta diferencia se puede explicar por tratarse todavía de un mercado inmobiliario en fase de desarrollo, donde la construcción representa una proporción más importante del total.

Otra manera de computar la relevancia del sector en la economía es analizando su peso en la demanda final. Es

decir, debemos analizar tanto su aportación directa a la producción de bienes y servicios como su efecto indirecto por la demanda adicional que genera en la economía, a través de su vínculo con otros sectores de actividad, o efecto arrastre. En este sentido, al peso directo del sector de la construcción en la demanda final de la economía china (un 7%) debemos añadir la demanda adicional que genera en otros sectores, como los servicios inmobiliarios (0,4%) o en actividades comerciales y metales básicos (2,0% en cada sector), en actividades financieras (1,9%) o bienes de equipo (0,9%) (véase el segundo gráfico). En conjunto, el efecto arrastre del sector de la construcción llega a un 17,5%. Esto implica que, en términos de demanda final, llegaríamos a una estimación de la importancia del sector inmobiliario en la economía china de alrededor del 24% del PIB.³

Haciendo un ejercicio similar de efectos directos y de arrastre para otros grandes países encontramos que el peso del 24% de China se acercaría al de otras economías emergentes, y se situaría ligeramente por encima de algunos vecinos asiáticos como Japón y Corea del Sur (ambos con un 20%). Por otro lado, superaría significativamente lo observado en otras economías avanzadas, donde el peso ronda el 18% del PIB (véase el tercer gráfico).

¿Cuán grande puede llegar a ser (el efecto) Evergrande?

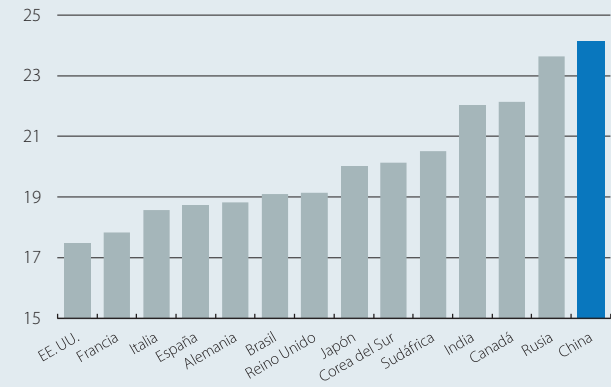
A medio plazo, la disminución de la inversión en construcción ya era esperada y buscada por el Gobierno chino como parte de su visión a largo plazo para promover la «prosperidad compartida». Esta reducción de la importancia del sector inmobiliario es parte del cambio de tono (y de velocidad) que esperábamos en el modelo de crecimiento chino. A pesar de esta desaceleración, es importante también subrayar que la inversión inmobiliaria en China deberá mantener un buen ritmo, teniendo en cuenta la tendencia de urbanización creciente y el rápido crecimiento de los ingresos per cápita de los ciudadanos.

El Ejecutivo chino intentará reducir gradualmente la «huela» del sector de construcción en la economía y evitar un escenario de aterrizaje impetuoso del sector inmobiliario. Por otro lado, los servicios inmobiliarios podrán ir ganando más peso a medida que el mercado llegue a una fase más

3. Podemos también comparar estas estimaciones, por ejemplo, con las de Rogoff, K. S. y Yiang, Y. (2020) «Peak China Housing», NBER Working Paper 27697. Siguiendo un abordaje similar, los autores han estimado el peso del sector en un 30% en 2014. En este mismo año, Francia y el Reino Unido comparten el segundo lugar, con el 20%. El máximo anterior se encuentra en España, en el año 2006, con un peso del inmobiliario de un 29% del PIB. Otros analistas, como Goldman Sachs, apuntan a una «medida amplia» del sector inmobiliario chino de entre un 18% y un 30% del PIB. Se resalta que una medida más precisa se podría situar en torno al 23%, excluidas, por ejemplo, las infraestructuras, que representan un 7% del PIB. Por otro lado, la exclusión de la actividad de servicios inmobiliarios (no incluidos en su totalidad en nuestra medida de demanda final) llevaría a una estimación cercana al 18% del PIB.

Sector de la construcción: medida de demanda final

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE y Goldman Sachs.

madura, lo que irá mano a mano con la tendencia de terciarización (el aumento relativo del peso de los servicios con respecto a la agricultura o la industria) de la economía. Sin embargo, existen algunos riesgos de que este aterrizaje suave se vuelva algo más turbulento. Por ejemplo, un colapso desordenado de un gran promotor inmobiliario podría afectar la confianza en el mercado y llevar a una «parada repentina» en el sector similar a lo ocurrido en 2014-2015, cuando la inversión residencial y los precios de la propiedad cayeron abruptamente en un corto periodo de tiempo.

Si solo tuviéramos en cuenta sus efectos directos, una caída de una magnitud similar (de un 20%) en la actividad del sector inmobiliario generaría una caída del PIB en torno al 5%. Si esta ralentización se observara exclusivamente en el sector de la construcción, con las infraestructuras excluidas, la caída asociada se acercaría al 3% del PIB.

Sin embargo, estas estimaciones ignoran los efectos del contagio financiero que podría producir una crisis inmobiliaria más descontrolada y tampoco tienen en cuenta medidas de política fiscal o monetaria para mitigar daños en la economía.

De momento, a pesar de la elevada incertidumbre, el Gobierno chino parece empeñado en seguir adelante con las reformas a largo plazo anunciadas y eso aumenta los riesgos de que el sector inmobiliario experimente un ajuste significativo. En este contexto, se deberá tener en cuenta el posible contagio internacional, tanto por vía de una ralentización de la economía china como del contagio financiero provocado por una ralentización más significativa del sector. Este será un tema que analizaremos en próximos artículos del Informe Mensual. En el equilibrio entre la reestructuración del sector y la estabilidad económica del país a corto plazo, será clave mantener la confianza de los compradores en el mercado y aislar lo más posible otros sectores de actividad del ambicionado ajuste inmobiliario.

Luís Pinheiro de Matos