

El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80

Imagini el lector una economia que només produeix una casa com a producte final a partir de tres materials: teules, totxos i acer (que també són produïts de forma domèstica). Els materials han costat 800 iuans al constructor, i la casa és venuda al comprador final per 1.000 iuans. Quina importància té el sector de la construcció en aquesta economia? Algú podria dir que la construcció representaria el 20% del PIB: en combinar entrades productives i en construir la casa, el constructor agrega un valor de 200 iuans a l'economia. Una altra resposta podria ser que la construcció representa el 100% del PIB, ja que tot el que es produeix està incorporat en el producte final que ven el sector. Si la demanda d'habitatge baixés, baixaria també la demanda dels materials de construcció.¹ Quina és la resposta correcta? Les dues.

No obstant això, és important saber quina mesura és la més adequada per estimar els efectes macroeconòmics d'un alentiment del sector, en especial en el cas de la Xina. No en va, el sector immobiliari xinès és descrit sovint com «el sector més important del món» per l'envergadura que, en les últimes dècades, ha guanyat en el model de creixement del gegant asiàtic. La urbanització creixent del país, el desenvolupament del sector financer i l'apetència dels inversors nacionals i internacionals, entre altres factors, han comportat un boom immobiliari en els últims anys. Per apaivagar aquest boom, precisament, l'Executiu del país va iniciar un seguit de mesures reguladores.² No obstant això, la conjunció d'aquestes mesures restrictives amb l'elevat endeutament d'algunes de les majors promotores immobiliàries (cal destacar, en particular, Evergrande, amb uns 300.000 milions de dòlars en deute) ha intensificat les preocupacions sobre el risc del sector. Recentment, la Fed va esmentar el seu potencial desestabilitzador per a l'economia mundial.

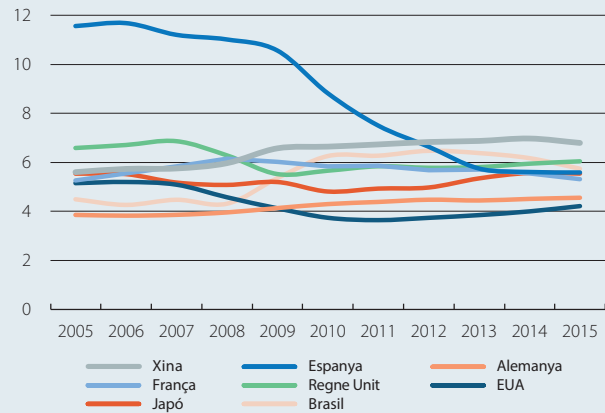
Fins a quin punt és important el sector de la construcció per a l'economia xinesa?

Si considerem l'activitat del sector de la construcció a la Xina, podem percebre que la seva importància relativa en l'economia és considerable (el 7% del PIB), però no supera de manera significativa el que s'observa en algunes de les economies més grans del món (vegeu el primer gràfic). Notablement, el pes relatiu del sector se situa per sota de

1. A més a més, la producció d'aquests materials hauria requerit primeres matèries com l'argila o el mineral de ferro, la qual cosa també s'hauria de tenir en compte en el càlcul final de les contribucions sectorials.
 2. En concret, s'han definit tres criteris de liquiditat, coneguts com les «tres línies vermelles», que inclouen un límit del 70% en la ràtio de passius en relació amb els actius, un límit del 100% en la ràtio de palanquejament net, i un coeficient mínim d'1 en la ràtio de liquiditat (en relació amb el deute a curt termini). En funció de les «línies vermelles» que no es compleixen, els promotors s'enfronten a diferents límits al creixement del seu deute i, en el límit, poden perdre l'accés al crèdit.

Sector de la construcció: mesurament de l'activitat

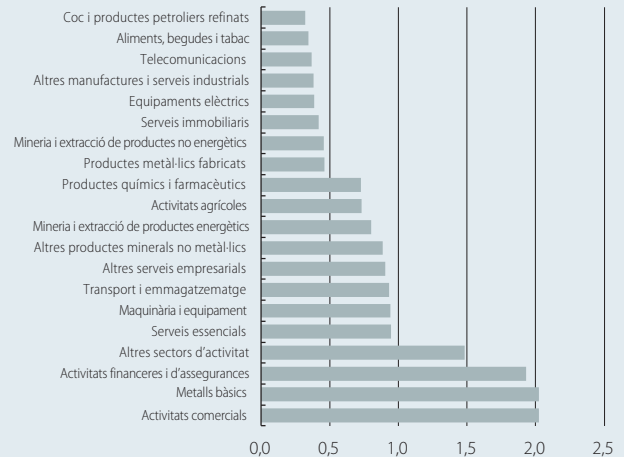
Valor afegit del sector de la construcció (en % del VAB total)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Xina: l'efecte arrossegament del sector de la construcció

(En % del VAB total)*



Nota: * Valor afegit de cada sector d'activitat generat indirectament per la demanda del sector de la construcció (efecte arrossegament).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de Goldman Sachs.

l'observat a Espanya en la dècada dels 2000, quan el sector de la construcció va arribar a pesar més del 10% del PIB.

D'altra banda, si afegíssim a aquest càlcul l'activitat dels serveis immobiliaris, el pes del sector arribaria al 13% del PIB a la Xina, substancialment per sota del que s'observa en altres països (el 17% a Espanya, als EUA i al Japó; el 18% a Alemanya, o el 20% al Regne Unit). Aquesta diferència es pot explicar perquè es tracta encara d'un mercat immobiliari en fase de desenvolupament, on la construcció representa una proporció més important del total.

Una altra manera de computar la rellevància del sector en l'economia és analitzant el seu pes en la demanda final. És a dir, hem d'analitzar tant la seva aportació directa a la producció de béns i de serveis com el seu efecte indirecte

per la demanda addicional que genera en l'economia a través del seu vincle amb altres sectors d'activitat, l'anomenat efecte arrossegament. En aquest sentit, al pes directe del sector de la construcció en la demanda final de l'economia xinesa (el 7%), hem d'afegir la demanda addicional que genera en altres sectors, com els serveis immobiliaris (el 0,4%), les activitats comercials i els metalls bàsics (el 2,0% a cada sector), les activitats financeres (l'1,9%) o els béns d'equipament (el 0,9%) (vegeu el segon gràfic). En conjunt, l'efecte arrossegament del sector de la construcció arriba al 17,5%. Això implica que, en termes de demanda final, arribaríem a una estimació de la importància del sector immobiliari en l'economia xinesa propera al 24% del PIB.³

Fent un exercici similar sobre els efectes directes i d'arrossegament en altres grans països, trobem que el pes del 24% de la Xina s'aproparia al d'altres economies emergents i se situaria lleugerament per damunt d'alguns veïns asiàtics, com el Japó i Corea del Sud (el 20% en els dos casos). D'altra banda, superaria de manera significativa el que s'observa en altres economies avançades, on el pes voreja el 18% del PIB (vegeu el tercer gràfic).

Fins a quin punt pot ser gran (l'efecte) Evergrande?

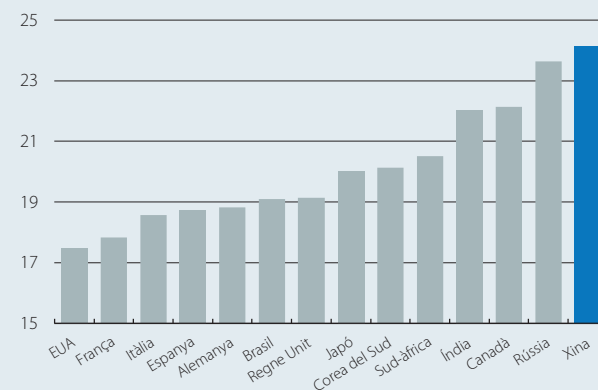
A mitjà termini, la disminució de la inversió en construcció ja era esperada i buscada pel Govern xinès com una part de la seva visió a llarg termini per promoure la «prosperitat compartida». Aquesta reducció de la importància del sector immobiliari és una part del canvi de to (i de velocitat) que esperàvem en el model de creixement xinès. Malgrat aquesta desaceleració, també és important subratllar que la inversió immobiliària a la Xina haurà de mantenir un bon ritme, tenint en compte la tendència d'urbanització creixent i el ràpid increment dels ingressos *per capita* dels ciutadans.

L'Executiu xinès intentarà reduir de forma gradual la «petjada» del sector de la construcció en l'economia i evitar un escenari d'aterratge impetuós del sector immobiliari. D'altra banda, els serveis immobiliaris podran anar guanyant més pes a mesura que el mercat arribi a una fase més madura, la qual cosa anirà de bracet amb la tendència a la terciarització (l'augment relatiu del pes dels serveis en relació amb l'agricultura o la indústria) de l'economia. No

3. Podem també comparar aquestes estimacions, per exemple, amb les de Rogoff, K. S. i Yiang, Y. (2020), «Peak China Housing», NBER Working Paper, 27.697. Seguint un abordatge similar, els autors han estimat el pes del sector en el 30% el 2014. En aquest mateix any, França i el Regne Unit comparteixen el segon lloc, amb el 20%. El màxim anterior es troba a Espanya, l'any 2006, amb un pes de l'immobiliari del 29% del PIB. Altres analistes, com Goldman Sachs, apunten a una «mesura àmplia» del sector immobiliari xinès entre el 18% i el 30% del PIB. Es destaca que una mesura més precisa es podria situar al voltant del 23%, un cop excloues, per exemple, les infraestructures, que representen el 7% del PIB. D'altra banda, l'exclusió de l'activitat dels serveis immobiliaris (no inclosos íntegrament en la nostra mesura de demanda final) comportaria una estimació propera al 18% del PIB.

Sector de la construcció: mesurament de la demanda final

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de Goldman Sachs.

obstant això, hi ha alguns riscos que podrien fer que aquest aterratge suau sigui una mica més turbulent. Per exemple, un col·lapse desordenat d'un gran promotor immobiliari podria afectar la confiança en el mercat i comportar una «parada sobtada» al sector similar a la viscuda el 2014-2015, quan la inversió residencial i els preus de la propietat van caure de forma abrupte en un període curt de temps.

Si només tinguéssim en compte els efectes directes, una caiguda d'una magnitud similar (del 20%) en l'activitat del sector immobiliari generaria una caiguda del PIB propera al 5%. Si aquest alentiment s'observés de forma exclusiva al sector de la construcció, amb les infraestructures excloues, la caiguda associada s'aproparia al 3% del PIB.

No obstant això, aquestes estimacions ignoren els efectes del contagi financer que podria produir una crisi immobiliària més descontrolada i no tenen en compte tampoc les mesures de política fiscal o monetària per mitigar els danys en l'economia.

Ara com ara, malgrat l'elevada incertesa, sembla que el Govern s'obstina a tirar endavant les reformes a llarg termini anunciades, i això augmenta els riscos que el sector immobiliari experimenti un ajust significatiu. En aquest context, caldrà tenir en compte el possible contagi internacional, tant per la via d'un alentiment de l'economia xinesa com del contagi financer provocat per un alentiment més significatiu del sector. Aquest serà un tema que analitzarem en propers articles de l'*Informe Mensual*. En l'equilibri entre la reestructuració del sector i l'estabilitat econòmica del país a curt termini, serà clau mantenir la confiança dels compradors en el mercat i, tant com es pugui, aïllar altres sectors d'activitat de l'ambicionat ajust immobiliari.

Luís Pinheiro de Matos