

## El sector immobiliari xinès (part II): aterratge d'emergència o vol a baixa altura?

El deute total de l'economia xinesa es va enfilar al 274% del PIB al final del 2021.<sup>1</sup> Conscients dels riscos d'una acumulació excessiva de deute i de la necessitat de reequilibrar el model de creixement econòmic, les autoritats xineses s'han esforçat, en els últims anys, per contenir l'endeutament corporatiu (que va tocar sostre el 2016, en el 123% del PIB; vegeu el primer gràfic). En aquest sentit, cap a la meitat del 2020, l'Executiu va anunciar un seguit d'estrictes regles per a l'accés al crèdit al sector immobiliari, on el model de creixement s'havia basat històricament en un fort grau de palanquejament.

En concret, per tenir accés al crèdit bancari, els promotors immobiliaris han de complir les anomenades «tres línies vermelles».<sup>2</sup> No obstant això, aquestes mesures no solament van aconseguir limitar l'endeutament al sector, sinó que també van exposar-ne les vulnerabilitats. En aquest context, alguns dels promotors més grans s'enfronten a severos problemes de liquiditat. Els riscos més grans d'aquesta estratègia de despallanquejament del sector immobiliari són el contagi entre promotors i el contagi als sectors més exposats a l'immobiliari.

### Risc de contagi al sector immobiliari

Una sèrie d'«implosions controlades» d'alguns dels promotors en situació financera més feble podria comportar un contagi entre promotors solvents i insolvents. És a dir, hi ha el risc que les condicions d'oferta de crèdit i de demanda al mercat immobiliari es deteriorin de tal manera –per la pèrdua de confiança dels consumidors i dels creditors– que fins i tot promotors més solvents (per exemple, els que, en condicions normals, complirien les línies vermelles) perdin l'accés al mercat de crèdit mentre s'enfronten a una forta caiguda de la demanda d'habitatges.

En aquest sentit, hi ha alguna evidència que alguns promotors amb millors ràtios de deute i de liquiditat, que fins fa uns mesos tenien *ratings* de crèdit més elevats, s'enfronten ara a problemes de liquiditat, reforçats per la caiguda en les vendes d'habitatges.

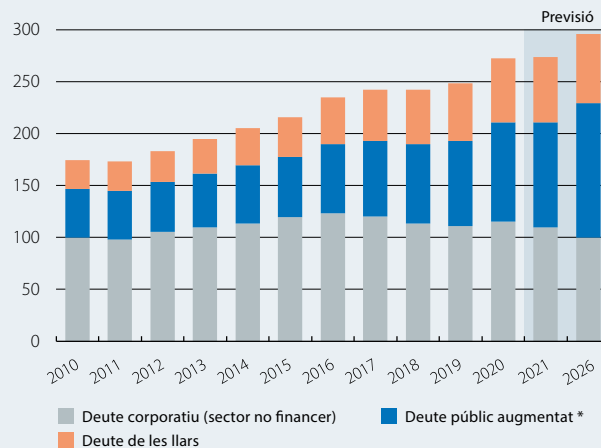
Analitzant la situació financera d'algunes de les empreses més grans del sector (vegeu la taula), amb uns passius totals d'uns 2 bilions de dòlars, veiem que la gran majoria exhibeixen una ràtio de palanquejament substancialment superior a la mitjana del sector. En alguns casos, fins i tot, arriben a registrar valors gairebé cinc vegades superiors a la mitjana. A més a més, entre els cinc promotors més grans (els pas-

1. Segons les estimacions de l'FMI.

2. La primera línia vermella inclou un límit del 70% en la ràtio de passius en relació amb els actius, sense els ingressos per cobraments anticipats de vendes d'habitatge. La segona i la tercera línies vermelles corresponen a un límit del 100% en la ràtio de palanquejament net i a un coeficient mínim d'1 en la ràtio de liquiditat (en relació amb el deute a curt termini).

### Xina: deute total per sectors

(% del PIB)



*Nota:* \* El saldo o deute públic augmentat amplia el perímetre de la mesura tradicional del saldo o deute públic per incloure els fons administrats pel Govern i l'activitat dels vehicles de finançament dels governs locals (LGFV, per les sigles en anglès).

*Font:* CaixaBank Research, a partir de dades del Fons Monetari Internacional.

sus dels quals puguen a 1 bilió de dòlars), n'hi ha tres que no complirien la primera línia vermella en els dos propers anys, i els cinc presenten, com a mínim, dues ràtios (de palanquejament, de liquiditat o de rendibilitat) que es troben entre les pitjors del sector. Si afegíssim a aquestes empreses les que presenten un ràtio de crèdit ja inferior al BB+ (el límit per considerar una empresa com de grau d'inversió), arribaríem a un total d'empreses amb passius superiors a 1,5 bilions de dòlars en risc de patir problemes de liquiditat a curt termini o, fins i tot, en situació de *default* imminent (el cas d'Evergrande). Això correspondria al 80% del mercat per total d'actius que es podria enfrontar a problemes de liquiditat a curt termini.<sup>3</sup> D'altra banda, s'estima que els promotors més grans necessitaran uns 200.000 milions de dòlars addicionals de liquiditat per complir les tres línies vermelles marcades per l'Executiu. Si ens centrem en els cinc promotors més grans, aquestes necessitats de finançament addicionals representarien el 20% dels seus actius.<sup>4</sup>

### Risc de contagi a altres sectors

D'altra banda, una seqüència de *defaults* descontrolats al sector podria comportar una gran quantitat d'habitatges

3. Aquests números fan referència a actius i a passius registrats al balanç dels promotors. No obstant això, d'ençà que les autoritats xineses van començar a adoptar mesures per reduir el deute corporatiu, molts promotors s'han tornat més dependents dels ingressos per cobraments anticipats de vendes d'habitatges no acabats i han recorregut a vehicles fora de balanç per obtenir liquiditat i han evitat l'escrutini regulador.

4. Estimació de Goldman Sachs, assumint que, malgrat que perdran l'accés al mercat d'emissió de deute *offshore*, els promotors podran refinançar els préstecs bancaris i es mantindran les restriccions sobre la utilització d'ingressos amb les vendes per endavant (aproximadament, el 20% no disponible per cobrir el deute). Aquesta estimació no inclou el deute o les activitats de finançament fora de balanç.

## Sector immobiliari xinès: situació financera, qualificació creditícia i estructura del deute de les majors promotores

Promotors	Ràtio de palanquejament	Ràtio de liquiditat	Ràtio de rendibilitat	Passius totals (1S 2023 [e])	Actius totals (1S 2023 [e])	Primera línia vermella (1S 2023 [e])	Ràting creditici **	Deute pendent en bons (% offshore)
Country Garden Holdings Co	2,27	0,55	0,18	255	312	75,5%	BBB-	17,9 (90%)
China Evergrande Group	5,05	0,45	0,23	248	313	78,4%	CC	32 (69%)
China Vanke Co *	1,42	0,45	0,20	223	300	66,0%	BBB+	10,5 (82%)
Poly Developments and Holdings Group *	2,28	0,58	0,19	164	226	58,1%	BBB	9,3 (17%)
Sunac China Holdings	3,56	0,49	0,23	140	180	71,6%	BB	13,5 (67%)
China Resources CR Land *	0,81	0,45	0,38	110	158	58,9%	BBB+	8,3 (53%)
Longfor Group Holdings	1,37	0,46	0,29	94	134	64,3%	BBB	10,8 (31%)
China Overseas Land and Investment COLI *	0,73	0,69	0,38	76	139	50,3%	BBB+	14,4 (63%)
Seazen Group	3,51	0,48	0,23	70	90	70,9%	BB+	6,6 (61%)
Shimao Group Holdings	1,53	0,53	0,25	68	99	63,3%	BB-	11,8 (62%)
Greentown China holdings *	1,87	0,61	0,17	60	74	68,6%	BB-	7,7 (18%)
Gemdale Corp *	1,99	0,74	0,27	56	77	67,6%	BB	9,1 (11%)
China Jinmao Holdings Group *	2,12	0,68	0,31	52	71	66,7%	BBB-	7,4 (65%)
Guangzhou R&F Properties Co	2,41	0,55	0,30	52	69	74,9%	CC	9,4 (62%)
CIFI Holdings Group Co	2,44	0,93	0,22	52	70	67,3%	BB	8,4 (71%)
Agile Group Holdings	1,51	0,71	0,29	35	52	67,3%	BB-	6,9 (88%)
Logan Group Co	1,88	0,71	0,36	33	48	66,3%	BB	7,9 (54%)
KWG Ground Holdings	2,19	0,66	0,41	28	39	67,6%	B+	8,6 (76%)
Powerlong Real Estate Holdings	1,56	0,65	0,38	25	36	65,4%	BB-	5,2 (65%)
China Overseas Grand Oceans COGO Group *	2,07	0,56	0,21	23	30	65,8%	BBB	0,6 (100%)
Yuzhou Group Holdings	2,27	0,76	0,24	20	27	71,5%	B	8,3 (84%)
Mitjana del sector immobiliari ***	1,15	0,55	0,20					

**Notes:** \* Empresa de propietat estatal. \*\* Ràting mitjà S&P/Moody's/Fitch al final del 2021. \*\*\* Mitjana de la mostra d'empreses del sector immobiliari disponible a Refinitiv. [e] estimació de Goldman Sachs. Ràtio de palanquejament: deute/capital; ràtio de liquiditat: actius líquids/deute; ràtio de rendibilitat: marge operatiu. Passius totals, actius totals i deute pendent en bons en milers de milions de dòlars nord-americans.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, de Goldman Sachs i de Financial Times.

(generalment, amb un elevat percentatge pagat per endavant) no acabats, una cascada d'impagaments en sectors estretament vinculats a l'immobiliari (sectors més exposats) i caigudes abruptes de preus de l'habitatge. Aquest escenari podria generar tremolors als sectors més exposats «aigües amunt», tant al sector manufacturer, entre productors de metalls bàsics o de maquinària i equipament, com al sector serveis, en activitats comercials i financeres.<sup>5</sup>

Pel que fa al sector financer, i malgrat l'elevat grau d'incertesa sobre el grau d'exposició de cada institució bancària a promotors en risc d'incompliment, els préstecs al sector immobiliari representen el 7% dels préstecs bancaris totals, mentre que les hipoteques representen el 21% del total del crèdit bancari. Fins i tot considerant que una part d'altres préstecs bancaris estan garantits per béns immobiliaris, l'exposició directa del sector bancari a l'immobiliari no és excessiva. En qualsevol cas, sembla improbable un escenari d'una successió de *defaults* descontrolats, amb implicacions potencialment sistèmiques per al sector financer, ateses la capacitat de les autoritats xineses per intervenir en l'economia i la voluntat ja demostrada d'aïllar el màxim possible els petits inversors en processos de

*default* i de minimitzar l'impacte econòmic d'un alentiment al sector.

### El major risc a curt termini: la (falta de) confiança

Fins i tot quan els riscos de liquiditat a curt termini s'esvaeixin, la recuperació del sector immobiliari serà lenta, tenint en compte el grau de palanquejament actual de les promotores i les tendències demogràfiques de fons. Abans que acabi la turbulència, el futur més immediat (i, fins i tot, la supervivència) de moltes empreses del sector i dels sectors més exposats depèn del fet que es restableixi la confiança dels inversors. Amb la finalitat d'evitar una «profecia autocomplerta», és a dir, que la feblesa actual del mercat immobiliari comporti un enfonsament dels preus, que, al seu torn, reforçaria la pèrdua de confiança i el contagi al sector bancari, serà clau el desplegament de mesures de política monetària i fiscal dirigides a trams específics del sector i que facilitin la reestructuració de les empreses, que garanteixin l'accés al crèdit dels petits inversors i que frenin els riscos amb les vendes anticipades d'habitatge. Malgrat que a més baixa altura, un cop garantida la confiança dels passatgers, l'avió podria encara continuar volant.

Luís Pinheiro de Matos

5. Per a més detalls, vegeu el Focus «El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80», a l'IM01/2022.