

China

# Situación Inmobiliaria

Informe anual 2010

## Análisis económico

- Partiendo de la primera Perspectiva sobre el sector inmobiliario chino que publicó el BBVA el año pasado, esta edición actualiza la evolución y las políticas del sector de la propiedad residencial, incluyendo una valoración de las tendencias recientes de los precios con respecto a los principios básicos y una comparación de la experiencia internacional con las burbujas inmobiliarias.
- Los precios inmobiliarios de China siguieron subiendo de forma pronunciada durante el pasado año. Aunque en este momento la cuantía de los aumentos de los precios inmobiliarios de China no es especialmente grande en comparación con la experiencia internacional, las autoridades han actuado ya para enfriar el mercado con el fin de que la vivienda siga siendo asequible y para evitar las desestabilizadoras burbujas de precios. Las medidas han dado como resultado una fuerte caída de las ventas y una moderación de las subidas de precios.
- Según nuestras estimaciones, los precios inmobiliarios de las principales ciudades desbordaron el año pasado la subida de los valores de equilibrio de la vivienda, lo que aumenta posibilidad de que se produzcan ajustes a corto plazo en el mercado inmobiliario, incluida una corrección de los precios a la baja.
- Sin embargo, a medio plazo, las perspectivas del mercado de la propiedad de China son muy prometedoras, dado el rápido crecimiento de la renta, las altas tasas de urbanización y los datos demográficos favorables.

## Índice

1. Introducción .....	3
2. Evolución reciente y perspectivas del mercado de la vivienda...4	
Recuadro 1: el mercado de la vivienda en China: evaluación de los últimos 20 años .....	10
3. Valoración de la burbuja inmobiliaria china desde una perspectiva internacional .....	14
Recuadro 2: la experiencia de América Latina con las políticas de vivienda asequible .....	19
4. ¿Están los precios de la vivienda en China desalineados con los principios básicos de la oferta y la demanda? .....	21
5. Perspectivas a medio plazo.....	25
Referencias.....	28
Apéndice: descripción de modelos empíricos para calcular los precios de equilibrio.....	29

Fecha de cierre: 30 de junio de 2010

# 1. Introducción

En los últimos años, el auge del sector inmobiliario chino ha acaparado la atención tanto de los inversores como de los responsables de las autoridades. El mercado inmobiliario ofrece a los inversores oportunidades de negocio rentables y en la última década, la vivienda ha emergido como una de las mejores oportunidades de inversión a largo plazo en China. Sin embargo desde la perspectiva de la política económica, el rápido aumento de los precios plantea riesgos. En un entorno de alta liquidez y rápido crecimiento del crédito como el que ha existido en China durante el pasado año, pueden producirse burbujas que amenazen la estabilidad económica y financiera. Y desde una perspectiva social, la asequibilidad se convierte en la preocupación principal. Por estas razones, las autoridades chinas han puesto en marcha diversas medidas, como se describe más adelante, para enfriar el floreciente sector inmobiliario.

Este es nuestro segundo informe anual sobre la Situación Inmobiliaria en China. En la edición anterior, publicada en mayo de 2009 resaltamos las prometedoras perspectivas de inversión a largo plazo en el mercado de la propiedad residencial en China, dado el rápido crecimiento de la renta, la urbanización y los cada vez más pequeños parques de vivienda. Pero al mismo tiempo, el informe detectó que era posible que a corto plazo los precios experimentarían una corrección a la baja en vista del exceso de oferta de propiedades residenciales de alto standing, predicción que en nuestra opinión sigue siendo válida, aunque no ha llegado a materializarse hasta la fecha. La conclusión, no obstante, fue que era poco probable que se produjera un aterrizaje brusco, ya que se prevé que continuará la fortaleza de la demanda subyacente dadas las buenas perspectivas de crecimiento económico, las altas tasas de ahorro y las políticas proactivas del gobierno de China.

El presente informe se hace eco de algunos de estos temas y actualiza la reciente evolución del sector de la propiedad, incluidas las políticas para enfriar el mercado. Creemos que durante el pasado año, el aumento del precio de la vivienda ha sido más pronunciado que el aumento esperado en un mercado en equilibrio.

Sin embargo, al evaluar las tendencias y las perspectivas del sector inmobiliario, es importante distinguir entre las perspectivas a corto y a largo plazo. A corto plazo, como se describe más adelante, la rápida subida de los precios puede plantear un problema para la estabilidad económica y la asequibilidad. A nuestro entender, las recientes medidas para enfriar el mercado tienen como objetivo hacer frente a estas inquietudes. A largo plazo, sin embargo, el rápido aumento de la renta, la urbanización y el crecimiento demográfico de China favorecen el aumento de los precios. Consideramos que esas perspectivas a medio plazo forman parte de los fundamentos de la evolución de la economía, pues los periodos de tiempo prolongados son en gran medida inmunes a la influencia de las medidas fiscales y las micromedidas para enfriar el mercado.

El informe se organiza del modo siguiente. En la Sección 2 se examinan y se actualizan las políticas de los últimos años para controlar las fluctuaciones de los precios. Se evalúa el efecto de estas políticas y las perspectivas del sector a corto plazo. En la Sección 3 se examina la experiencia internacional con las burbujas en inmobiliarias en EE.UU., Japón y España, todos ellos episodios de burbujas pronunciadas que ofrecen lecciones importantes, con el objetivo de poner en perspectiva el auge actual de los precios inmobiliarios en China y los índices de asequibilidad; el enfoque de la política de América Latina para mantener la vivienda asequible se revisa por las lecciones que puede ofrecer (Recuadro 2). En la Sección 4 se actualiza nuestro modelo econométrico de precios de equilibrio para valorar el grado de sobrevaloración del mercado. Por último, en la Sección 5 concluimos con muestras estimaciones y ofrecemos algunas observaciones sobre las perspectivas a medio plazo.

## 2. Evolución reciente y perspectivas del mercado de la vivienda<sup>1</sup>

### 2.1 Una mirada retrospectiva a las medidas para controlar el mercado.

Antes de valorar las últimas tendencias del pasado año, es útil dar un paso atrás para ver la fluctuación de los precios de la vivienda y las respuestas políticas desde una perspectiva un poco más amplia. En ese sentido, es provechoso recordar que la orientación hacia el mercado del sector inmobiliario chino es relativamente nueva, el producto de las reformas adoptadas hace poco más de una década, en 1998 (véase el Recuadro 1). Si lo miramos desde esta perspectiva, se hace evidente que las autoridades están en una fase de “aprender con la práctica” a medida que evalúan las fluctuaciones de los precios de este nuevo y creciente mercado y utilizan la gama de herramientas que tienen a su disposición, incluidas las políticas administrativas y financieras, para suavizar las fluctuaciones del mercado.

#### **Antes de la crisis financiera mundial, se adoptaron medidas para enfriar el mercado de la vivienda...**

Antes de la crisis financiera desencadenada a mitad de 2008, los precios de la vivienda en las ciudades más grandes de China subieron de forma galopante. Preocupadas por que la escalada de precios estuviera impulsada por la especulación antes que por los principios básicos, y con el fin de reducir el riesgo de que se formaran burbujas, las autoridades aplicaron diversas medidas administrativas y políticas financieras para enfriar el mercado. Estas medidas incluían aumentos de los tipos de interés hipotecarios y de los porcentajes de entrada inicial, así como unos requisitos más exigentes para la inversión en el sector de la vivienda. Las medidas entraron en vigor a partir de 2007 y tuvieron éxito en contener el impulso alcista de los precios, ya que estos llegaron a su punto álgido a finales de 2007 y descendieron a lo largo de 2008 antes de pasar a ser negativos cuando empezaron a sentirse los efectos de la crisis financiera mundial (Gráfico 1). Los precios del mercado Shenzhen, por ejemplo, cayeron un 15% a principios de 2009.

#### **...pero la crisis económica mundial necesitaba un cambio para estimular el mercado...**

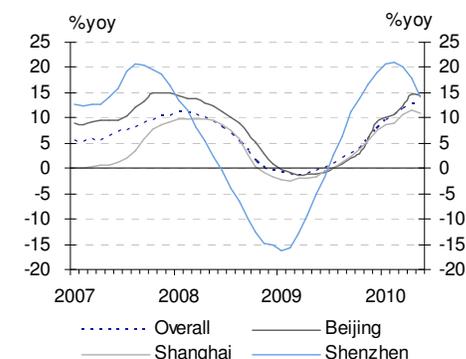
Como muy bien se ha documentado, el comienzo de la crisis financiera mundial necesitaba un giro hacia políticas más expansivas para apoyar el crecimiento. A finales de 2008, las autoridades cambiaron la dirección de su política, dando lugar a un paquete de 4 billones de RMB que tenía como objetivo estimular la economía a través de la inversión masiva en infraestructura y otros activos fijos, alimentando así lo que con el tiempo se convertiría en un crecimiento récord del crédito.

En línea con este cambio de política, se cancelaron las medidas de enfriamiento del mercado inmobiliario. Se hicieron esfuerzos por estimular la demanda y la inversión del mercado de la vivienda residencial. Para promover los préstamos hipotecarios, por ejemplo, en octubre de 2008 se redujeron los requisitos de entrada inicial para las compras de viviendas residenciales del 30% al 20% y se permitió que los tipos de interés hipotecarios fueran sólo un 70% del tipo de interés de referencia. La relajación también se aplicaba a los compradores de segundas propiedades si tenían la intención de mejorar las condiciones residenciales, de modo que la política estaba pensada para aplicarse a los inversores “reales”, en vez de a los inversores especulativos. Por otro lado, los impuestos sobre la apreciación del suelo y el timbrado fiscal se eximieron en noviembre de 2008. De igual modo, en enero de 2009, se eximieron los impuestos sobre las ventas de viviendas a los propietarios que mantenían sus inversiones más de dos años, lo que supuso una reducción con respecto al periodo de tenencia anterior, que era de cinco años. En mayo de 2009, también se bajaron los requisitos de capital para los promotores inmobiliarios hasta el 20%.

Como resultado de las medidas de estímulo y la recuperación de la economía, el mercado inmobiliario comenzó a experimentar una inflexión espectacular a partir de marzo de 2009, que en gran medida se debió a la importante inyección de liquidez. Una porción sustancial de los créditos bancarios llegó a los especuladores de la propiedad, lo que contribuyó al auge de la compra de viviendas y al aumento del valor de las propiedades inmuebles. Tanto el volumen de transacciones como los precios subieron con rapidez, especialmente en las grandes ciudades como Pekín, Shanghái, Guangzhou y Shenzhen. Como consecuencia de ello, los niveles de precios actuales son mucho más altos que los que estaban en vigencia antes de la crisis financiera mundial (Gráfico 2).

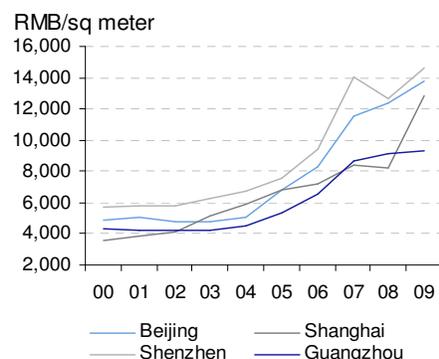
<sup>1</sup> Agradecemos las aportaciones de Yuande Zhu, anteriormente en BBVA como Economista Senior, a esta sección.

Gráfico 1  
**La subida y caída de los precios inmobiliarios**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 2  
**Los precios de la vivienda están por encima de los niveles anteriores a la crisis**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

## 2.2 Medidas recientes para evitar burbujas en el mercado de la vivienda

Por temor a que los precios galopantes de la vivienda pudieran generar una burbuja, las autoridades han introducido más recientemente una serie de políticas para frenar la especulación del mercado inmobiliario y controlar el aumento de los precios. En concreto, el Consejo de Estado de China restableció en diciembre de 2009 el anterior impuesto sobre la propiedad para las compras de segundas viviendas vendidas en un plazo de cinco años y dobló el requisito de entrada inicial hasta situarla en el 40% en enero de 2010. Por su parte, el BPdC adoptó medidas monetarias de apoyo a través de aumentos en las reservas obligatorias y políticas de préstamos más restrictivas para los bancos.

Sin embargo, la primera serie de medidas resultó insuficiente para poner freno al aumento de precios. De hecho, el aumento de los precios se aceleró hasta la cifra récord del 12,8% en abril. Estas tendencias impulsaron a las autoridades a adoptar medidas adicionales a mediados de dicho mes de abril para contener los aumentos de precios desalentando las compras especulativas de viviendas. Entre las medidas recientes se incluyó otro aumento en los requisitos de entrada para las compras de segundas viviendas, que pasaron del 40% al 50%, a la vez que se prohibieron los préstamos para la compra de terceras viviendas. Además, los tipos hipotecarios sobre las adquisiciones de segundas viviendas se han incrementado, pasando del 70-80% del tipo de interés de referencia hasta el 110%. El gobierno también introdujo medidas para limitar las actividades en el mercado inmobiliario de empresas de propiedad estatal (EPE) cuya actividad principal no es ese sector. En cuanto a la oferta, se ha elevado también la disponibilidad de suelo para la edificación de vivienda asequible. Asimismo, los municipios anunciaron medidas para enfriar el sector inmobiliario, en línea con las directrices nacionales.

### ...pero el impacto de estas políticas en los precios ha sido hasta ahora limitado<sup>2</sup>

A pesar de las recientes medidas de ajuste y de la contracción de los volúmenes de venta, el impacto sobre los precios inmobiliarios ha sido pequeño hasta la fecha. El ritmo de aumento de los precios ha comenzado a moderarse (Gráfico 1) y se han registrado caídas de precios en algunos mercados, como Shenzhen y Guangzhou, e incluso Pekín.

No obstante, los precios todavía tienen que reaccionar de forma significativa. Hay varias razones que podrían explicarlo, incluidos los retrasos habituales asociados a las fluctuaciones en los inventarios y volúmenes de ventas (volveremos sobre este punto más adelante). Además, el entorno político se dificulta por el conjunto de objetivos, grandes y a veces conflictivos, que tienen que conseguir las autoridades en combinación con el limitado conjunto de instrumentos políticos del que disponen. Con respecto a los objetivos, a veces no está claro si lo que se persigue con medias específicas es mantener la estabilidad financiera previniendo el recalentamiento del sector inmobiliario, mantener la vivienda asequible para los hogares con rentas más bajas o una combinación de ambos.

En relación con este asunto, dada la creciente cuota del sector inmobiliario como fuente de crecimiento del PIB (la inversión en este sector asciende a aproximadamente el 20% del total de la inversión en activos fijos y el valor añadido supone un 5% del PIB), existen incentivos económicos

<sup>2</sup> Esta subsección se basa en las aportaciones de Shulin Li, CITIC Bank.

para que los dirigentes traten de mantener los precios altos, ya que los objetivos de crecimiento de China son ambiciosos. Por tanto, los responsables de la política monetaria tienen que tener en cuenta forzosamente la repercusión de su política en los sectores relacionados y el efecto general sobre el rendimiento económico. En consecuencia, es posible que los dirigentes tengan objetivos opuestos: el deseo de mantener un rápido crecimiento económico y al mismo tiempo la desaceleración del sector inmobiliario, lo que hace que la puesta en marcha de las medidas no sea plena. Para complicar aún más las cosas, los gobiernos locales actúan con frecuencia no sólo como reguladores, sino también como un grupo de interés importante en este mercado. De hecho, los ingresos y la financiación de las administraciones locales dependen a menudo de la recaudación por transmisiones y de los altos precios del suelo.

Además de los factores señalados anteriormente, dado que el abanico de activos en los que invertir es todavía limitado, la propiedad inmobiliaria se ha convertido en un importante elemento de riqueza de los hogares. Unas políticas de ajuste muy duras podrían minar esa riqueza y, por consiguiente, su implementación encuentra resistencia. La política crediticia también parece haber tenido hasta ahora un efecto limitado sobre la regulación del sector inmobiliario, aunque la normativa sobre segundos préstamos hipotecarios tendrá probablemente un efecto a corto plazo en la reducción de la demanda especulativa. Los movimientos alcistas de los tipos de interés, que hasta ahora parece que han sido un instrumento de menor preferencia por considerarse excesivamente contundentes, podrían tener una repercusión mayor en el mercado. En previsión de una mayor inflación y una mayor flexibilidad monetaria (apreciación), el empeoramiento del mercado de valores como el que ha ocurrido en los últimos meses, puede dar como resultado a corto plazo que grandes flujos de capital vayan a parar al sector inmobiliario, impulsando aún más los precios al alza.

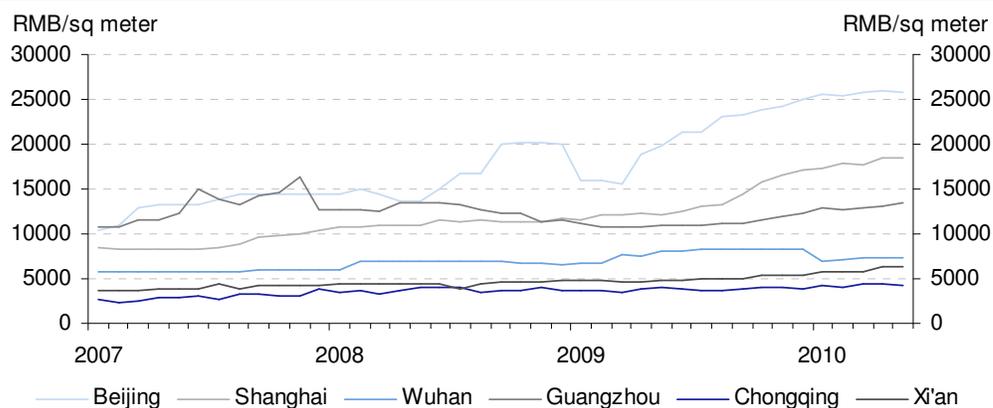
### 2.3 Condiciones actuales del mercado y perspectivas a corto plazo

#### ...los precios todavía altos podrían incentivar la adopción de medidas adicionales para enfriar el mercado

Se mida como se mida, los precios de la vivienda están todavía relativamente altos (Gráfico 3), lo que lleva a las autoridades a responder ante el descontento público por razones de asequibilidad (Gráficos 4-6). Sin embargo, los problemas de medición hacen del análisis un asunto peliagudo, debido a la ausencia de un conjunto de precios universalmente aceptados para el mercado inmobiliario chino. Las estadísticas recopiladas por la Oficina Nacional de Estadística (NBS), por ejemplo, muestran que el promedio de los precios residenciales de Pekín en 2009 fue de 13.799 RMB por metro cuadrado, mientras que la encuesta de la Comisión Nacional de Desarrollo y Reformas (CNDR) muestra un promedio de 21.940 RMB por metro cuadrado y 25.932 RMB al final del año. En cierta medida, como los datos de la CNDR están más concentrados en las zonas céntricas de la ciudad, es posible que indiquen con mayor precisión las tendencias inmobiliarias de las grandes ciudades. Los datos del NBS cubren una zona regional más amplia.

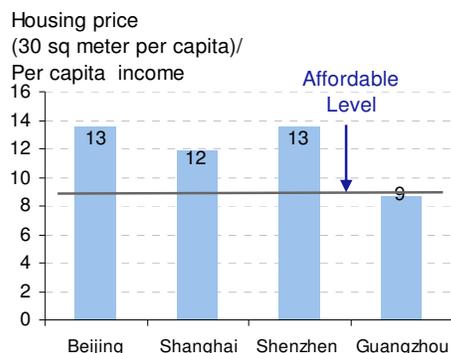
Gráfico 3

#### Tendencias de los precios en el centro de las principales ciudades



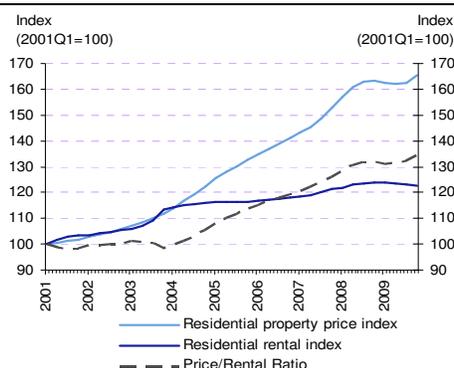
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 4  
**Los precios distorsionan los niveles de asequibilidad**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

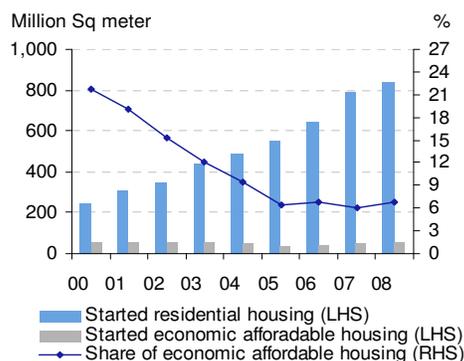
Gráfico 5  
**Las ratios precio-alquiler han subido**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

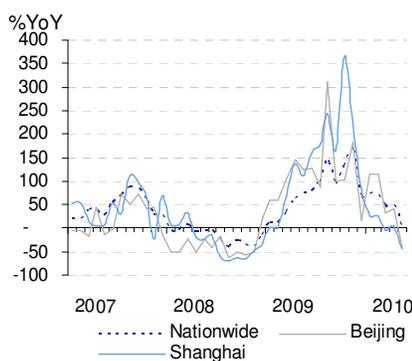
Como ya se ha señalado, hasta la fecha, las medidas de las autoridades han dado como resultado una pronunciada caída del volumen de transacciones del mercado, sin que se haya producido un descenso significativo en los precios. Además de los asuntos tratados anteriormente, las razones pueden ser los retrasos habituales, según los cuales los participantes del mercado tardan de 3 a 6 meses en esperar y observar el impacto sobre los precios. En ese entorno, los compradores podrían aplazar sus compras esperando a que los promotores, obligados por la falta de liquidez, recorten los precios. En concordancia con este tipo de conducta, el crecimiento de las ventas inmobiliarias de las grandes ciudades ha caído rápidamente (Gráfico 7), mientras que los precios se mantienen altos. Algunos participantes del mercado prevén que las autoridades sólo moderarán sus esfuerzos de ajuste una vez que los precios inmobiliarios de las principales ciudades muestren una corrección a la baja de un 20 a un 30% con respecto a los niveles actuales.

Gráfico 6  
**La inversión en vivienda asequible se ha quedado atrás**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 7  
**El crecimiento del volumen de ventas ha caído rápidamente**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

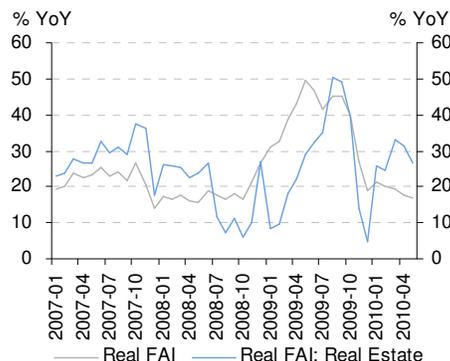
**...es probable que el parque de viviendas aumente en la segunda mitad de 2010**

Impulsada por la renovada confianza en el mercado de la vivienda y por la rapidez de los préstamos hipotecarios (Gráficos 8-10), la construcción de viviendas nuevas se aceleró en la segunda mitad de 2009, lo que debería provocar un aumento de las existencias de superficie habitable a la venta en los próximos 3-6 meses (Gráfico 11), dado el proceso habitual de un año para que los edificios residenciales de nueva construcción pasen al estado de preventa. Las ventas de vivienda experimentarán probablemente un crecimiento más lento en la segunda mitad de 2010, en comparación con el auge registrado en la segunda mitad de 2009. A su vez, el aumento del parque de viviendas, unido a la pérdida de entusiasmo por la compra bajo el efecto de las recientes medidas de enfriamiento, debería acelerar la presión bajista sobre los previos de venta.

Gráfico 8

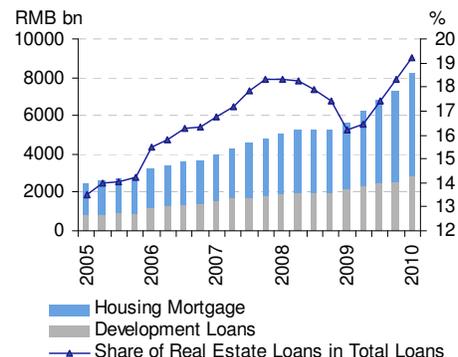
Gráfico 9

**El crecimiento de la inversión en el sector inmobiliario sigue siendo alto**



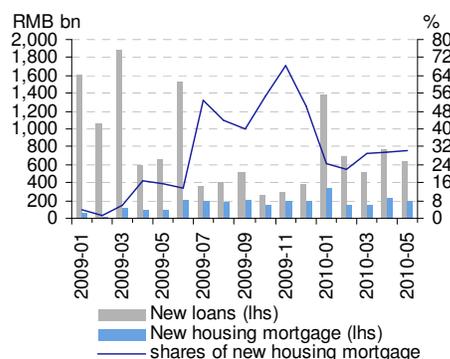
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Los préstamos inmobiliarios (sobre todo a los promotores) han aumentado**



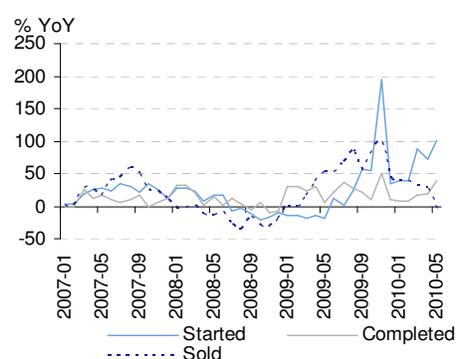
Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Gráfico 10**  
**La cuota de los créditos hipotecarios en el conjunto de los créditos nuevos es todavía alta**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**Gráfico 11**  
**Dinámica de la superficie habitable**



Fuentes: CEIC y BBVA Research

**...es posible que se introduzcan nuevas medidas para enfriar el mercado, incluido un impuesto sobre la propiedad inmobiliaria**

La principal iniciativa política que se ha discutido recientemente es la introducción de un impuesto sobre la propiedad inmobiliaria. El Consejo de Estado ha aprobado una "reforma de los impuestos sobre la propiedad inmobiliaria con aceleración gradual" como parte de la radical revisión fiscal propuesta por la Comisión Nacional de Desarrollo y Reformas (CNDR). Según se ha informado, el impuesto de esta propuesta sería aplicable a las propiedades para alquiler o inversión, más que a las residencias ocupadas por el propietario. (En la actualidad, los impuestos en China sólo se gravan en el punto de transmisión, no de forma regular a quien tiene la propiedad.)

Persiste la incertidumbre acerca del momento y el alcance de estas medidas adicionales. En especial, los riesgos que acechan a la perspectiva global podrían hacer que las autoridades retrasaran la adopción de nuevas medidas de ajuste. Sin embargo, no descartamos la posibilidad de que se planeen más medidas de enfriamiento si los precios de la vivienda de las principales ciudades siguen subiendo en los próximos meses. Al mismo tiempo, creemos que las probabilidades de que se produzca un aterrizaje duro en el mercado inmobiliario de China son reducidas dadas las perspectivas favorables a medio plazo. Concretamente, la demanda urbana de viviendas seguirá teniendo capacidad de recuperación como consecuencia de una alta tasa de ahorro, buenas perspectivas de crecimiento, un entorno de tipos de interés bajos y las políticas proactivas del gobierno central y los gobiernos locales.

# Recuadro 1: Mercado de la vivienda de China

## Breve revisión de los últimos 20 años

### Un nuevo mercado

A todos los efectos, el sector inmobiliario chino orientado al mercado aun se encuentra, relativamente, dando sus primeros pasos. El mercado “nació” en 1998 cuando el gobierno abandonó su práctica de asignar viviendas. En la Tabla 1 se destacan los hitos relevantes del mercado inmobiliario chino.

### Antes de 1998: coexistencia de un sistema de planificación y de mercado

En la década de 1980, el gobierno reformó sus sistemas de vivienda y administración del suelo como parte de un programa de reestructuración económica a nivel nacional. A partir de 1992, el gobierno central fue cambiando gradualmente el sistema de distribución de la vivienda como prestación social hacia un sistema orientado al mercado. Se introdujo un sistema de tenencia de tierras para sustituir a la propiedad colectiva, y la asignación y la planificación del uso de las tierras dirigidas por el estado dejaron paso a un sistema de asignación orientado hacia el mercado. Durante este periodo, coexistieron las asignaciones de vivienda planificadas y las ventas públicas. Las reformas incentivaron el auge de la inversión y la construcción a principios de la década de 1990. El rápido ascenso de los precios del suelo y de la vivienda llevó a la acumulación de riesgos en el mercado inmobiliario. Cuando se introdujeron medidas de ajuste macroeconómico en 1993 para desacelerar la economía, uno de sus efectos secundarios fue la caída de los precios inmobiliarios, lo que dejó un gran stock de viviendas sin terminar en Hainan, Beihai y otras ciudades. El declive duró seis años antes de que el sector comenzara a reanimarse de nuevo.

### Después de 1998: la evolución de los préstamos hipotecarios estimula un ciclo de bonanza

Coincidiendo con el final de la política del gobierno de asignar viviendas en las zonas urbanas, se desató la crisis financiera asiática, lo que desembocó en una crisis económica. Para contrarrestar las fuerzas recesivas, se adoptó una política fiscal expansiva dirigida principalmente al gasto en infraestructuras. El gobierno también recurrió a medidas de estímulo de la demanda interna a través del sector inmobiliario. Como consecuencia de ello, surgieron los créditos hipotecarios en 1998, y los bancos comerciales empezaron a ofrecer préstamos de hasta el 80% del precio de compra con un plazo máximo de 30 años a los compradores particulares.

El mercado de créditos para la adquisición de vivienda se convirtió en el motor financiero de la próspera industria de edificación de vivienda residencial y apoyó el crecimiento económico. Los precios de la vivienda de las grandes ciudades subieron rápidamente a partir de 2003. El Consejo de Estado, tratando de moderar el ciclo, instó a los ministerios relevantes a preparar normativas para enfriar el mercado. En ese sentido, el BPdC promulgó la Circular 121, en la que imponía unos requisitos más estrictos sobre la financiación inmobiliaria para reducir los riesgos bancarios sistémicos. Sin embargo, la regulación chocó con la oposición popular. Posteriormente, la mayoría de las políticas se centraron en eliminar la inversión en el sector inmobiliario, más que en reducir la demanda, con la consecuencia imprevista de llevar a una mayor aceleración de los precios de la vivienda hasta finales de 2007, cuando empezó a emerger la crisis del “subprime” en EE.UU.

Con la inflación al alza en 2007, el BPdC llevó un estricto control de la política monetaria. Los porcentajes de entrada inicial para la compra de segundas viviendas y posteriores se subió del 30% al 40%, además de añadirse una prima del 10% al tipo hipotecario. Los bancos comerciales comenzaron a controlar los préstamos a los promotores y las autoridades que gestionan las tierras lanzaron una campaña para subsanar las irregularidades del mercado. De este modo, la oferta del suelo y el crédito, dos cuerdas de salvamento del desarrollo inmobiliario, cayeron bajo las políticas de gestión macroeconómica a corto plazo. Todos los promotores inmobiliarios han sentido después las presiones de la deflación inducida provocada por las políticas de control macroeconómico del gobierno. Los mercados de la vivienda del sur de China, que antes subían a un ritmo vertiginoso, comenzaron a caer en 2008.

En el periodo más reciente, las medidas de ajuste de las autoridades han tenido un efecto inmediato en el volumen de transacciones y las ventas de propiedades han caído rápidamente. Pero los precios, como ya se ha observado en el texto principal, todavía están por reaccionar de forma significativa. Además de los esfuerzos para frenar la especulación del lado de la demanda, las autoridades están adoptando ahora medidas para construir viviendas asequibles, una política efectiva que aliviará los problemas de asequibilidad para muchas familias de bajos ingresos. Esta última serie de medidas debería ser más efectiva que las medidas adoptadas en ciclos anteriores, muchas de las cuales no resultaron apropiadas por restringir la oferta.

En la Tabla 1 se ofrece una lista y el orden cronológico de las políticas recientes del gobierno central y los gobiernos locales que tienen como objetivo enfriar el mercado inmobiliario para evitar burbujas

Tabla 1

**Actualización de las políticas para el sector inmobiliario, 2009-10**

Fecha	Descripción de la política
Diciembre 2009	Aumento de la oferta de vivienda asequible, control de la demanda especulativa, fortalecimiento de las normas del mercado y promoción de la construcción de proyectos de vivienda de la seguridad social.
Enero 2010	El Banco Central aumenta el rendimiento de las letras a un año en 8 puntos básicos.
Enero 2010	El Banco Central sube el coeficiente de reservas obligatorias un 0,5 por ciento.
Enero 2010	Aumento de la oferta efectiva de vivienda asequible, regulación de la demanda de vivienda, disuasión de la demanda especulativa. El porcentaje de entrada inicial para una segunda hipoteca no puede ser inferior al 40%
Abril 2010	Freno a la demanda de vivienda no razonable, normativa más estricta de las actividades financieras y la compra de tierras por parte de los promotores inmobiliarios
Abril 2010	Anuncio de la posibilidad de introducir un impuesto sobre la propiedad inmobiliaria de forma experimental en Shanghai, Pekín, Shenzhen y Chongqing. Se dice que este impuesto sobre la propiedad será entre un 1,2 y un 1,5% del 70% del valor de la transacción histórica de cada vivienda.
Abril 2010	El Consejo de Estado decide ajustar los tipos hipotecarios y los requisitos de entrada inicial. Los detalles son los siguientes: 1) Se requiere que los compradores de segundas viviendas paguen una entrada inicial del 50% en vez del 40%. Los tipos hipotecarios se suben también a 1,1 veces el tipo de referencia del 5,94%, frente al 0,8-0,85 veces el tipo de referencia, que era lo establecido anteriormente. 2) Se requiere que los bancos impongan mayores entradas a los compradores de terceras viviendas y viviendas sucesivas, aunque no se ha especificado el porcentaje. 3) Los compradores de primeras viviendas que superen los 90 m <sup>2</sup> tendrán que pagar una entrada inicial del 30%, frente al 20% anterior.
Abril 2010	El Banco de China (BoC) ha sido uno de los primeros bancos estatales en anunciar ajustes en los requisitos de los contratos de hipotecas de clientes ya existentes al vencimiento de los mismos para adaptarlos a las normas del mercado actual. Los acreedores hipotecarios existentes tendrán que seguir estos términos: 1) Una entrada inicial mínima del 30% para los compradores de primera vivienda de más de 90 m <sup>2</sup> y 0,85 veces el tipo de referencia de 5,94%; 2) Una entrada inicial mínima del 50% para los compradores de segunda vivienda y 1,1 veces el tipo de referencia de 5,9%; 3) 1,2 veces el tipo de referencia (5,94%) para las terceras viviendas y viviendas sucesivas. En el caso de las compras de terceras viviendas y viviendas sucesivas, el BoC se reserva el derecho de exigir una entrada inicial superior al 50% o bien de no aprobar las solicitudes de hipoteca si los solicitantes tienen un perfil crediticio de alto riesgo.
Junio 2010	La rentabilidad de las letras a un año emitidas por el Banco Popular de China (BPdC), el Banco Central, subieron 8,32 puntos básicos, hasta el 2,0096 por ciento.
Junio 2010	Se les ha pedido al MLR (Ministerio de Tierra y Recursos), al MHURD (Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural) y a los gobiernos locales que pongan en práctica una recolección más estricta del impuesto de plusvalía (LAT). Los detalles son los siguientes: 1) Establecer una tasa de recaudación previa no inferior al 2%/1,5%/1% en las provincias del este/centro y noreste/oeste respectivamente; 2) Debe recaudarse un mínimo del 5% del LAT (en las ventas de propiedades inmobiliarias) si los promotores no verifican las cantidades de LAT finales exigibles; 3) Se llevarán a cabo investigaciones en 3-5 ciudades con precios inmobiliarios recalentados de cada provincia hasta finales de junio para el establecimiento del LAT.
Junio 2010	El MHURD, el BPdC y el BdC emiten una declaración conjunta para hacer valer la definición de compra/hipoteca de segunda vivienda. Con efecto inmediato, los casos siguientes contarán como compras de segundas viviendas y las hipotecas se concederán bajo los términos de segundas o sucesivas viviendas: 1) Los compradores que posean al menos 1 propiedad; 2) La posesión se definirá según la familia como unidad, en vez del número de personas; 3) Incluso los compradores que hayan saldado sus responsabilidades hipotecarias se contarán como compradores de segundas viviendas; 4) Los compradores de fuera cuya antigüedad en los registros de impuestos locales o en los registros de la seguridad social sea inferior a un año se considerarán como compradores de segunda vivienda según distintos bancos.

Fuente: BBVA Research

## 3. Valoración de la burbuja inmobiliaria china desde una perspectiva internacional

### 3.1 Introducción

En esta sección analizaremos brevemente la experiencia de las burbujas inmobiliarias de otros países: Japón (1980-1991), España (1997-2007) y Estados Unidos (1997-2008), para evaluar en qué punto se encuentra China en su actual ciclo de precios de la vivienda. También examinaremos algunas de las características comunes en todos los episodios de burbujas, centrándonos en la evolución de los precios inmobiliarios, la asequibilidad de la vivienda y los indicadores macroeconómicos relevantes, así como en las políticas monetarias y crediticias. El objeto de esta sección es arrojar luz sobre la cuestión de si realmente hay una burbuja en el mercado inmobiliario chino. Naturalmente, esta revisión tiene sus limitaciones, e inevitablemente, ofrece sólo una pincelada general sobre las cuestiones principales. Al buscar ingredientes comunes entre las economías con burbujas, por ejemplo, dejamos fuera las importantes diferencias que puedan existir entre los sistemas de regulación, entre otros.

En pocas palabras, la perspectiva general revela que, en comparación con otras economías con grandes burbujas inmobiliarias, el sector de la propiedad de China aún no parece estar en un terreno con una burbuja significativa. Sin embargo, las semillas están ahí. Como ya se ha indicado en la sección anterior, los precios inmobiliarios han subido rápidamente a medida que las políticas de créditos flexibles diseñadas para contrarrestar el impacto negativo de la crisis económica mundial han inyectado liquidez en el mercado, liquidez que, en un entorno de baja inflación, ha ido a parar al sector inmobiliario.

### 3.2 Comparación de las burbujas inmobiliarias

#### ...la acumulación de los precios de la vivienda de China no parece que sea tan grande

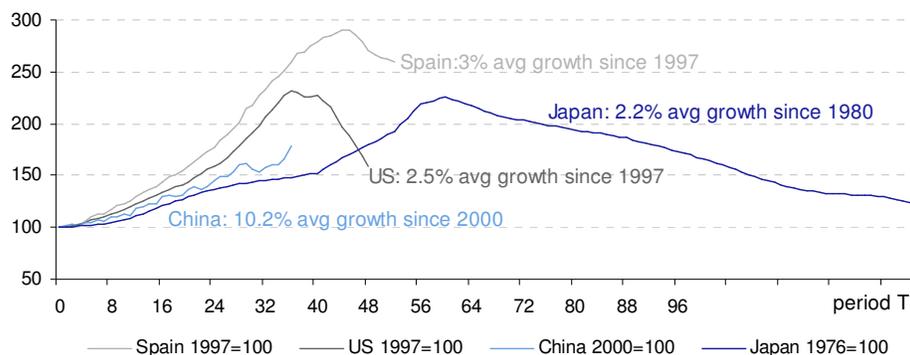
Cuando se compara con la experiencia de burbujas en otros lugares, el reciente aumento de los precios de la vivienda china no parece tan preocupante. El párrafo siguiente ilustra esta idea (Gráfico 12). Yuxtapone el aumento de los precios de la vivienda en China frente a la subida de precios experimentada en España, EE.UU. y Japón (precios de viviendas para los dos primeros y precios del suelo para el último) durante sus respectivos periodos de burbuja.<sup>3</sup> Se considera que España es el país que ha experimentado la burbuja más grande, con precios que se han disparado casi un 200%, seguido por EE.UU. y Japón, donde los precios aumentaron alrededor de un 130% en cada caso. Japón es el que ha experimentado la burbuja más larga, con una duración de 10 años. En comparación, los precios de China han subido un comparativamente modesto 75%.

Por consiguiente, parece que la burbuja de China, en la medida que exista, no ha alcanzado aún los niveles máximos de otros países. Además, la tasa de crecimiento relativamente alta del PIB de China significa que los aumentos de los precios podrían tener un mayor apoyo subyacente. No obstante, en términos comparativos entre las ciudades, podría haber bolsas de burbujas más extremas, especialmente en las grandes ciudades, como hemos visto en la Sección 2 (Gráficos 1 y 2).

Es importante destacar que para evaluar si una determinada tendencia de los precios constituye o no una burbuja, es necesario valorar las causas que subyacen a los movimientos de los precios. En este sentido, el rápido crecimiento de la renta y el actual proceso de urbanización de China son los factores subyacentes clave que bien podrían explicar por qué los precios suben desde una perspectiva a medio plazo (véase la Sección 5 más abajo).

<sup>3</sup> Los periodos de inicio se han definido utilizando el enfoque estándar habitual de la bibliografía. Véase el FMI (2003) para obtener más información sobre cómo definir el boom de precios de los activos (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/pdf/chapter2.pdf>).

Gráfico 12

**Índice de precios de la propiedad residencial**

Fuentes: CEIC y BBVA Research  
Nota: el intervalo es un trimestre

**3.3 Asequibilidad de la vivienda: comparación internacional****...aunque las mediciones de asequibilidad están distorsionadas**

Una medida alternativa para calibrar la magnitud de las burbujas es el acceso a la vivienda, definida como la relación entre el promedio de precios de las propiedades y el promedio de ingresos de los hogares. Según esta medición y en contraste con el análisis anterior, el aumento de precios de China excede los de los casos con los que se compara (Gráficos 13-16 y Tabla 2). Por ejemplo, la relación entre el precio de la vivienda y los ingresos es aproximadamente 20 en Pekín y Shanghái, mientras que baja a 10,0 en Los Ángeles y a 8,4 en Vancouver (Banco Asiático de Desarrollo, 2010).

Sin embargo, hay limitaciones para utilizar el índice como base de comparación. En primer lugar, la exactitud de los datos de la renta en China puede ser cuestionable debido a la infradeclaración de renta por parte de las familias de altos ingresos (véase CITIC 2009). Otra cuestión es que en realidad la asequibilidad debería medirse de cara al futuro y la distorsión que se produce al utilizar la renta actual es mayor cuanto más rápido sea el crecimiento de una economía determinada (como en el caso de China).<sup>4</sup> No obstante, las relaciones excepcionalmente altas entre precios y rentas en las grandes ciudades sugieren que la asequibilidad de la vivienda es una legítima preocupación en China.

Otro asunto relacionado con la asequibilidad en el sector inmobiliario chino es que la oferta de vivienda asequible se ha quedado rezagada (Sección 2, Gráfico 6). Esto se debe principalmente a que la inversión en vivienda asequible ofrece una baja rentabilidad para los promotores inmobiliarios. Aunque el gobierno ha puesto un considerable énfasis en la provisión de viviendas asequibles para los hogares con rentas bajas y medias como una de las metas de las reformas del sector de la vivienda en China, el objetivo se ha quedado corto (Banco Asiático de Desarrollo 2010). Concretamente, los promotores inmobiliarios han conseguido esquivar la normativa del gobierno central en apoyo de la vivienda asequible para los hogares de rentas bajas, es decir, la normativa de "90-70" según la cual el 70 por ciento de la vivienda del mercado no debe superar los 90 metros cuadrados.

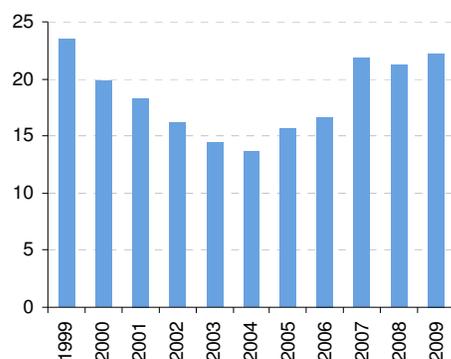
<sup>4</sup> Con respecto a las falsas declaraciones de la renta, por lo general se cree que el grupo de los que ingresan las rentas más altas en China es el que tiende a infradeclarar su renta ilegalmente. Para resolver este problema, lo mejor es usar la media de las rentas de los hogares con el fin de evitar los problemas de medición. Dado los datos disponibles, sólo consideramos los precios de las propiedades que no son de lujo.

Tabla 2  
**Índice de asequibilidad medido según la relación precio-renta**

China		Internacional	
Ciudad	Precio-renta <sup>5</sup>	Ciudad	Precio-renta <sup>6</sup>
Pekín	22,3	Los Ángeles, EE.UU.	10,0
Shanghái	19,3	Londres, Reino Unido	6,9
Shenzhen	22,1	Nueva York, EE.UU.	7,1
Guangzhou	14,7	Miami, EE.UU.	7,2
Chongqing	9,3	Sydney, Australia	8,3
Tianjin	13,9	Vancouver, Canadá	8,4

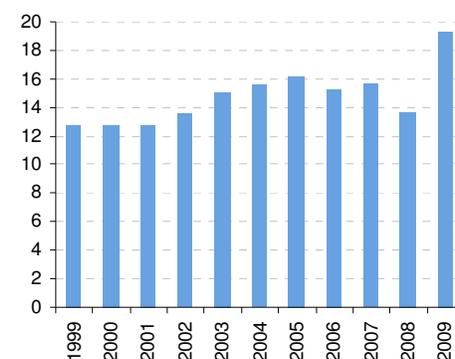
Fuente: Banco Asiático de Desarrollo y BBVA Research

Gráfico 13  
**Pekín: índice de asequibilidad**



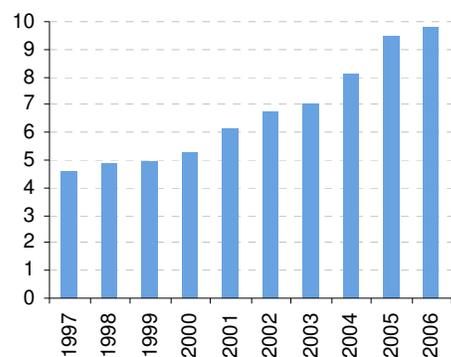
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 14  
**Shanghái: índice de asequibilidad**



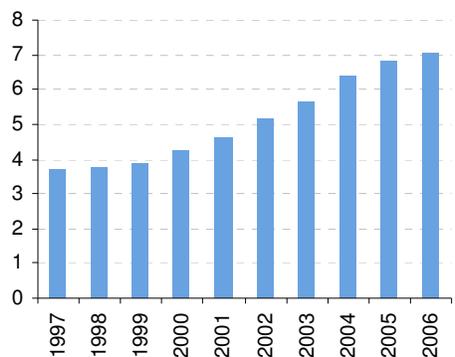
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 15  
**San Francisco: índice de asequibilidad**



Fuentes: Son (2007) y BBVA Research

Gráfico 16  
**Nueva York: índice de asequibilidad**



Fuentes: Son (2007) y BBVA Research

<sup>5</sup> Se basa en la renta per cápita y en el precio medio de la vivienda (Oficina Nacional de Estadística (NBS), 2009); el precio de la vivienda se calcula para un apartamento de 90 metros cuadrados.

<sup>6</sup> Se basa en la media de ingresos de los hogares y la media de los precios de la vivienda según datos de 2006, disponibles en: [http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2007/metro\\_affordability\\_index\\_2007.xls](http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2007/metro_affordability_index_2007.xls)

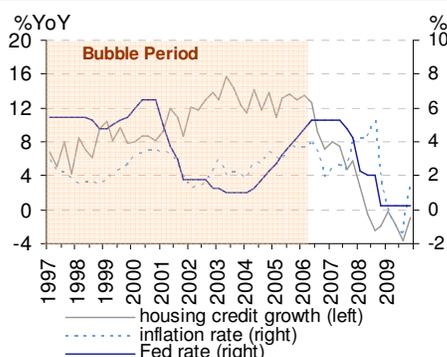
### 3.4 Causas de las burbujas inmobiliarias: ¿Qué lecciones podemos aprender?

Aunque las causas de los ciclos inmobiliarios varían de país a país, entre las características comunes observadas en las economías con burbujas se incluyen el exceso de liquidez y el rápido crecimiento del préstamo bancario, normalmente en un contexto de inflación baja y estable.

En el caso de Estados Unidos, la política monetaria expansiva de la Reserva Federal durante el periodo 2001-05, que había estado justificado por las bajas tasas de inflación, contribuyó a apoyar unos precios de la vivienda y una financiación hipotecaria insostenibles (véase White 2009 y el Gráfico 17). Como muy bien se sabe ahora, una supervisión reguladora muy poco estricta y las subvenciones impulsaron la demanda de compra de vivienda y la concesión de hipotecas “subprime”. Con las garantías implícitas del gobierno federal, Fannie Mae y Freddie Mac contribuyeron a desarrollar un mercado para las hipotecas “subprime” titulizadas, que contribuyeron aún más a la burbuja inmobiliaria. Alimentados por los créditos fáciles y las condiciones monetarias flexibles, los precios de la vivienda alcanzaron su punto álgido a mitad de 2006, antes de que se desencadenara la crisis de las hipotecas “subprime” en 2007.

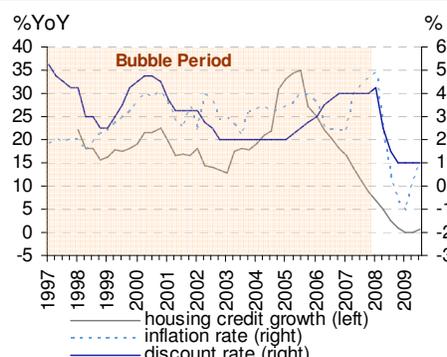
La economía española está sintiendo ahora el impacto de su propia burbuja inmobiliaria. Un largo periodo de bajos tipos de interés, en este caso no debido a la laxitud de la política monetaria, sino en virtud de la pérdida de una política monetaria independiente desde que España pasó a ser miembro de la unión monetaria, alimentó un periodo de auge del crédito (Gráfico 18). El vertiginoso crecimiento de los préstamos en 2004-05, contribuyó de forma importante a la burbuja inmobiliaria.

Gráfico 17  
**Estados Unidos**



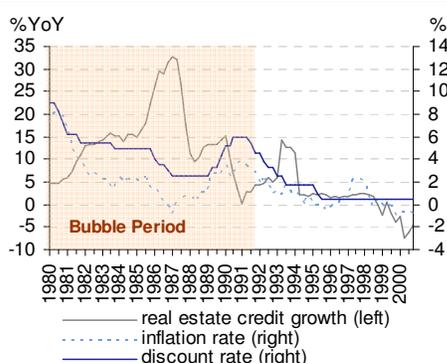
Fuentes: CEIC, Datastream y BBVA Research

Gráfico 18  
**España**



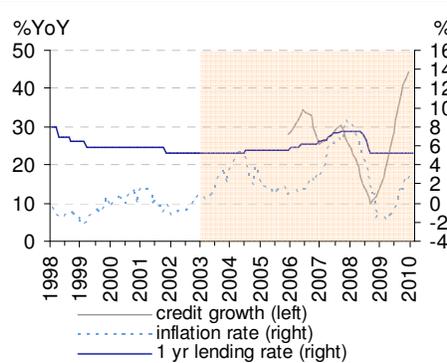
Fuentes: CEIC, Datastream y BBVA Research

Gráfico 19  
**Japón**



Fuentes: CEIC, Datastream y BBVA Research

Gráfico 20  
**China**



Fuentes: CEIC, Datastream y BBVA Research

Japón ofrece un ejemplo todavía más claro de cómo el impacto de la política monetaria puede llevar a un boom del crédito y de los precios de la vivienda. Para contrarrestar la crisis económica desencadenada por la apreciación del yen a mediados de la década de 1980, el Banco de Japón puso en marcha una política monetaria flexible con el fin de impulsar la demanda interna, y los préstamos bancarios se duplicaron desde mediados de la década de 1980 hasta mediados de la década de 1990; casi la mitad de los préstamos fueron para el sector inmobiliario (PIMCO, Banco de Japón). Como se muestra en el Gráfico 19, el crecimiento del crédito inmobiliario alcanzó su nivel máximo en 1987 (33% a/a), mientras que el tipo de descuento se mantuvo en un nivel bajo, un 2,5% durante tres años, hasta 1989. Una de las características distintivas de la burbuja japonesa es que fue impulsada principalmente por el sector inmobiliario comercial en vez del residencial. Alrededor del 80% del crecimiento crediticio durante el periodo de la burbuja lo constituían los préstamos a empresas del sector comercial (Banco de Japón). Una vez más, la baja inflación contribuyó a justificar la política monetaria flexible de Japón hasta que la burbuja estalló en 1991 y la economía entró en deflación.

Pasaremos ahora a discutir brevemente las posibles causas del gran aumento de los precios de la vivienda china en los últimos años. El rápido crecimiento experimentado durante el periodo 2005-08 y las medidas de estímulo fiscal adoptadas a finales de 2008 son los factores que han contribuido principalmente. Desde una perspectiva a corto plazo, el parque de vivienda cayó de forma abrupta en 2008, lo que unido a una oferta relativamente poco flexible fracasó en hacer un ajuste de acuerdo a la demanda especulativa de 2009. La política monetaria acomodaticia también contribuyó al calentamiento del mercado, ya que los créditos a los promotores inmobiliarios crecieron un 44,2% (a/a) y los créditos hipotecarios a los consumidores aumentaron un 50% (a/a) en 2009. Además, la acumulación de reservas extranjeras exacerbó el exceso de liquidez y las entradas de capital especulativo fomentaron la demanda especulativa.

En comparación con el contexto de otros casos de burbujas, ¿corre China el riesgo de que se produzca una burbuja inmobiliaria similar? Ciertamente parece que unas condiciones similares a las que había en Japón, España y EE.UU. se están dando también en China: la inflación se mantiene relativamente baja y el crédito ha prosperado tras el plan de estímulo fiscal de 2008 (Tabla 3). En especial, la inflación de China está en línea con otros casos de burbujas y el crecimiento del crédito al sector inmobiliario supera por un margen considerable al que se produjo en los otros casos. Aunque el tipo de referencia está relativamente alto, no debe considerarse que las condiciones monetarias sean tan estrictas, dada la amplia liquidez y la rapidísima tasa de crecimiento del PIB.

Sin embargo, habiendo aprendido las lecciones que ofrece la experiencia internacional, las autoridades parecen ser muy conscientes de los posibles riesgos de recalentamiento y han tomado medidas tempranas para evitar que se forme una burbuja de activos y reducir los riesgos de la inversión especulativa en propiedades inmobiliarias, a pesar de que se suele considerar que la demanda de propiedad residencial en China es de naturaleza muy distinta a la demanda especulativa de propiedad comercial que tuvo lugar en Japón (PIMPCO 2009).

Tabla 3

**Burbujas inmobiliarias: comparación internacional de indicadores macroeconómicos)**

País (%, promedio del período)	Inflación	Crecimiento del crédito inmobiliario	Tipo de referencia	Crecimiento del PIB
Japón (1980-1991)	2,6	13,9	4,9	3,8
España (1997-2008)	3,0	19,6	3,3	3,6
Estados Unidos (1997-2006)	2,5	10,5	3,7	3,2
China (2003-al presente) *	2,6	26,1	5,9	10,5

Fuentes: FMI, CEIC, Datastream y BBVA Research

\* Crecimiento del crédito en China desde 2006 hasta el presente.

## Recuadro 2: la experiencia de América Latina en la financiación de vivienda asequible

**En este recuadro se resumen algunos de los enfoques políticos para mantener la vivienda asequible en países de América Latina**, con el propósito de ofrecer una perspectiva sobre las políticas de otras economías emergentes que podrían ser relevantes para China.<sup>7</sup>

**Desde la década de 1990, el gobierno chino lleva implementado diversas medidas para aumentar la oferta de vivienda asequible** para los segmentos de la población con rentas bajas. Esos esfuerzos se han intensificado recientemente con el plan de estímulo fiscal. Los métodos adoptados incluyen medidas en el lado de la oferta para proporcionar terrenos a los promotores de viviendas de bajo coste y medidas en el lado de la demanda para subvencionar los costes de la vivienda a los hogares con rentas bajas.

**La vivienda asequible en China consiste en “vivienda económica” para las familias con ingresos medios bajos y “vivienda de la seguridad social” para las familias con ingresos bajos.** Hasta ahora, dichos programas están todavía en proceso de experimentación. Para aquellos grupos de renta que quedan excluidos de los programas de vivienda de la seguridad social existentes pero que no pueden permitirse la vivienda económica, el gobierno tiene planes de desarrollar programas de vivienda pública en alquiler. El éxito de los programas de vivienda asequible depende, entre otras cosas, de la coordinación entre el gobierno central y los gobiernos locales para asegurar una oferta adecuada de vivienda asequible.

Una tendencia común en los países de América Latina es reducir la carga de financiación de los hogares con rentas más bajas a través de las subvenciones de las entradas iniciales. Algunos países también tratan de fomentar una mayor oferta de vivienda asequible mediante exenciones fiscales en los proyectos de construcción dirigidos a las familias con ingresos bajos.

En **Chile**, el gobierno ofrece financiación directa para facilitar el acceso a una vivienda propia de los hogares con ingresos bajos. Los recursos utilizados representan menos del 1% del total de los créditos inmobiliarios. Para tener derecho a ello, las familias tienen que: (i) proporcionar pruebas de sus ingresos y (ii) haber acumulado una cantidad mínima de ahorros que se utilizarán como entrada. Otros programas ofrecen subvenciones para los hogares con rentas un poco más altas a través de BancoEstado, un banco de propiedad estatal. Aunque su cuota de mercado es alta, el 24% del valor total de los créditos inmobiliarios y el 54% de la cifra total de operaciones, BancoEstado no compite en realidad con el resto del sistema bancario, ya que sus clientes son hogares con niveles de ingresos demasiado bajos para otros bancos.

En octubre de 2008, como parte del plan de estímulo fiscal, el gobierno decidió ampliar este programa a las familias con ingresos medios, para cubrir entre el 10 y el 20% del valor de compra de la vivienda.

En **Perú**, el gobierno ha creado tres programas cuyo objetivo es ofrecer financiación a los hogares con rentas bajas y medias. El primero de ellos y el de mayor éxito es “Mi Vivienda”, que se inició en 2001 y representa ahora el 25% del total de los créditos inmobiliarios. Tiene bastante popularidad debido a que recompensa a los deudores que pagan a tiempo mediante el denominado “Bono para los buenos pagadores”, que puede reducir la hipoteca hasta un 15% del precio de compra de la vivienda. Otros programas que se crearon posteriormente se centran en el nivel de ingresos medios, como en el caso de “Mi Hogar” y en los hogares de rentas muy bajas, como el denominado “Techo Propio”. El último permite una entrada inicial muy baja, de sólo el 3% del precio de compra, aunque los tipos de interés son normalmente más altos que los de los otros dos programas.

En **Colombia**, la política del gobierno es conceder subvenciones de vivienda en un solo pago a los sectores de la población con ingresos más bajos. Este programa está dirigido a los hogares con ingresos mensuales por debajo de un umbral mínimo. La familia debe proporcionar al menos el 10% del precio de compra de la vivienda como entrada y las subvenciones, que son progresivas, pueden representar de un 4% a un 42% del valor total de la vivienda. Para fomentar los créditos inmobiliarios a las familias con ingresos bajos, el gobierno concede hasta el 30% del préstamo total. También hay una desgravación fiscal para los proyectos de construcción dirigidos a los hogares con las rentas más bajas. En 2009, como medida anticíclica, el gobierno introdujo una reducción temporal de los tipos de interés de entre tres y cinco puntos porcentuales durante siete años, con el objeto de estimular la adquisición de viviendas nuevas. Este programa se centra en las familias con ingresos bajos y medios y ha tenido más éxito que otras políticas.

En **México**, el gobierno apoya a los trabajadores con bajos ingresos a través de instituciones públicas especializadas para desarrollar el sector de la vivienda y los créditos inmobiliarios. Las políticas se centran en el lado de la demanda e incluyen subvenciones directas a los hogares con rentas bajas sin historial de crédito o con malos historiales de crédito. Los criterios de idoneidad para los compradores individuales es ganar menos de 2 salarios mínimos, mientras que para las parejas el umbral está en 4 salarios mínimos. La entrada inicial mínima es el 5% del precio de la vivienda y los compradores son responsables de parte de los costes de las transacciones. Entre 2001 y 2006, se anunciaron 1,4 millones de subvenciones, lo que supone un 10% de la cartera total de créditos inmobiliarios de los bancos.

<sup>7</sup> La coordinación de este recuadro ha sido realizada por Mario Nigrinis, Economista Senior, BBVA Research.

**Se desprenden al menos cuatro conclusiones importantes de la experiencia de América Latina en su apoyo a la vivienda asequible** para las familias con ingresos bajos y medios. En primer lugar, la estrecha coordinación entre las instituciones y la planificación a largo plazo son fundamentales. En segundo lugar, los programas han tenido más éxito cuanto menos vinculantes han sido sus condiciones, y los beneficios parecen ser mayores cuando los tipos de interés (servicio de deuda) son reducidos, más que en el caso de las reducciones de los requisitos de entrada inicial para la compra de viviendas. En tercer lugar, además de las medidas sobre la demanda para fomentar la compra de vivienda asequible, se necesitan medidas en el lado de la oferta para crear incentivos para los promotores que construyan viviendas orientadas hacia las familias con ingresos bajos. Por último, al diseñar los vehículos de financiación de viviendas asequibles, es preciso tener cuidado para asegurar que tales programas no compiten con las provisiones generales del sistema bancario.

## 4. ¿Están los precios de la vivienda en China desalineados con los principios básicos de la oferta y la demanda?

### **Estimación de un modelo de oferta y demanda...**

Para continuar con el informe del año pasado, hemos actualizado nuestro modelo empírico para calcular el grado de desalineación entre los valores de los precios reales de la vivienda y los valores de equilibrio en las zonas metropolitanas más grandes de China (Pekín, Shanghái, Shenzhen, Guangzhou, Chongqing y Tianjin). Dadas las limitaciones del modelo, la duda sobre la calidad de los datos y las complejidades de un análisis como éste, el propósito de los resultados es simplemente hacer una reflexión y no tratar de predecir los niveles de los precios a corto plazo.

Los precios de equilibrio se calculan mediante un modelo econométrico que utiliza el marco de la oferta y la demanda (véase el Apéndice para más información). Entre los factores subyacentes del modelo se incluyen el stock de viviendas, el crecimiento de la renta real, los tipos de interés, la densidad de población y los costes de construcción. Estos factores determinan los precios de equilibrio al afectar a la oferta y demanda de vivienda. En general, el alto crecimiento de la renta real, la mayor densidad de población y los tipos hipotecarios más bajos aumentarán la demanda de vivienda y darán como resultado unos precios de equilibrio más altos en igualdad de circunstancias. Por otro lado, un stock de vivienda más bajo, los costes de construcción más altos y los tipos de interés más altos sobre los créditos inmobiliarios reducirán la oferta de vivienda, subiendo también los precios de equilibrio.

### **...con algunas advertencias iniciales importantes**

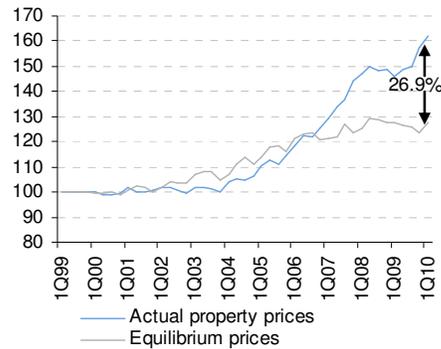
Hay que destacar que los precios de equilibrio del modelo tienen carácter retrospectivo. Lo ideal sería que en el modelo se tuvieran en cuenta variables prospectivas como los ingresos previstos en el futuro (renta real permanente) y las rentabilidades que se esperan sobre la inversión en vivienda. Esa ampliación del modelo será materia de investigaciones futuras. Creemos que los precios de equilibrio estimados en el modelo presentan un sesgo a la baja y por consiguiente, es probable que la desviación que indicamos entre los precios reales y los precios de equilibrio no sea tan grande como la que calculamos, teniendo en cuenta las perspectivas de rápido crecimiento económico continuado y la evolución del mercado financiero de China a medio plazo.

De hecho, bien podría darse el caso de que los que parecen precios altos con relación al equilibrio estimado, podrían ser en realidad precios coherentes con las previsiones de los inversores de cara al futuro. Los problemas de asequibilidad que se plantean en una economía de rápido crecimiento como la de China, en presencia de restricciones crediticias e información incompleta, son obvios. Las expectativas de un rápido crecimiento de la economía y de las rentas empujan los precios al alza en la actualidad, pero los compradores de viviendas no pueden aprovechar por completo sus perspectivas de ingresos individuales futuros debido a las restricciones crediticias, lo que crea una separación entre los niveles de renta actuales y los precios de la vivienda.

### **El modelo sugiere que los niveles de precios actuales sobrepasan el equilibrio...**

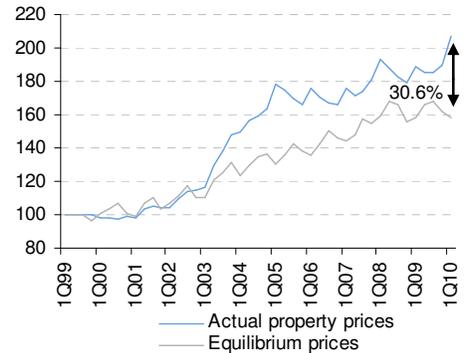
De acuerdo a los resultados del modelo, en el primer trimestre de 2010, los precios inmobiliarios de todas las ciudades de nuestra muestra, con la excepción de Guangzhou fueron considerablemente más altos que los niveles de equilibrio estimados, aproximadamente entre un 20 y un 30 por ciento. Los resultados también indican una valoración excesiva ya en 2003 (en el caso de Shanghái) y en 2004 en las demás ciudades. Las fechas coinciden con un periodo de tipos de interés relativamente bajos, como se observó en la sección anterior.

Gráfico 21  
**Precios inmobiliarios de Pekín**



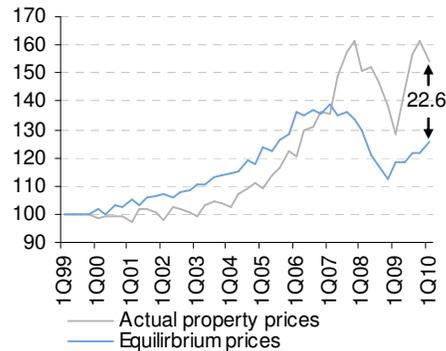
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 22  
**Precios inmobiliarios de Shanghai**



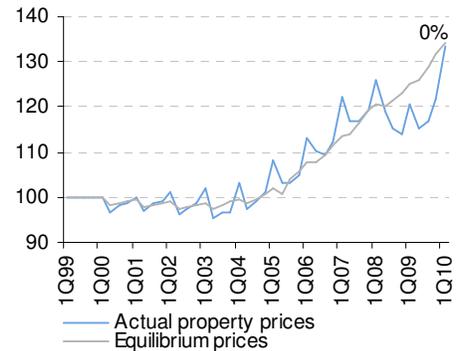
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 23  
**Precios inmobiliarios de Shenzhen**



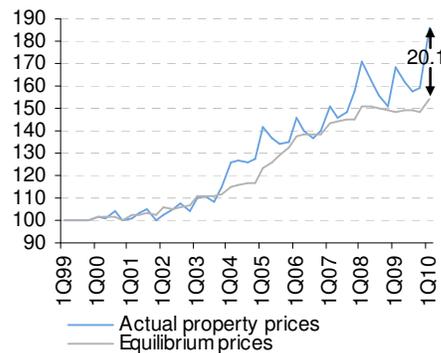
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 24  
**Precios inmobiliarios de Guangzhou**



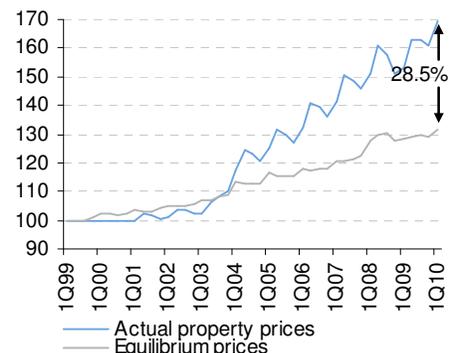
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 25  
**Precios inmobiliarios de Chongqing**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 26  
**Precios inmobiliarios de Tianjin**



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

En el caso de **Pekín**, los cálculos indican que entre 1998 y 2003, los precios inmobiliarios reales se situaron por debajo de los precios de equilibrio (Gráfico 21). Sin embargo, después de 2004, los precios reales subieron rápidamente, un 60% en los últimos 6 años, mientras que los factores fundamentales determinantes de la demanda no han subido al mismo ritmo. A finales de 2006, los precios reales subieron por encima de los precios de equilibrio. Es preciso observar que se calcula que los precios de equilibrio se han incrementado en torno al 30% en los últimos 10 años, impulsados por el crecimiento de la población y el rápido crecimiento de las rentas. Según las estimaciones de nuestro modelo, en el primer trimestre de 2010 se advierte en los precios inmobiliarios de Pekín una sobrevaloración media del 27% como mínimo.

Nuestras estimaciones muestran que antes de 2003 los precios inmobiliarios reales de **Shanghái** estaban en su mayoría alineados con los precios de equilibrio (Gráfico 22). Pero después de 2003, los precios reales subieron rápidamente y la desviación con respecto a los precios de equilibrio ha ido en aumento. Los precios reales de las propiedades residenciales se han incrementado más de un 78% desde ese año. No obstante, las estimaciones de nuestro modelo sugieren que los precios de equilibrio, impulsados por el gran crecimiento de los ingresos y la limitada oferta del parque de vivienda, también han subido rápidamente. En el mismo periodo, dichos precios registraron un incremento de aproximadamente un 43%. Según nuestros cálculos, en Shanghái había al menos un 31% de sobrevaloración media con respecto a los precios de equilibrio a finales de 2009.

En el caso de **Shenzhen**, nuestros cálculos muestran que, al contrario que en Pekín y Shanghái, hasta 2007 los precios inmobiliarios reales de la vivienda residencial estaban por debajo de los precios de equilibrio estimados (Gráfico 23). Sin embargo, desde 2007 los precios reales han subido por encima del equilibrio estimado. Durante la crisis financiera mundial, tanto los precios reales como los precios de equilibrio cayeron de forma pronunciada, un 14,9% y un 8,7% respectivamente entre el 1T de 2008 y el 1T de 2009. Pero ambos precios se recuperaron rápidamente en 2009. Los precios reales han alcanzado ya los niveles anteriores a la crisis, mientras que los precios de equilibrio todavía están un 10,7% por debajo de los niveles anteriores a la crisis. La desviación entre estos precios ha ido en aumento, hasta situarse en un 23% aproximadamente a finales de 2009. El rápido crecimiento de las rentas reales y la densidad de la población dieron un impulso considerable a los precios de equilibrio durante el periodo 2000-07, se calcula que un 40%. Sin embargo, los precios de equilibrio cayeron en 2008 debido al lento crecimiento de las rentas. Antes de dicho año, la renta real crecía un 6% de promedio al año, mientras que el crecimiento medio desde entonces ha sido un -6,5%.

La evolución de los precios inmobiliarios de **Guangzhou** es el caso atípico de nuestra muestra (Gráfico 24). Los precios inmobiliarios reales y de equilibrio estuvieron bastante bien alineados de 2002 a 2007. Sin embargo, a partir de 2008, los precios reales cayeron por debajo de los de equilibrio, debido principalmente al impacto de la crisis financiera mundial. No obstante, los precios reales se recuperaron rápidamente en la segunda mitad de 2009 y la desviación negativa ya había desaparecido a finales del mismo año. Los precios inmobiliarios reales y de equilibrio subieron un 20% durante el periodo 2002-2007, respaldados en gran medida por el alto crecimiento de la renta real, mientras que el crecimiento de la población y el stock de viviendas se mantuvieron bastante estables. Durante esta década, Guangzhou muestra un índice de sobrevaloración reducido, lo que puede atribuirse al hecho de que el mercado inmobiliario de esta ciudad está relativamente más maduro que los de otras ciudades.

En **Chongqing**, al igual que en las estimaciones correspondientes a Pekín y Shanghái, nuestro modelo sugiere que los precios inmobiliarios reales llevan por encima de los precios de equilibrio desde 2004 (Gráfico 25). Según las estimaciones de nuestro modelo, la magnitud de la sobrevaloración a finales de 2009 se sitúa en torno al 20%. Este es el caso a pesar de haberse registrado un rápido aumento de los precios de equilibrio (un 50%) desde 1999 hasta 2008, debido principalmente a la gran velocidad de crecimiento de la renta real durante este periodo. Desde 2008 hasta el presente, el crecimiento de la renta real se ha estancado por el impacto de la crisis financiera mundial y los precios de equilibrio no han aumentado de forma significativa.

Los precios inmobiliarios reales de **Tianjin** se incrementaron aproximadamente un 70% a lo largo de los últimos 10 años (Gráfico 26). No obstante, según las estimaciones de nuestro modelo, los precios de equilibrio sólo aumentaron un 29% aproximadamente durante el mismo periodo, impulsados por los costes de construcción más altos, por el crecimiento estable de la renta per cápita real y por un crecimiento limitado de la población urbana. En consecuencia, se calcula que la sobrevaloración de Tianjin era del 28% como mínimo a finales de 2009.

Tabla 4

**Fundamentos del mercado inmobiliario y niveles de precios por ciudad**

	Crecimiento medio, 1T 1999 - 1T 2010					Sobrevaloración estimada (1T 2010)
	Renta real %	Costes de construcción	Densidad de población	Precios reales	Precios de equil.	
Pekín	11,0	0,4	3,0	6,2	2,8	+26,9
Shanghái	10,1	0,3	2,6	10,7	5,8	+30,6
Shenzhen	3,8	0,6	9,8	5,4	2,6	+22,6
Guangzhou	9,3	1,2	2,8	3,3	3,4	0,0
Chongqing	11,4	1,4	-0,5	8,5	5,4	+20,1
Tianjin	11,7	2,1	1,7	6,9	3,2	+28,5
Promedio	9,6	1,0	3,3	6,8	3,9	+21,5

Fuente: BBVA Research

De 1999 a 2009, los precios reales aumentaron aproximadamente un 6,8% de promedio por año en estas seis ciudades; por otro lado, los precios de equilibrio aumentaron un 3,9 de promedio (Tabla 4). La subida de los precios de equilibrio en estas seis ciudades se ha apoyado en el rápido aumento de la renta real (9,6% al año de promedio), el crecimiento de la población (3,3% al año de promedio) y los crecientes costes de la construcción (1% al año de promedio).

En conclusión, parece que la mayoría de los mercados regionales, con la excepción de Guangzhou, experimentan cierto grado de sobrevaloración y es probable que se produzca alguna corrección a corto plazo. Subrayamos de nuevo que estos cálculos son sólo sugestivos, dadas las limitaciones del modelo. La sobrevaloración de los precios inmobiliarios de estas ciudades se puede eliminar gradualmente debido a que los precios de equilibrio se ponen al día con rapidez, lo que hace que sea bastante improbable un escenario de aterrizaje duro.

## 5. Perspectivas a medio plazo

La perspectiva del sector inmobiliario chino a medio plazo es que continuará experimentando un fuerte crecimiento. Según nuestras previsiones, continuarán las tendencias de crecimiento de la renta real, la urbanización y la construcción. De ser así, los precios de equilibrio deberían seguir subiendo de forma constante gracias al apoyo de una fuerte demanda.

### Utilización de nuestro modelo para hacer una proyección de los valores inmobiliarios de equilibrio a medio plazo...

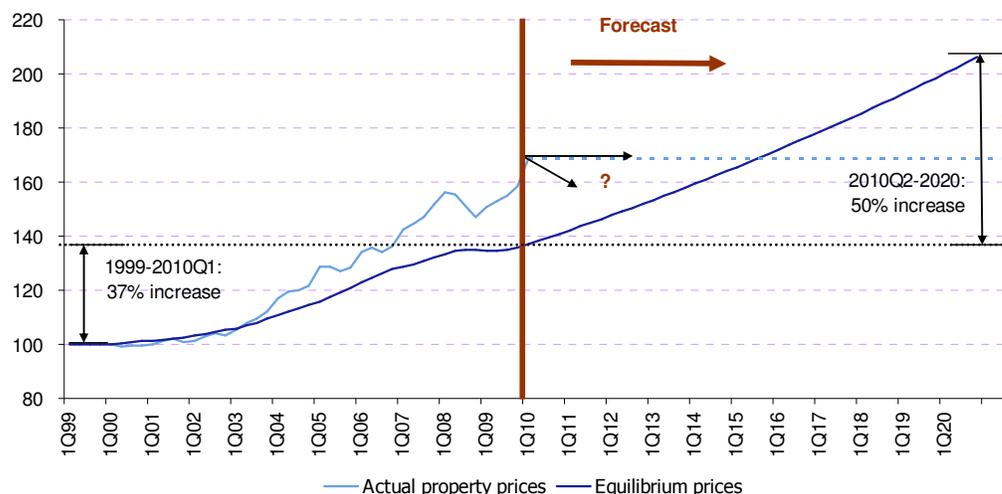
Podemos prever la evolución de los valores inmobiliarios de equilibrio a medio plazo (Gráfico 27). Una vez más, insistimos en que nuestras estimaciones son sólo sugestivas dadas las limitaciones del modelo y las habituales incertidumbres en torno a las proyecciones a medio plazo. La proyección de nuestro escenario central hasta 2020 presupone un crecimiento de la renta real del 10% anual, una urbanización (medida en términos de crecimiento de la población urbana) del 2% anual y un incremento de la oferta de vivienda del 7% anual. Estas hipótesis son discutibles, pero parecen razonables en vista de las recientes tendencias y estimaciones de las perspectivas de crecimiento, las tasas de inversión y la demografía de China a medio plazo (véase el Banco Mundial, junio 2010).

Nuestras estimaciones sugieren un aumento del 50% en los valores inmobiliarios de equilibrio a lo largo de la próxima década, lo que equivale a un incremento del 22% con respecto a los precios actuales (reales) de la vivienda. Los resultados sugieren que o bien los precios actuales se ajustarán a la baja hacia los niveles de equilibrio a corto plazo o, en caso contrario, el ritmo de incrementos se moderará y se producirá la convergencia entre los precios actuales y los precios de equilibrio en los próximos años.

Naturalmente, si hubiera cambios en los supuestos anteriores, nuestras estimaciones se verían afectadas. En concreto, los aumentos adicionales en el crecimiento de la renta o en las tasas de urbanización que se han tomado como supuestos, darían como resultado unos precios de equilibrio más altos en igualdad de circunstancias. Por otra parte, si aumentara el crecimiento del stock de vivienda, el resultado sería unos precios de equilibrio más bajos. Los resultados de nuestro modelo son muy sensibles a los cambios con respecto al crecimiento de la renta asumido, lo que ofrece la mayor capacidad explicativa. De hecho, las últimas noticias, que apuntan a un aumento salarial, podrían dar como resultado un crecimiento de la renta superior al posible crecimiento del PIB (8-9% según nuestras previsiones) a medio plazo.

Gráfico 27

### Precios inmobiliarios reales y de equilibrio



Fuentes: CEIC y BBVA Research

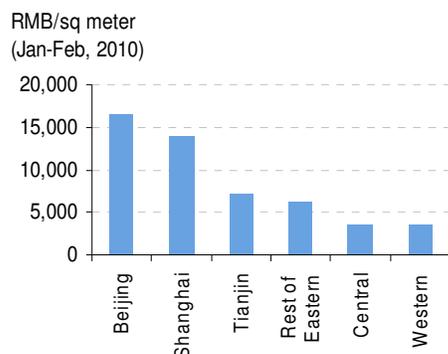
Nota: precios medios de la vivienda residencial en las 6 ciudades más grandes de China.

### Es posible que se produzca un cambio en ciudades más pequeñas...

Lo más probable es que los precios de la vivienda se mantengan altos en las principales ciudades. Junto con el rápido crecimiento de la renta de los hogares, el mercado podría cambiar gradualmente su foco de atención de las ciudades de primer nivel a las de segundo o incluso a las de tercer nivel,

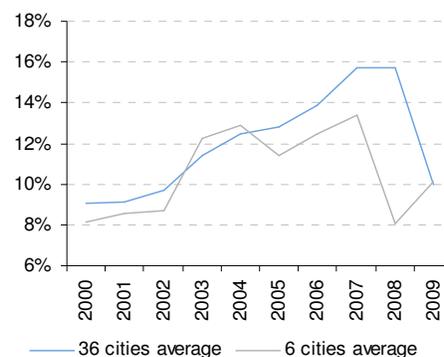
especialmente si tenemos en cuenta la aparente sobrevaloración de las ciudades de primer nivel. Los mercados inmobiliarios de otras ciudades más pequeñas, de segundo y tercer nivel, no han estado expuestas hasta ahora de forma significativa a los problemas de la sobrevaloración (Gráfico 28). Sin embargo, es bastante probable que a medio plazo se enfrenten a los mismos retos, lo que debería supervisarse con atención. Esta circunstancia es todavía más probable dado que las tasas de crecimiento de la renta en las ciudades de segundo nivel de China muestran signos de superar el crecimiento de la renta de las ciudades de primer nivel (Gráfico 29).

Gráfico 28  
**Precios inmobiliarios residenciales**



Fuente: NBS, CITIC Bank y BBVA Research.  
Nota: datos disponibles sólo para las provincias.

Gráfico 29  
**Crecimiento de la renta per cápita de las 6 ciudades principales frente a las de segundo nivel**



Fuentes: NBS y BBVA Research

**Persistirán los retos a medio plazo...**

A medio plazo, el gobierno continuará enfrentándose a retos en su búsqueda de que las fluctuaciones del sector inmobiliario sean suaves. En nuestra opinión, las áreas en las que deberían centrarse son la implementación de unos incentivos financieros y unas políticas fiscales firmes, incluida la introducción del impuesto sobre las ventas de propiedades que se está debatiendo ahora. Además, la reforma fiscal de los gobiernos locales ayudaría a eliminar los incentivos de los dirigentes de dichas administraciones por ver un rápido aumento de los precios de la propiedad en apoyo de unos avales hinchados que se utilizan para pedir préstamos a través de los SPV para financiar los proyectos locales. Y, sobre todo, se necesitan esfuerzos para asegurar una inversión adecuada en vivienda asequible de bajo coste (véase la sección 3, Recuadro 2).

## Referencias

1. BBVA Research, 2009, "China, Observatorio Inmobiliario", mayo.
2. Gao, Lu, 2010, "Achievements and Challenges: 30 Years of Housing Reforms in the People's Republic of China", *Asia Development Bank Economics Working Paper Series* N° 198.
3. Himmelberg, Charles, Christopher Mayer y Todd Sinai, 2005, "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, N° 4, pp. 67-92.
4. International Monetary Fund, 2003 *World Economic Outlook*, Spring.
5. Leung, Frank, Kevin Chow y Gaofeng Han, 2008, "Long-term and Short-term Determinants of Property Prices in Hong Kong", *Hong Kong Monetary Authority Working Paper*, N° 0815.
6. Liao, Qun, 2009, "House Price/Income Ratio and Housing Affordability in China", *CITIC Bank, China Property Market Report*.
7. McCarthy, Jonathan y Richard W. Peach, 2004, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?", Federal Reserve Board of New York, *Economic Policy Review*.
8. Ozeki, Koyo, 2009, "The Chinese Real Estate Market", *Asian Perspectives*, PIMCO; and 2008, "Responding to the Financial Crisis", *Japan Credit Perspectives*, PIMCO.
9. White, Lawrence H., 2009, "Federal Reserve Policy and the Housing Bubble", *Cato Journal*, Vol. 29, N° 1, pp 115-125.
10. World Bank, 2010, "China Quarterly Update," junio.

## Apéndice

### Descripción de modelos empíricos para calcular los precios de equilibrio

Para calcular los precios inmobiliarios de equilibrio, hemos utilizado un marco de oferta y demanda de precios inmobiliarios básicos.<sup>8</sup> Tomando como referencia este marco, si el mercado inmobiliario se ajustara a las perturbaciones de forma inmediata, el modelo se acercaría al equilibrio:

$$p_t^{d*} = p_t^{s*} = p_t^* \quad (\text{A2.1})$$

En la ecuación de la demanda a largo plazo, los determinantes incluyen los parques de vivienda (s), los ingresos de los hogares per cápita (y), el coste real de los usuarios de capital residencial (medido en términos de tipo de interés real; rr) y la densidad demográfica (dens). Para obtener el precio de la demanda a largo plazo,  $pd^*$ , nos hemos servido de una función invertida de demanda inmobiliaria, tal como sigue:

$$p_t^{d*} = \alpha_1 s_t + \alpha_2 y_t + \alpha_3 rr_t + \alpha_4 dens_t \quad (\text{A2.2})$$

Los coeficientes de ingresos y densidad demográfica deberían ser positivos ( $\alpha_2, \alpha_4 > 0$ ), mientras que se espera que el parque de vivienda y el coste de los usuarios sean negativos ( $\alpha_1, \alpha_3 < 0$ ).

En lo que respecta a la oferta, se asume que la entrada y salida del mercado garantiza que los promotores no obtendrán beneficios a largo plazo. Por ello, si se tiene en cuenta el precio de la construcción (c), el precio de la oferta a largo plazo,  $ps^*$ , promueve un índice de inversión lo suficientemente alto como para cubrir la depreciación y el crecimiento previsto del parque de vivienda. Esta relación se puede expresar como sigue.

$$p_t^{s*} = \alpha_5 \left( \frac{i}{s} \right)_t + \alpha_6 c_t \quad (\text{A2.3})$$

donde  $i/s$  es la tasa de inversión;  $i$ , la inversión residencial real, que queda representada por la inversión en activos fijos (FAI) para el ajuste del sector inmobiliario mediante el deflactor del FAI, y  $c$  es el coste de la construcción real. Dado que los precios más altos fomentan la inversión, se espera que el coeficiente del índice de inversión sea positivo ( $\alpha_5 > 0$ ). Se espera que los precios inmobiliarios respondan de forma positiva al coste de la construcción ( $\alpha_6 > 0$ ).

Una vez se ha confirmado que existe una relación a largo plazo mediante la realización de pruebas de cointegración, calculamos las dinámicas de precios a corto plazo a través de un mecanismo de corrección de errores.

La ecuación de la demanda a corto plazo queda como sigue:

$$\Delta p_t = \lambda_d (p_{t-1} - p_{t-1}^{d*}) + \beta_0 + \beta_1 \sum_{i=0}^4 \Delta y_{t-i} + \beta_2 \sum_{i=0}^4 \Delta w_{t-i} + \beta_3 \sum_{i=0}^4 \Delta rent_{t-i} + \beta_4 \sum_{i=0}^4 \Delta dens_{t-i} + \beta_5 \sum_{i=1}^4 \Delta p_{t-i} \quad (\text{A2.4})$$

donde  $w$  es la riqueza de las familias que queda representada por el índice compuesto del mercado de valores de Shanghái ajustado según el IPC y  $rent$  es el índice de alquileres real ajustado según el IPC.

La ecuación de la oferta a corto plazo queda como sigue:

$$\Delta \left( \frac{i}{s} \right)_t = \lambda_s (p_{t-1} - p_{t-1}^{s*}) + \theta_0 + \theta_1 \sum_{i=0}^4 \Delta p_{t-i} + \theta_2 \sum_{i=0}^4 ygap_{t-i} + \theta_3 \sum_{i=0}^4 \Delta q_{t-i} + \theta_4 \sum_{i=1}^4 \Delta s_{t-i} \quad (\text{A2.5})$$

donde  $ygap$  es la distancia de salida; y  $q$  es la nueva superficie construida de edificios residenciales

Las desviaciones del precio de la vivienda observado,  $p$ , a partir de  $pd^* = ps^*$  nos ofrecerán una indicación del índice de sobrevaloración o infravaloración de los precios reales con respecto al precio de equilibrio a largo plazo.

<sup>8</sup> Véase McCarthy y Peach (2004), "Are home prices the next 'bubble'?" *Economic Policy Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Véase también Leung, Chow y Han (2008), "Long-term and short-term determinants of property prices in Hong Kong", Autoridad Monetaria de Hong Kong, para obtener información sobre la aplicación de un enfoque similar que se ajusta al mercado inmobiliario de Hong Kong.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Debe ser igualmente consciente de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular, el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades de Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Asia del equipo de Economías Emergentes en colaboración con CITIC Bank

*Economista Jefe de Asia*  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

*CITIC Bank China*  
**Shulin Li**  
lishulin@citicbank.com

**Economista Senior**  
**Fielding Chen**  
fielding.chen@bbva.com.hk

**Economista Senior**  
**Bingjie Hu**  
bingjie.hu@bbva.com.hk

**Economista**  
**Jenny Zheng**  
jenny.zheng@bbva.com.hk

**Economista**  
**Serena Zhou**  
serena.zhou@bbva.com.hk

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**José Luis Escrivá**

*Economistas-Jefe y Directores de Estrategia:*

*Normativas y Escenarios Económicos y Financieros*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Normativas  
Escenarios Económicos

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías Emergentes  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswald\_lopez@provincial.com

*Estrategia de Cliente y de Mercado:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de interés, Divisas y Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Gestión de Activos  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico de México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

## Datos de contacto

### BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre  
8 Finance Street  
Central, Hong Kong  
Tel. +852-2582-3272  
Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

Los informes del Servicio de Estudios del BBVA están disponibles en inglés, español y chino