BBVA | RESEARCH

中信银行 CHINA CITIC BANK

Situación Inmobiliaria

China

2012
Análisis económico

- **Este informe corresponde a nuestra actualización anual sobre la evolución reciente, las políticas y las perspectivas del sector de la propiedad residencial.**
- **Consideramos que en la actualidad el promedio de los precios de la vivienda a nivel nacional coincide en general con los fundamentos subyacentes** debido a la moderación que viene produciéndose desde 2011, aunque aún quedan bolsas de sobrevaloración.
- **Aunque las medidas de enfriamiento que adoptó el gobierno siguen en vigor, los precios y la actividad del mercado han repuntado** desde mediados de 2012 a causa de las políticas crediticias y la consolidación de las perspectivas económicas.
- **Por consiguiente, las perspectivas a corto plazo han mejorado,** aunque no es probable que se produzca un fuerte repunte dado que las autoridades se muestran resueltas a frenar el mercado y evitar las burbujas de precios.

Índice

1. Introducción y Resumen 3

2. Evolución reciente y perspectivas del mercado de la vivienda 5

Recuadro 1: Medidas y posturas políticas sobre el mercado inmobiliario 9

Recuadro 2: El papel del sector inmobiliario en la economía de China 11

Recuadro 3: Avances de los proyectos de vivienda social 15

Recuadro 4: Perspectivas desde el terreno basadas en cuestionarios 17

3. Nuevos datos sobre la reducción del desajuste de los precios de la vivienda 18

4. Perspectivas a medio plazo 21

5. Financiación de la vivienda y lecciones de la experiencia internacional 23

6. Referencias 26

7. Apéndice 27

Datos de los precios de la vivienda en China 29

Datos y metodología para evaluar el equilibrio de los precios de la vivienda 31

Fecha de publicación: 21 de diciembre de 2012

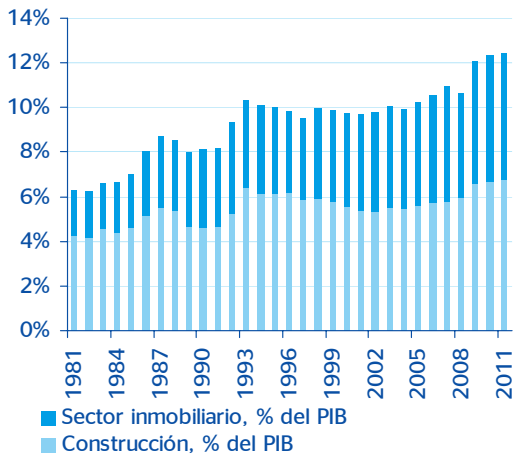
1. Introducción y Resumen[1]

El sector inmobiliario de China sigue despertando un vivo interés debido a su gran contribución a la inversión y al crecimiento (Gráfico 1), a la importancia que tiene como clase de activo para los inversores y a sus repercusiones en el bienestar social. Desde la publicación de nuestro último informe anual Situación Inmobiliaria en 2011, el mercado ha cambiado su punto de mira, pasando de la preocupación por el rápido incremento de los precios y el riesgo de burbujas a la preocupación por la caída de los precios y el debilitamiento de la demanda tras las medidas que adoptó el gobierno en 2010-11 para enfriar el mercado. Durante un tiempo, la contracción agravó los temores de que la economía sufriese un aterrizaje brusco.

Sin embargo, más recientemente se han mostrado indicios de que los repuntes del mercado inmobiliario y la economía se refuerzan mutuamente. En particular, el descenso de los precios de la vivienda comenzó a estabilizarse a mediados de 2012 y, desde entonces, los precios han aumentado en términos secuenciales, junto con el repunte de las operaciones de venta y la inversión. El repunte se ha producido pese a que siguen firmemente establecidas las medidas que tomó el gobierno para enfriar el sector.

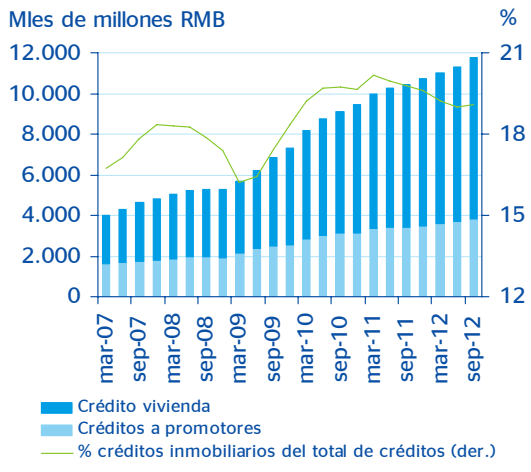
La inflexión se debe al aumento de la disponibilidad de financiación (Gráfico 2) y a la mejora de la confianza de los mercados. Este último factor ha estado influido por las sutiles señales enviadas por los nuevos líderes de China en el sentido de que aunque continúen evitando los aumentos de precio especulativos a través de las medidas ya en vigor, posiblemente ya no traten de introducir nuevas medidas de enfriamiento. Estas señales significarían que el gobierno podría tolerar un repunte en el sector siempre y cuando los incrementos de los precios sigan en línea con los fundamentos económicos. Por otra parte, continúan los avances en el programa de vivienda asequible puesto en marcha por el gobierno.

Gráfico 1
El sector inmobiliario representa una creciente cuota de la economía de China



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 2
Préstamos inmobiliarios y estructura



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

El resto del informe se organiza del siguiente modo: la Sección 2 actualiza las políticas recientes en materia de vivienda y evalúa su repercusión en las perspectivas a corto plazo. Utilizando nuestro modelo econométrico de oferta y demanda de vivienda, la Sección 3 actualiza nuestras estimaciones sobre el desajuste de los precios en relación con los fundamentos económicos. La Sección 4 amplía el modelo a un horizonte a medio plazo. Por último en la Sección 5 se hace un resumen de la experiencia de América Latina con la financiación de la vivienda y se extraen algunas conclusiones con respecto a China.

[1]: Agradecemos las significativas aportaciones de Zhigang Li, que formó parte del equipo de BBVA Research en Hong Kong durante la preparación de gran parte de este informe.

Por segundo año consecutivo creemos que el grado de sobrevaloración del precio de la vivienda se ha reducido. Aunque los precios siguen siendo altos en algunas ciudades grandes, a nivel nacional los precios observados se encuentran por lo general en línea con nuestras estimaciones de equilibrio. Esto se debe a los ajustes de precios a la baja experimentados durante el pasado año, así como al hecho de que los sólidos fundamentos económicos han seguido presionando al alza los precios de equilibrio subyacentes. Auguramos, por tanto, un modesto incremento de los precios a corto plazo. Y en el horizonte a más largo plazo, mantenemos la opinión de que los sólidos fundamentos económicos de China, incluidos el rápido crecimiento de la renta previsto y la urbanización, deberían apoyar unos precios de la vivienda más elevados.

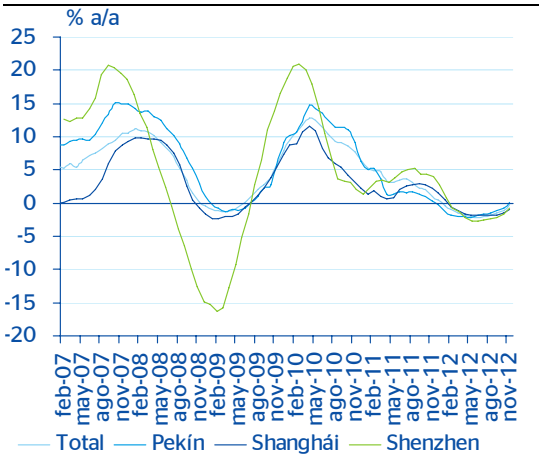
2. Evolución reciente y perspectivas del mercado de la vivienda

El mercado de vivienda de China muestra indicios de repunte tras haberse contraído durante el año, proceso que comenzó a mediados de 2011 por las medidas de ajuste que tomó el gobierno. Según fuentes de datos oficiales y privadas, se ha producido un repunte tanto en los precios como en los volúmenes de ventas. Y este repunte contribuirá de forma significativa al actual repunte del crecimiento económico general.

En lo que respecta al periodo reciente, el ritmo de aumento del precio de la vivienda a nivel nacional, medido en términos interanuales, tocó techo en julio de 2011 con un 3,6% a/a (Gráfico 3). Los precios comenzaron a caer en julio de 2011 en términos secuenciales, acumulando una caída de -1,8% (incluidas tanto las viviendas nuevas como las de segunda mano) hasta mayo de 2012, según datos oficiales de la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS) que cubren 70 ciudades principales.[2] La ciudad de Wenzhou, que el año pasado sufrió una crisis en el mercado de préstamos privados local, encabezó las caídas, seguida de Hangzhou. Por otro lado, al utilizar una fuente diferente (NDRC), vemos una tendencia similar, aunque la caída acumulada es un poco mayor (véase en el Apéndice la descripción de las fuentes de datos).

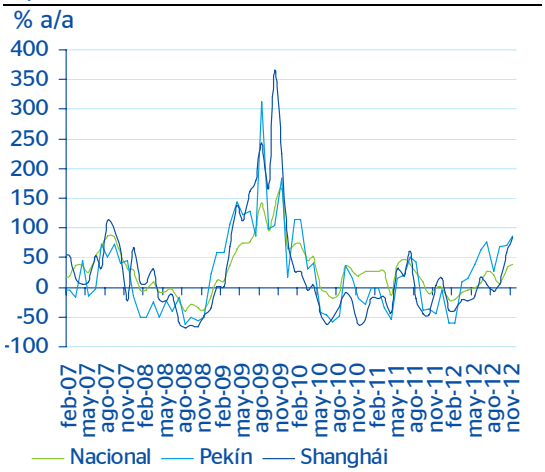
Posteriormente, cuando las condiciones crediticias comenzaron a flexibilizarse por los efectos de las medidas de estímulo del gobierno –con recortes consecutivos de los tipos de interés en junio y julio y una serie de reducciones en el coeficiente de caja a partir de noviembre de 2011– los precios inmobiliarios residenciales empezaron a repuntar en junio de 2012, y han subido un 0,7% acumulado hasta noviembre de 2012, aunque siguen siendo ligeramente negativos en términos interanuales (-0,2% a/a en noviembre). Al mismo tiempo, el número de operaciones inmobiliarias también ha experimentado un repunte (Gráfico 4).

Gráfico 3
Los precios inmobiliarios comienzan a repuntar de nuevo



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 4
El crecimiento del valor de las ventas también ha repunta



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

[2]: Desde enero de 2011 el NBS dejó de publicar un índice de precios de vivienda agregados, y en su lugar ofrece los datos individuales de cada ciudad con respecto a las ventas de vivienda nueva y usada, respectivamente. Hemos agregado estos datos a un índice de precios de la vivienda que mantiene la continuidad con la serie de datos anteriores a 2011.

2.1 Las medidas para moderar el mercado siguen en vigor

El repunte de los precios y de las operaciones de venta se ha producido a pesar de que las restricciones administrativas siguen en vigor (véase el Recuadro 1). Estas medidas reflejan la determinación del gobierno de mantener la vivienda asequible y de impedir la especulación, como se ha reflejado reiteradamente en las declaraciones oficiales, en particular en la Conferencia de Trabajo Económico Central que tuvo lugar en diciembre de 2011 y durante el Congreso Nacional Popular celebrado en marzo de 2012, cuando el primer ministro Wen Jiabao hizo hincapié en que "los precios de la vivienda todavía están lejos de volver a niveles razonables".

A la vez que han apisonado las actividades especulativas del mercado, las autoridades han implementado ajustes finos para proteger a los compradores de primera vivienda. Sobre este particular, en diciembre de 2011, la Comisión Nacional de Desarrollo y Reformas (NDRC por sus siglas en inglés) anunció políticas preferentes para los compradores de primera vivienda, seguidas en marzo de 2012 por la provisión de condiciones crediticias y tipos de interés preferentes para dichos compradores.

En contraposición con las medidas de ajuste, el pasado año se adoptó una flexibilización progresiva de las postura monetarias, incluidos unos recortes acumulados del coeficiente de caja de 150 pb entre diciembre de 2011 y mayo de 2012, y recortes consecutivos de los tipos de interés en junio y julio de 2012 que suman 50 pb en total. Como consecuencia de la flexibilización de la postura monetaria se han producido caídas en los tipos hipotecarios.

Por otra parte, en un clima de desaceleración económica durante la primera mitad de 2012, un número cada vez mayor de gobiernos locales comenzaron a adoptar medidas de ajuste fino más "agresivas" para estimular las ventas de vivienda locales, pues sus ingresos fiscales dependían en gran medida de ellas. Sin embargo, el gobierno central paró por norma esos esfuerzos (véase la Tabla 3 del Apéndice).

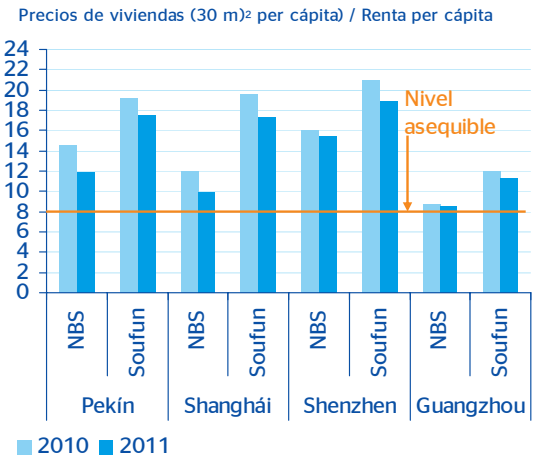
A nivel más general, las autoridades se han deslizado por una fina línea entre la prevención del recalentamiento del mercado inmobiliario por un lado y la implementación de políticas de apoyo para estimular el crecimiento económico por otro. En este sentido, se han abstenido de adoptar nuevas medidas de ajuste (véase lo expuesto más abajo), y se han decantado por mantener las que ya estaban en vigor. Por otro lado, se espera una ampliación del programa piloto de impuestos sobre la propiedad. En la actualidad, el programa solo incluye Shanghái y Chongqing, y los ingresos de la recaudación impositiva son relativamente limitados dado que el impuesto solo se grava sobre las operaciones nuevas y las propiedades existentes clasificadas de alta gama.

Como las rentas continúan al alza, estos esfuerzos, junto con la evolución a la baja de los precios, han conducido a cierta mejora en las ratios de asequibilidad de la vivienda (Gráfico 5).

2.2 El despegue desde mediados de 2012

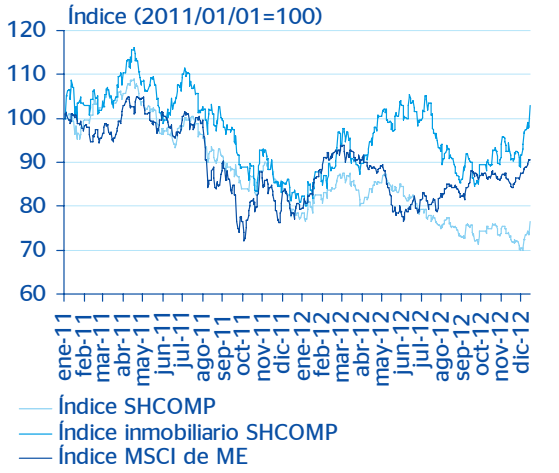
Como hemos observado antes, la caída de los precios de la vivienda parece haber tocado fondo en junio de 2012, con un repunte posterior debido a la flexibilización monetaria y a la mejora gradual de la confianza de los mercados (Gráfico 6). Así pues, el número de ciudades que han registrado incrementos en las viviendas nuevas ha aumentado considerablemente en los últimos meses (Gráfico 7). La mejora de la confianza de los mercados parece haber sido impulsada por las expectativas de mejora de las perspectivas de crecimiento, así como por las señales enviadas por los nuevos líderes de China —la última vez en la Conferencia de Trabajo Económico Central de diciembre de 2012— que apuntan a que las políticas económicas seguirán en vigor. Cabe destacar que por lo que parece, podrían tolerar la tendencia de los recientes incrementos de los precios absteniéndose de introducir nuevas medidas de ajuste inmobiliario más allá de las que ya están vigentes.

Gráfico 5
Las ratios de asequibilidad siguen altas, pero muestran signos de mejora



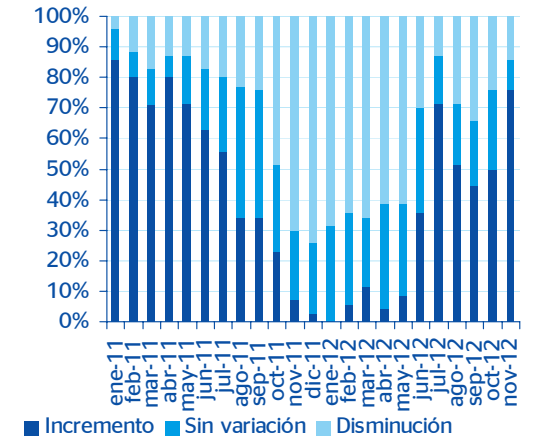
Fuentes: NBS, Wind y BBVA Research

Gráfico 6
Los valores inmobiliarios han impulsado el mercado al alza a finales de 2012



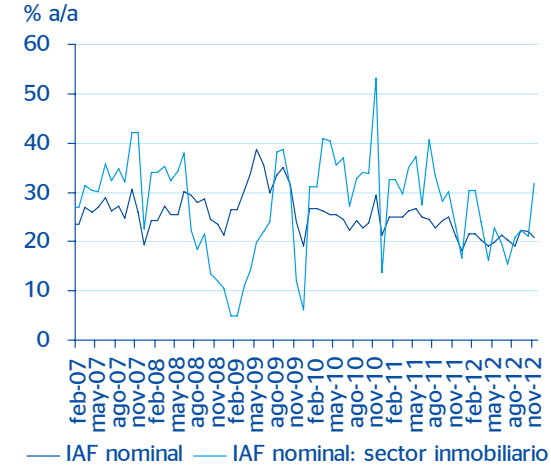
Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 7
El incremento de los preciosde la vivienda nueva se extiende a más ciudades



Fuentes: NBS y BBVA Research

Gráfico 8
La inversión en el sector inmobiliario aumenta de nuevo

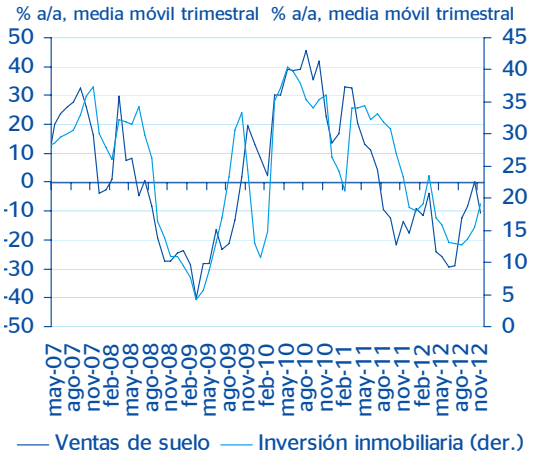


Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

El volumen de operaciones ha repuntado y los inventarios de vivienda se han reducido…

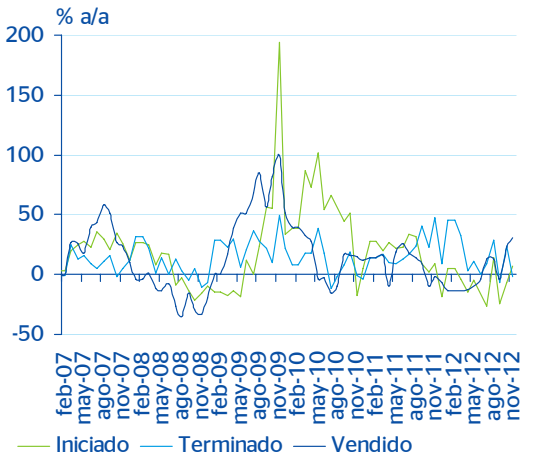
La inversión inmobiliaria parece repuntar tras la desaceleración experimentada hasta mediados de 2012 (Gráficos 8 y 9). El repunte se inscribe en una aceleración más generalizada de la actividad económica y la inversión, consecuencia, en gran parte, de las medidas de estímulo del gobierno, gracias a las cuales se han flexibilizado las condiciones de financiación. Los recortes de los tipos de interés efectuados por el BPdC en los meses de junio y julio ha llevado a una reducción de los tipos hipotecarios, lo que ha impulsado aún más las ventas. Sin embargo, como siguen aplicándose las medidas de enfriamiento del sector inmobiliario, el aumento de la superficie construida y las construcciones nuevas se mantiene moderado, lo que refleja que los promotores siguen mostrándose cautos a la hora de iniciar nuevas construcciones (Gráfico 10).

Gráfico 9
Las ventas de suelo (en volúmenes) y la inversión vuelven a repuntar ...



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 10
...aunque el crecimiento del inicio y de la finalización de las superficies construidas es aún moderado



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Recuadro 1: Medidas y posturas políticas sobre el mercado inmobiliario

Tabla 1
Cronología de las medidas y posturas políticas relativas al sector inmobiliario, abril 2010 - diciembre 2012

Fecha	Descripción de la política
Abril 2010	Freno a la demanda de vivienda no razonable, normativa más estricta de las actividades financieras y la compra de suelo por parte de los promotores inmobiliarios
Abril 2010	Anuncio de la posibilidad de introducir un impuesto sobre la propiedad inmobiliaria de forma experimental en Shanghái, 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 transacción histórico 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 tendrán que pagar una entrada inicial del 30%, frente al 20% anterior.
Abril 2010	El Banco de China (BdC) 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 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 BdC 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 de 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.
Octubre 2010	Los créditos hipotecarios para la tercera vivienda o viviendas sucesivas se prohíben a nivel nacional; el porcentaje de entrada mínima inicial se eleva al 50% y los tipos hipotecarios se establecen en 1,1 veces el tipo de referencia para préstamos del BPdC; el porcentaje de entrada mínima inicial para la compra de primeras viviendas se establece en el 30%; los créditos a los promotores que han cometido infracciones de la normativa quedan suspendidos.
Octubre 2010	Ajuste de los tipos de los impuestos sobre escrituras y los tipos de tributación preferencial de las personas físicas: 1) Para las compras de viviendas únicas ordinarias, el tipo de impuestos sobre escrituras se reduce a la mitad, y para las compras de viviendas de un tamaño inferior a 90 m , el tipo se reduce al 1,0%. 2) Para aquellos que venden las viviendas de uso personal y compran una nueva vivienda en el plazo de un año, deja de estar exento el impuesto sobre la renta de las personas físicas.
Octubre 2010	La CBRC reduce el descuento que pueden aplicar los bancos sobre las hipotecas para la compra de primeras viviendas. El nuevo descuento baja al 15% desde el 30% anterior. (El descuento del 30% en el tipo hipotecario para la compra de primeras viviendas se lanzó en 2008 como parte del plan de estímulo de China.)
Noviembre 2010	Se anuncian restricciones sobre los fondos de previsión inmobiliaria; el tipo de interés para las segundas viviendas se incrementa en un 10%. Las compras de segundas viviendas mediante créditos de fondos de previsión inmobiliaria son aplicables únicamente a la compra de una vivienda ordinaria para mejorar las condiciones de vida; el pago de la primera cuota no será inferior al 50%, y los tipos de interés no pueden estar por debajo de 1,1 veces el tipo establecido para los créditos de fondos de previsión de la primera vivienda.
Noviembre 2010	El Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural y la SAFE anunciaron conjuntamente restricciones sobre las compras de viviendas de los no residentes. Según esta medida, un extranjero puede comprar como mucho una vivienda para su residencia personal siempre y cuando pueda aportar pruebas de haber trabajado en China durante más de un año. La medida también se aplica a los residentes de Hong Kong, Macao y a los chinos residentes en el extranjero, con algunas relajaciones menores.
Enero 2011	El Consejo Estatal presenta 8 nuevas medidas para endurecer las limitaciones sobre el mercado inmobiliario: 1) Se les requiere a los gobiernos locales establecer objetivos de precios de la vivienda en línea con los niveles de renta de 2011; 2) Se acelera la construcción de propiedades residenciales de la seguridad social; 3) La cuota empresarial para las ventas de viviendas en un plazo de 5 años desde la compra debe gravarse en el valor del total de las ventas; 4) El porcentaje de entrada inicial para las compras de segundas viviendas no debe ser inferior al 60%, frente al 50% anterior, y el tipo de interés será al menos 1,1 veces el tipo de referencia; 5) Se potencia la gestión de la oferta del suelo para vivienda; 6) Se imponen restricciones de compra en todas las ciudades grandes y de tamaño medio. Las familias que ya poseen una propiedad inmobiliaria sólo pueden comprar una propiedad más, mientras que a los que ya poseen 2 o más propiedades se les prohíbe la compra de propiedades adicionales; 7) A los gobiernos locales se les exige una estricta implementación y responsabilidad sobre los objetivos de control de los precios de la vivienda; 8) Se hacen mejoras en las directrices para la cobertura del mercado de la vivienda en los medios de comunicación.

Continúa en la página siguiente

Tabla 1
Cronología de las medidas y posturas políticas relativas al sector inmobiliario, abril 2010 - diciembre 2012 (Cont.)

Fecha	Descripción de la política
Enero 2011	Shanghái y Chongqing anuncian el esperado impuesto sobre los bienes inmobiliarios a modo de prueba, que se impondrá sobre las nuevas compras.
Enero 2011	El Consejo Estatal exige a los gobiernos locales la publicación y el cumplimiento de su objetivo de precios de la vivienda anual (establecido en línea con el crecimiento de la renta en sus respectivas regiones).
Marzo de 2011	El Congreso Nacional Popular de China (CNP) aprobó el 12º plan quinquenal para el periodo 2011-2015, según el cual el gobierno central tiene como objetivo crear hasta 36 millones de unidades de vivienda pública en los próximos cinco años (10 millones de unidades en 2011).
Mayo 2011	La NDRC empieza a imponer la política de "una vivienda un precio", bajo la cual se requiere a los promotores que mejoren la información pública sobre los precios y el volumen de la oferta disponible en la venta de propiedades residenciales.
Junio 2011	La NDRC permite a los vehículos financieros de los gobiernos locales (LGFV) la emisión de bonos para financiar el programa de vivienda pública.
Julio de 2011	El Consejo de Estado presenta 5 medidas nuevas: 1) Los gobiernos locales deben implementar rigurosamente la política de ajuste en el mercado inmobiliario. 2) Los gobiernos locales deben hacer esfuerzos por cumplir los objetivos e iniciar 10 millones de unidades de vivienda social para finales de noviembre. 3) Nuevos frenos a la inversión especulativa y ampliación de las restricciones sobre las compras de vivienda a ciudades de segundo y tercer nivel donde se han observado incrementos excesivos en los precios inmobiliarios. 4) Implementación de la oferta de suelo residencial tal como se había planeado este año. 5) Prevención del incremento excesivo de los alquileres.
Agosto de 2011	El Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural definió cinco normas relativas a las decisiones para implementar las limitaciones en la compra de vivienda.
Octubre 2011	El gobierno central suspende los planes de la ciudad de Foshan para flexibilizar las restricciones sobre la compra de propiedades inmobiliarias.
Diciembre de 2011	En la Conferencia de Trabajo Económico Central, el gobierno introduce por primera vez en un anuncio oficial el compromiso de "volver a poner los precios de la vivienda en niveles razonables".
Enero 2012	El primer ministro Wen Jiabao reiteró en la reunión del Consejo de Estado que el gobierno seguiría poniendo freno a la especulación en el mercado inmobiliario y haría que los precios volvieran a niveles razonables.
Febrero de 2012	El gobierno central suspendió la política de ajuste fino de dos ciudades (la subvención fiscal de los contratos en Wuhu y la flexibilización de las restricciones de la compra de vivienda en Shanghái).
Marzo de 2012	El primer ministro Wen Jiabao mencionó que "los precios de la vivienda todavía están lejos de volver a niveles razonables" y durante el 11º Congreso Nacional Popular insistió en que continuará la estricta regulación del sector inmobiliario.
Abril de 2012	El primer ministro Wen Jiabao dijo en la reunión del Consejo de Estado que el gobierno seguirá consolidando el efecto de las limitaciones sobre el mercado inmobiliario y mantendrá en vigor las restricciones.
Mayo 2012	Durante el debate informal sobre la situación económica de seis provincias celebrada en Hubei, el primer ministro Wen Jiabao pidió estabilizar las medidas de ajuste de la propiedad e implementar rigurosamente las políticas diferenciadas referentes a hipotecas, impuestos y restricciones de las compras. "Den más importancia a la estabilización del crecimiento económico".
Junio 2012	Diversos organismos del gobierno central (MOHURD, NCRC, BPdC, CBRC, etc.) aclararon por separado los rumores acerca de la flexibilización del freno sobre el mercado inmobiliario y reafirmaron que continúan las medidas de ajuste.
Julio de 2012	Durante su investigación de campo en la provincia de Jiangsu, el primer ministro Wen Jiabao se comprometió a poner freno a las especulaciones inmobiliarias, algo que considera una tarea a largo plazo.
Julio de 2012	El Consejo de Estado envió ocho equipos de inspección para investigar la implementación de las actuales medidas de ajuste del sector inmobiliario en vista de que los gobiernos locales de 16 ciudades y provincias aplican políticas crediticias distintas desde julio.
Julio de 2012	En la reunión del Politburó Central, el gobierno ha reafirmado la priorización del crecimiento económico estable y la continuidad de las medidas actuales para frenar la demanda especulativa.
Agosto de 2012	Durante su investigación de campo de los proyectos de vivienda social en Tianjin, el primer ministro Wen Jiabao reiteró que el gobierno debe seguir frenando con firmeza las especulaciones inmobiliarias, que todavía se encuentran en un "periodo crítico".
2012 de noviembre	En el 18º Congreso Nacional del Partido, Jiang Weixin, ministro de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural, dijo que el gobierno seguirá poniendo freno al sector inmobiliario en el futuro a corto plazo.
Diciembre de 2012	En la reunión del Politburó Central, el gobierno central envió mensajes de que la política de ajuste del sector inmobiliario no se relajará.
Diciembre de 2012	En la Conferencia de Trabajo Económico Central, las autoridades se comprometieron a mantener la continuidad y la estabilidad de las políticas de vivienda actuales, pero es de destacar que omitieron la referencia del año anterior a "devolver los precios de la vivienda a niveles razonables".

Fuente: informes periodísticos, comunicados de prensa y páginas web del gobierno

Recuadro 2: El papel del sector inmobiliario en la economía de China

El sector inmobiliario ha sido un motor clave del crecimiento de China desde las reformas del mercado del sector llevadas a cabo a finales de la década de 1990. Según ciertos cálculos –en concreto, los porcentajes de vivienda en propiedad, que llegaron hasta el 90% en 2011[3]– las políticas aplicadas al sector inmobiliario han sido un gran éxito. Sin embargo, el crecimiento del mercado ha ido acompañado de un rápido incremento de los precios que ha dado como resultado el descenso de la asequibilidad. La respuesta política del gobierno ha consistido en utilizar instrumentos macroprudenciales para enfriar la especulación en el mercado, así como mejorar la asequibilidad de la vivienda a través de proyectos a gran escala definidos en el 12º Plan Quinquenal.

El sector inmobiliario en el PIB

El sector inmobiliario (incluida la construcción), representó el 12,4% del resultado total de 2011, prácticamente el doble del nivel registrado a comienzos de la década de 1980 (véase el Gráfico 1 más arriba). Además, desde 2009 la proporción del resultado del sector inmobiliario y de la construcción como porcentaje del PIB ha subido dos puntos porcentuales y ha pasado de un promedio del 10% en el periodo 2001-2008 al 12% en 2009-2011 después de que el gobierno aplicara un plan de estímulo fiscal de 4 billones de RMB. Por otra parte, la inversión en el sector inmobiliario como porcentaje de la inversión total en activos fijos aumentó hasta el 24,2% durante el periodo 2009-12, en comparación con el 23,6% del periodo 2001-08. No obstante, vale la pena destacar que en lo que iba de año hasta agosto de 2012, la inversión en construcción residencial se desaceleró hasta el 11% a/a desde el 37% a/a registrado durante el mismo periodo del año anterior, por lo que aportó 4 puntos porcentuales menos al crecimiento del total de la inversión en activos fijos, que a su vez cayó al 21% en comparación con el 28% del año precedente en los respectivos periodos.

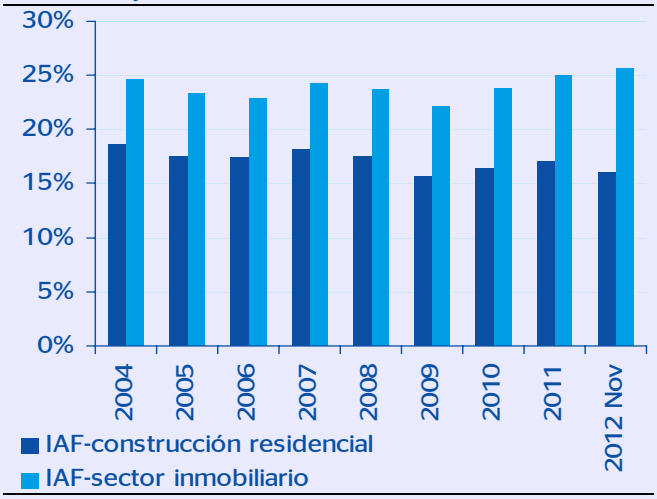
Empleo en el sector inmobiliario

En 2011, el sector de la construcción inmobiliaria empleó en torno al 12% de un total de 144,7 millones de empleados urbanos, mientras que el sector de gestión inmobiliario dio empleo a otro 2%. Estas cifras se comparan con el total del 9% correspondiente a 2005. Según la encuesta sobre oferta y demanda de trabajo en las ciudades recopilada por el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, el sector de la construcción y el de la vivienda representaron en torno al 7% de la creación de empleos nuevos en los últimos años. Como consecuencia de la política de vivienda aplicada por el gobierno, el empleo urbano en estos dos sectores cayó en 560.000 puestos de trabajo desde finales de 2011 hasta el segundo trimestre de 2012.

Crédito bancario al sector inmobiliario

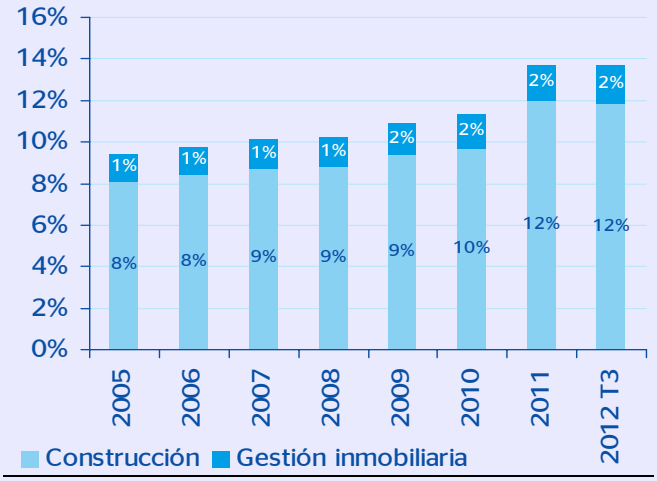
En el 2T de 2012, el crédito inmobiliario total (hipotecas más crédito promotor) ascendía a 11,3 billones de RMB, lo que equivale al 18% del crédito bancario total (63,3 billones de RMB), en comparación con el 13% de 2005. De estos créditos inmobiliarios, aproximadamente un tercio fue a parar a los promotores inmobiliarios y el resto a las hipotecas. Desde la segunda mitad de 2010, la desaceleración de los créditos inmobiliarios ha lastrado el total de los créditos bancarios (Gráfico 13). Sin embargo, los créditos inmobiliarios comenzaron a estabilizarse en el tercer trimestre cuando se recuperaron el volumen de operaciones y la inversión.

Gráfico 11
Inversión inmobiliaria como porcentaje de la inversión total en activos fijos



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

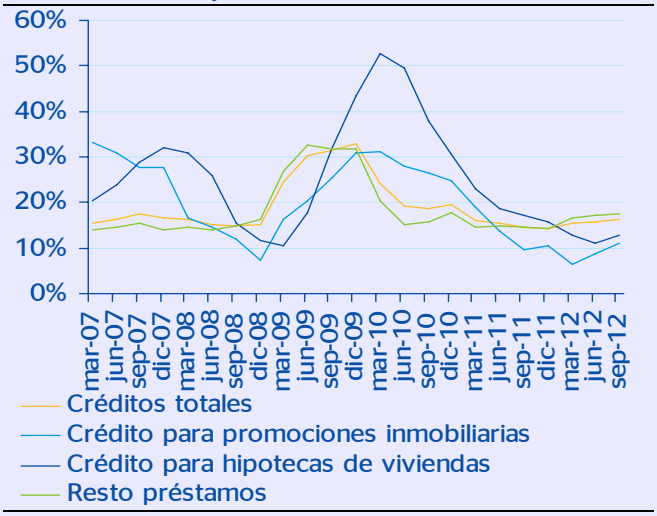
Gráfico 12
Empleo en el sector, porcentaje del empleo urbano total



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

[3] Encuesta Financiera de las Familias Chinas (2012), llevada a cabo por el departamento de Economía y Finanzas de la Universidad del Suroeste de China.

Gráfico 13
Los créditos inmobiliarios han arrastrado el crecimiento del crédito total a la baja

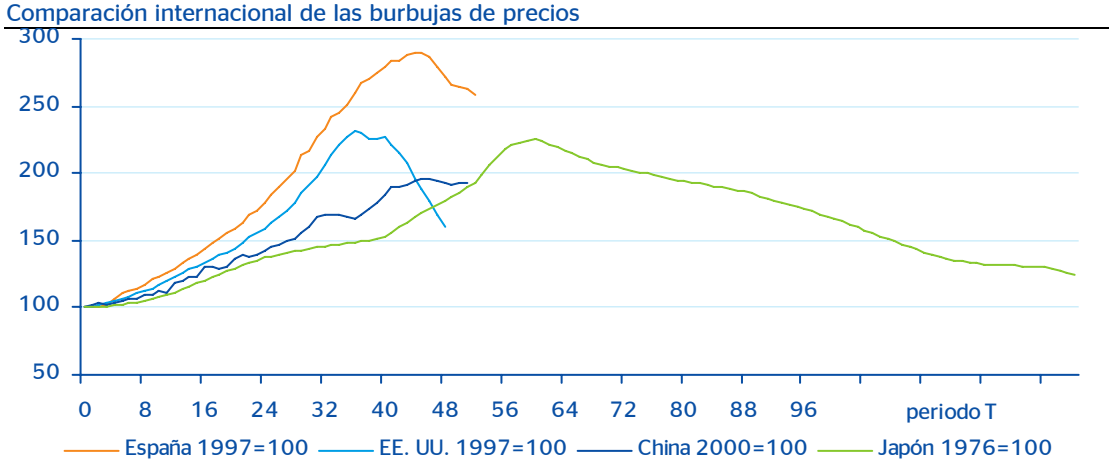


Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Los incrementos del precio de la vivienda no parecen responder ya a una burbuja

En el Gráfico 14 se ofrece una actualización de nuestro análisis de la evolución reciente de los precios en comparación con la experiencia internacional en burbujas inmobiliarias. Como ya hemos observado antes, los precios generales de la vivienda se han moderado después de tocar techo en julio de 2011. Así pues, el patrón de incremento de precios en China cada vez se asemeja menos a una burbuja en comparación con la aceleración de los precios observada anteriormente en España, EE. UU. y Japón. En particular, aunque el ritmo de incremento de los precios parecía similar a estos casos de burbuja en el pasado, especialmente al que se produjo en Japón, la reciente nivelación de los precios hace que la situación de China ya no sea tan similar. Esto confirma que los esfuerzos del gobierno por enfriar el mercado y evitar que se produjera una burbuja en el mercado de la vivienda han dado sus frutos.

Gráfico 14
Comparación internacional de las burbujas de precios

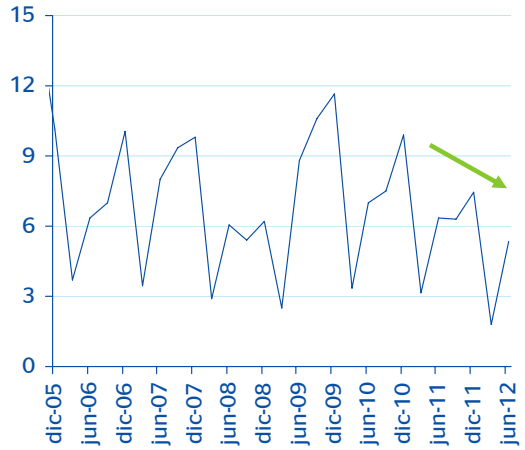


Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Después de incrementarse a comienzos de 2012, las tensiones financieras se están moderando en la actualidad

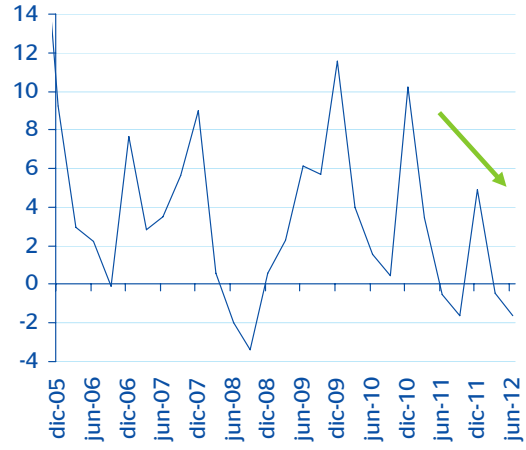
Dada la desaceleración de las operaciones de venta durante la primera parte de 2012, los ingresos de los promotores (una señal del flujo efectivo de las actividades de explotación) han caído en relación con el valor de los préstamos pendientes a lo largo del pasado año (Gráfico 15), lo que indica un mayor nivel de estrés financiero. De igual modo, la ratio de cobertura de intereses (representada por las ventas netas de inversión, divididas por los gastos de los intereses) también ha experimentado una tendencia descendente (Gráfico 16). Sin embargo, es probable que estas tendencias se inviertan con el reciente repunte de las ventas, que debería contribuir a la relajación de las condiciones de liquidez y reducir los excesos de los inventarios. Además, los recortes de los tipos de interés practicados por el BPdC en junio y julio de este año deberían contribuir a reducir los costes de financiación de promotores muy apalancados. Por otra parte, los datos anecdóticos indican que algunos promotores tienen acceso a la financiación a través del mercado no bancario ("banca en la sombra").

Gráfico 15
Ratio del flujo de caja de explotación de los promotores inmobiliarios



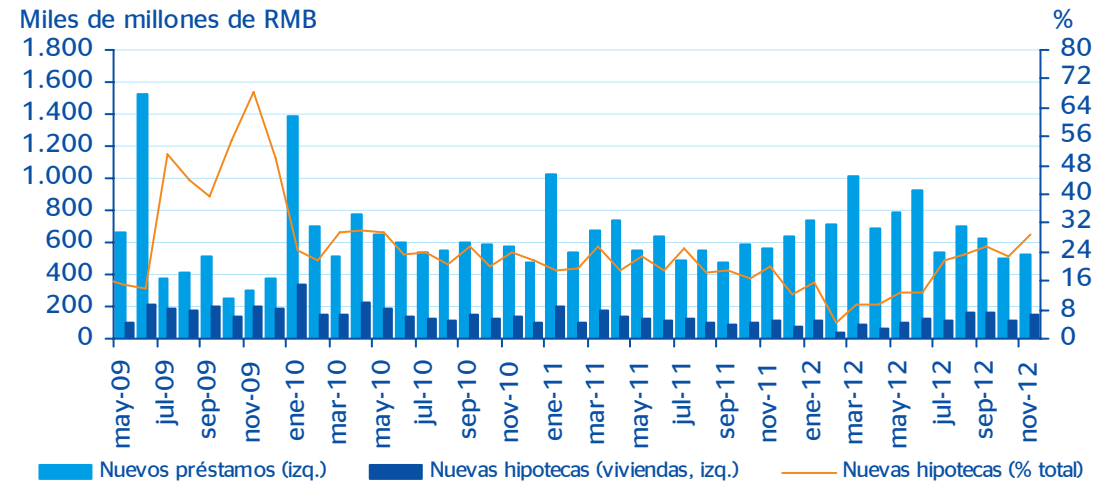
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research
Nota: la ratio se expresa como las ventas divididas por los préstamos pendientes. El primer dato se basa en los datos del NBS y el último en los datos del BPdC

Gráfico 16
Ratio de cobertura de intereses de los promotores inmobiliarios



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research
Nota: la ratio se expresa como las ventas netas de inversión divididas por el interés vencido, que se calcula aplicando una tasa de interés del 8% al stock de crédito pendiente del sector inmobiliario.

Gráfico 17
Los créditos hipotecarios han aumentado como cuota de los créditos nuevos



Fuente: BPdC, CEIC y BBVA Research

Recuadro 3: Avances de los proyectos de vivienda social

Una de las metas más ambiciosas del último Plan de Desarrollo Quinquenal es la construcción de 36 millones de unidades de vivienda pública. El programa, cuyo objetivo es garantizar la asequibilidad de la vivienda, es también un elemento fundamental de las medidas de estímulo fiscal del gobierno para apoyar el crecimiento.

El reciente avance hacia la consecución de las metas ha sido esperanzador tras la preocupación del año pasado por que los proyectos fueran con retraso. Según los informes del gobierno (MOHURD)[3], tanto el arranque de construcción de viviendas nuevas como los objetivos de finalización de todo el año se alcanzaron a finales de octubre[4] (Gráfico 18).

El gobierno también estableció un objetivo de inicio de construcción de 6 millones de unidades en 2013, un volumen inferior al de 2012, que debería reducir la carga fiscal de los gobiernos locales. Este objetivo menos agresivo refleja un cambio de foco hacia el progreso de la construcción, en vez limitarse meramente a iniciar proyectos.

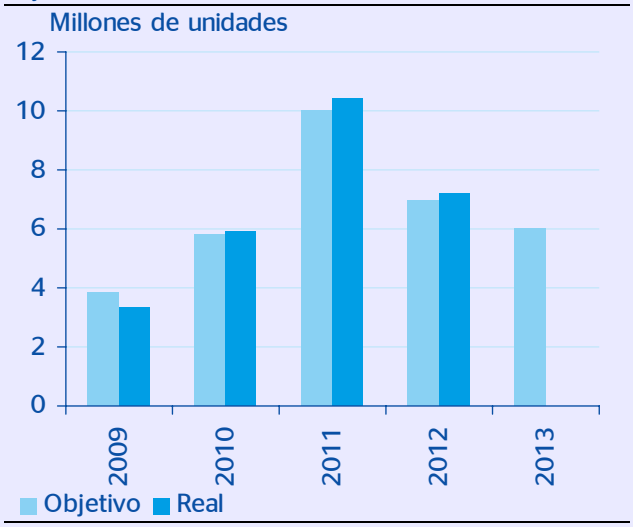
En 2011, el gasto real del gobierno central en vivienda social superó los 172.000 millones de RMB, un 33% por encima de lo que se había programado originalmente. En 2012, el gobierno central incrementó el presupuesto en un 23% (212.000 millones de RMB) y, según la experiencia histórica, la concreción superará esa cifra.

Además de la financiación del gobierno central, otras posibles fuentes de financiación de la vivienda social incluyen lo siguiente:

- Ventas de suelo: el Ministerio de Hacienda y el MOHURD dirigen el 10% de las ventas de suelo que efectúan los gobiernos locales a proyectos de vivienda social.
- Bonos de los gobiernos locales: el Ministerio de Hacienda incrementó el límite de las emisiones de bonos de los gobiernos locales un 25% en 2012 (hasta 250 RMB) y lo recaudado por el incremento se destina a proyectos de vivienda social; notas de colocación privada especiales de los gobiernos municipales emitidas por Pekín (2011) y más recientemente por la provincia occidental de Qinghai.
- Crédito bancario: las autoridades animan a los bancos y a otras instituciones financieras a incrementar el crédito para proyectos de vivienda social. El total de préstamos circulantes para dichos proyectos aumentaron en más de un 60% a/a en los tres primeros trimestres de 2012, un incremento muy superior al crecimiento total de los préstamos para promoción inmobiliaria (11% a/a).
- Otras posibles fuentes de financiación incluyen los bonos corporativos, los créditos de fondos de previsión inmobiliaria, y la canalización de la seguridad social y los fondos de seguros.

Según el Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural, en los diez primeros meses de 2012 se invirtió más de 1 billón de RMB en el programa de vivienda social, lo que asciende al 18,7% del total de la inversión inmobiliaria en ese periodo.

Gráfico 18
La construcción de vivienda asequible ha cumplido el objetivo de todo el año



Fuentes: Wind y BBVA Research
Nota: Los datos de 2012 están actualizados hasta octubre

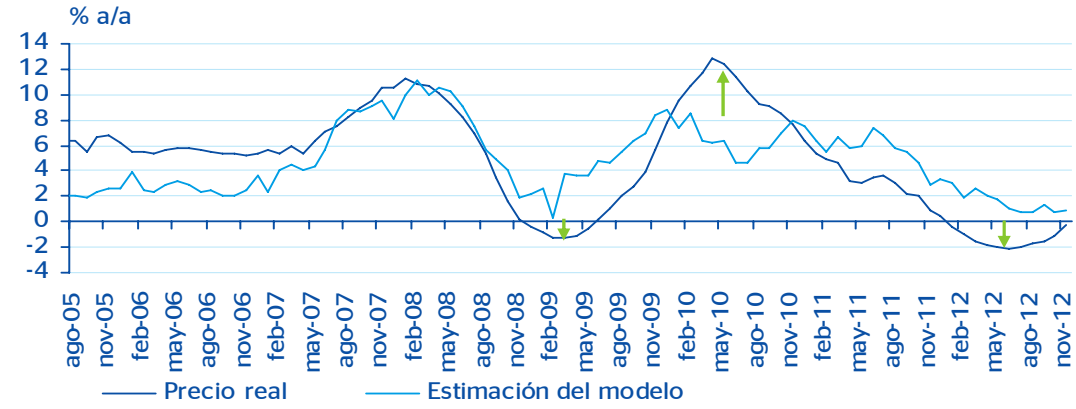
3: Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y Rural de la República Popular de China.
4: Frente al objetivo de 7,0 millones de unidades, a finales de octubre de 2012 se había comenzado la construcción de 7,22 millones de unidades de vivienda asequible, y frente al objetivo de terminar 5,0 millones de unidades, se habían completado 5,05 millones.

2.3 Motores macroeconómicos de la reciente evolución de los precios

En esta sección actualizamos nuestro modelo de dinámica de precios a corto plazo para determinar la influencia de los factores monetarios, en especial la masa monetaria y el crecimiento así como la inflación en la evolución reciente de los precios de la vivienda. Para ello hemos actualizado nuestro modelo de serie temporal con datos que abarcan hasta noviembre de 2012 (véase el Apéndice si se desean más detalles sobre la metodología).

Nuestras conclusiones confirman el papel de estos factores para determinar las fluctuaciones de precios. En concreto, las políticas restrictivas de la vivienda, en vigor desde 2010, han conducido a un crecimiento de los precios de la vivienda por debajo de lo que preveía nuestro modelo. Como podemos ver en el Gráfico 19, las políticas de vivienda restrictivas podrían haber frenado el aumento de los precios en más de 3 puntos porcentuales de promedio en 2012 (hasta noviembre). Más recientemente, desde mediados de 2012 la brecha entre el crecimiento de los precios previsto en el modelo y el crecimiento real se ha reducido, lo que se debe muy probablemente a los efectos de las medidas de estímulo del gobierno y al incremento de la confianza de los mercados en las perspectivas de crecimiento.

Gráfico 19
Crecimiento de los precios de la vivienda, real y previsto



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

2.4 Perspectivas desde el terreno

Hemos llevado a cabo una encuesta entre los participantes del mercado, incluidos compradores, promotores, bancos y agentes inmobiliarios con el fin de medir el efecto de las políticas aplicadas por las autoridades en el mercado de la vivienda. La encuesta, realizada en Shanghái en el mes de junio, contó con la colaboración de los estudiantes de MBA de la Escuela Internacional de Administración de Empresas Chino-Europea (véase el Recuadro 4).

Las repuestas de las encuestas fueron por lo general homogéneas entre los distintos tipos de participantes, en particular en lo que se refiere a la percepción de que las medidas de enfriamiento de las autoridades fueron efectivas para reducir los precios de la vivienda (en un 5-20%) y las operaciones (en un 20-60%). Los promotores informaron de que habían dejado de adquirir suelo durante ese tiempo, y dijeron que los riesgos percibidos para los bancos se habían incrementado. No obstante y a pesar de las medidas de ajuste, los encuestados indicaron que la demanda subyacente se mantenía fuerte, en especial la que se deriva de las necesidades de hacer mejoras en la vida familiar y de contraer matrimonio. En cuanto a las perspectivas, los participantes pensaban que el mercado había tocado fondo, en especial dadas las expectativas de que las medidas de ajuste se moderarán durante el próximo año. De hecho, desde que se llevó a cabo la encuesta, el mercado ha experimentado un repunte, y hay indicios de que las autoridades podrían relajarse y estar menos preocupadas por impedir modestos incrementos de los precios.

Recuadro 4: Perspectivas desde el terreno basadas en cuestionarios

Con el fin de recoger las percepciones de los participantes del mercado inmobiliario, en junio de 2012 llevamos a cabo unas encuestas en Shanghái, en colaboración con equipos de investigación de estudiantes de la Escuela Internacional de Administración de Empresas Chino-Europea. La encuesta se realizó en un total de 69 participantes pertenecientes a los cinco segmentos del mercado, incluidos promotores inmobiliarios, bancos, sociedades de inversión, agentes inmobiliarios y compradores aleatorios (véase el Apéndice para obtener más detalles sobre la encuesta).

Los principales puntos de vista de los participantes pueden resumirse de la siguiente manera: (1) los esfuerzos de las autoridades para reducir los precios de la vivienda han sido eficaces; (2) el freno de la vivienda ha repercutido de forma considerable en las actividades de promotores, bancos e inversores institucionales; (3) el impacto sobre el mercado de la vivienda ha incrementado los riesgos financieros, aunque todavía son manejables; (4) la demanda subyacente de vivienda sigue siendo fuerte, en particular la que procede de la necesidad de mejorar la vida familiar y de los matrimonios; y (5) el mercado estaba tocando fondo por las expectativas de flexibilización de las restricciones políticas.

Las respuestas dadas por los distintos participantes del mercado indican que el esfuerzo de las autoridades por reducir los precios de la vivienda han sido eficaces. Según los agentes inmobiliarios, las políticas aplicadas desde mediados de 2010 han reducido el precio de las operaciones de las propiedades de segunda mano en un 5-20% y han reducido el volumen de operaciones en un 20-60%. Además, se percibía que el impacto había sido mayor en los edificios y casas de alta calidad. El número de compradores de la muestra seleccionada que creían que los precios de la vivienda de Shanghái se incrementarían (el 41,7%) supera al de aquellos que pensaban que se mantendrían planos (el 20,8%) o que se reducirían (el 20,8%) en el próximo año. En general, los inversores encuestados creían que el nivel del precio de mercado de la vivienda caería en torno al 5% en 2012.

Debido a la caída de los precios con relación a los costes del suelo, todavía elevados, todos los promotores entrevistados habían dejado de adquirir suelo el año pasado. En lo que respecta a los bancos, estos habían subido los tipos de interés para préstamos a los promotores entre un 110% y un 130% por encima del tipo de interés para préstamos base del banco central, dependiendo de la calificación de los solicitantes del préstamo. Como consecuencia de las restricciones sobre el mercado residencial, los inversores habían cambiado su foco de inversión de la propiedad residencial a la propiedad comercial. Además, los inversores también se estaban moviendo hacia los canales de inversión indirecta, los más populares de los cuales son los REIT, las acciones en el sector inmobiliario, los bonos y los fondos PE.

Se percibía que el gran impacto de las medidas sobre el mercado de la vivienda había incrementado los riesgos, aunque se consideraba que eran manejables. Los bancos locales encuestados mostraron incertidumbre sobre las tasas de morosidad en el futuro próximo si el gobierno seguía con sus restrictivas políticas de vivienda.

A pesar de las medidas de ajuste adoptadas en los dos últimos años, la demanda potencial de vivienda seguía considerándose robusta. En concreto, según los promotores inmobiliarios, los jóvenes consumidores son los que representan la mayor cuota de compra de vivienda en los últimos años, lo que se debe en gran parte a motivaciones relacionadas con los matrimonios. Esta conclusión también está en línea con los resultados de la encuesta realizada a los compradores: el 24% de los mismos estaban motivados a comprar viviendas como inversión, mientras que el 30% acometían las compras para fines matrimoniales. Según se indicó, otra importante demanda de vivienda (41%) procedía de la voluntad de mejorar las condiciones de vida actuales.

En términos de perspectivas de mercado, el consenso se inclinaba hacia la opinión de que los precios de la vivienda despegarán a medida que se flexibilicen las políticas en el futuro. La perspectiva de los promotores con respecto a la dinámica del mercado inmobiliario se mantuvo positiva a pesar de expresar cierta preocupación por una posible desaceleración temporal. Consideraban que un aterrizaje brusco era improbable, pues los precios de la vivienda se mantendrían estables durante un tiempo antes de volver a iniciar poco a poco una tendencia al alza. En cuanto a las restricciones existentes sobre la vivienda, se esperaba que siguieran en vigor un año más. Por otro lado, se consideraba probable que los gobiernos locales mejoraran el entorno de liquidez para las empresas inmobiliarias con el fin de evitar quiebras.

Los encuestados también manifestaron la percepción que tienen con respecto a las iniciativas de vivienda asequible. Según los promotores inmobiliarios, las políticas vigentes habían proporcionado incentivos útiles para desarrollar proyectos de vivienda asequible. En particular, entre los incentivos se incluían los precios favorables del suelo, las reducciones de impuestos y los beneficios de interés.

3. Nuevos datos sobre la reducción del desajuste de los precios de la vivienda

Uno de los resultados clave de nuestros anteriores informes Situación Inmobiliaria ha sido valorar el grado de desajuste de los precios de la vivienda residencial con respecto a los fundamentos económicos. En esta sección actualizamos la valoración aplicando nuestro modelo de equilibrio de los precios de la vivienda a los datos más recientes. Por segundo año consecutivo, consideramos que el grado de desajuste de los precios se ha moderado, especialmente en las ciudades de primer nivel, donde el impacto de las estrictas medidas para frenar el sector de la vivienda ha surtido mayor efecto. Así pues, creemos que los precios de la vivienda agregados coinciden ahora en líneas generales con los valores de equilibrio.

Modelo de equilibrio de los precios de la vivienda

Nuestro modelo empírico de los precios de la vivienda calcula el grado de desajuste entre los precios de la vivienda reales (nominales) y los precios de equilibrio basándose en un marco de oferta y demanda. El modelo incorpora un panel de datos que se remonta a 1995 y cubre 35 ciudades principales (véase el Apéndice para obtener más detalles). Entre los factores subyacentes del modelo se incluyen el crecimiento actual de la renta, 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, un mayor crecimiento de la renta y una mayor densidad de población aumentarán la demanda de vivienda y darán como resultado unos precios de equilibrio más altos, en igualdad de circunstancias. Por otro lado, los mayores costes de construcción y los tipos de interés más altos sobre los créditos inmobiliarios reducirán la oferta de vivienda, subiendo también los precios de equilibrio.

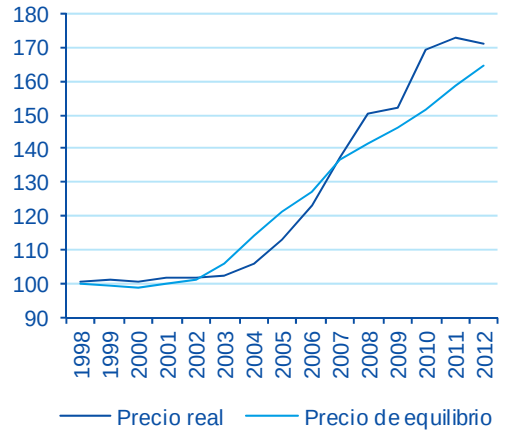
Como en cualquier ejercicio de modelización, existen limitaciones. Y dada la incertidumbre de los datos, el propósito de los resultados es únicamente indicativo, más que un intento de predicción de los niveles de precios a corto plazo.

Los desajustes de precios han seguido reduciéndose

Por segundo año consecutivo, consideramos que la moderación de los incrementos del precio de la vivienda ha reducido el grado de sobrevaloración de dicho precio en relación con los fundamentos económicos. En concreto, creemos que el grado de desajuste se ha reducido hasta situarse en tan solo el 1-2% en 2012, un desajuste mucho menor que el del 7% que calculamos en 2011. La reducción del grado de desajuste se debe tanto al incremento de los precios de equilibrio subyacentes como a la caída observada en los precios a lo largo del pasado año.

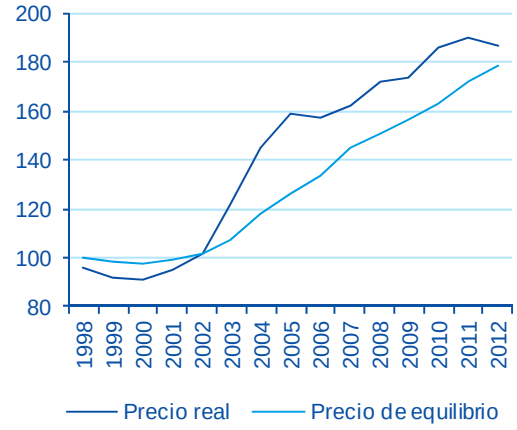
En 2012, los precios de la vivienda se moderaron en las seis mayores áreas metropolitanas (Pekín, Shanghái, Shenzhen, Guangzhou, Chongqing y Tianjin) (Gráficos 20-25 y Tabla 2). En Pekín, el grado de sobrevaloración de los precios se reducido hasta el 4% (desde el 13% estimado a comienzos de 2011), mientras que en Shanghái y Chongqing, la brecha de sobrevaloración se ha reducido hasta el 4,5% y el 3% respectivamente en 2012. En Tianjin y Shenzhen, donde los precios inmobiliarios observados no se alejaron mucho de los precios de equilibrio estimados durante la mayor parte del periodo, los desajustes se han eliminado prácticamente (hasta el 1,3% y el 0,1%, respectivamente). Guangzhou sigue siendo una excepción; nuestras estimaciones muestran un mercado inmobiliario infravalorado donde se ha duplicado la brecha hasta llegar a -6% desde comienzos de 2011.

Gráfico 20
Pekín



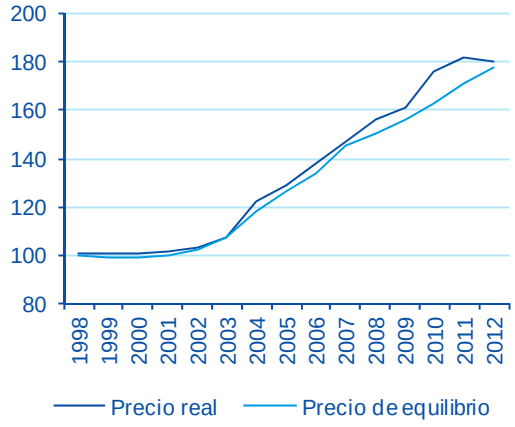
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 21
Shanghái



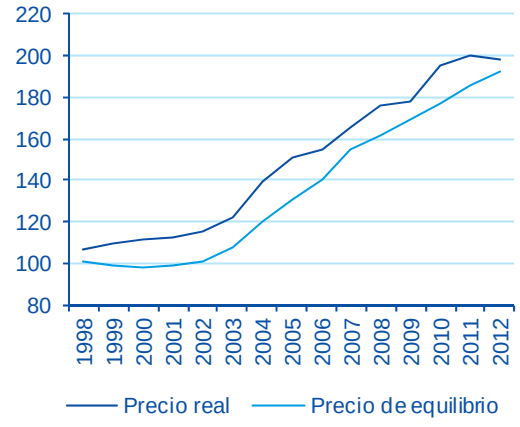
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 22
Tianjin



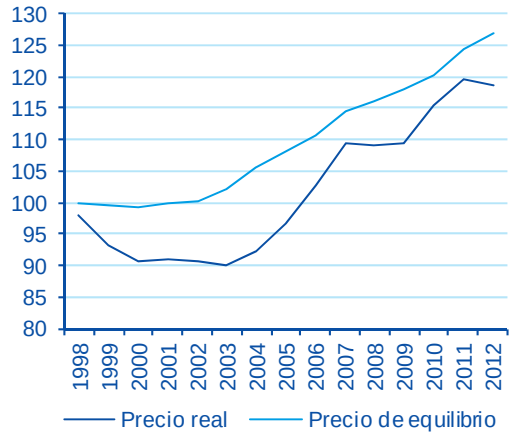
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 23
Chongqing



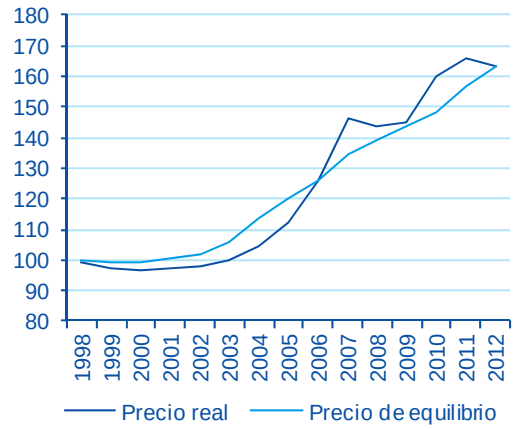
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 24
Guangzhou



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Gráfico 25
Shenzhen



Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

En lo que respecta a las otras 29 ciudades de la muestra, consideramos que los mercados de la vivienda de la región del delta del río Yangtze continúan mostrando una sobrevaloración considerable a pesar de que se ha producido una importante corrección a la baja de los precios, incluidas las ciudades de Nanjing, Hangzhou y Ningbo. En la mayoría de las ciudades de segundo nivel restantes los precios de la vivienda están alineados o infravalorados. Cabe destacar que en varias ciudades con un fuerte potencial de crecimiento los precios de la vivienda se han quedado rezagados con respecto a los valores de equilibrio estimados, incluidas algunas ciudades de la región del noreste (Changchun y Harbin en particular) y de la región del suroeste (como Kunming y Nanning). Nuestro modelo parece indicar que es posible que estos últimos mercados presenten las oportunidades de inversión más prometedoras.

En conclusión, el grado de sobrevaloración actual, relativamente pequeño, indica que, a nivel agregado, las burbujas de los precios de la vivienda no son en este momento un problema generalizado, aunque todavía podrían ser motivo de preocupación en determinados segmentos del mercado o en determinadas ciudades. Subrayamos de nuevo que estos cálculos son sólo indicativos, dadas las limitaciones del modelo. La sobrevaloración de los precios inmobiliarios de estas ciudades podrá eliminarse gradualmente a medida que los incrementos de los precios de la vivienda se mantengan moderados, lo que hace que sea bastante improbable un escenario de aterrizaje brusco. Otra advertencia es que la reducción del desajuste se atribuye en gran parte a la política de vivienda del gobierno, y cualquier flexibilización de dicha política, como parece que actualmente está en perspectiva, podría conducir a un repunte más significativo de los precios de la vivienda. En este sentido, la intención de las autoridades de mantener las limitaciones sobre las compras de vivienda parece apropiada.

Tabla 2
Fundamentos del mercado inmobiliario y niveles de precios por ciudad

	Crecimiento medio 1999-2011					Sobrevaloración estimada (2012)
%	Renta real	Costes de construcción	Densidad de población	Precios reales	Precios de equilibrio	
Pekín	10,3	0,4	3,0	5,4	4,6	+4,1
Shanghái	10,4	0,3	2,6	8,1	5,7	+4,5
Shenzhen	3,8	0,6	9,8	5,4	4,4	+0,1
Guangzhou	8,0	1,2	2,8	2,2	1,9	-6,3
Chongqing	9,8	1,4	-0,5	6,3	6,9	+2,8
Tianjin	9,5	2,1	1,7	6,2	5,6	+1,3
En la media	**8,6**	**1,0**	**3,3**	**5,6**	**4,9**	**+1,1**

Fuente: BBVA Research

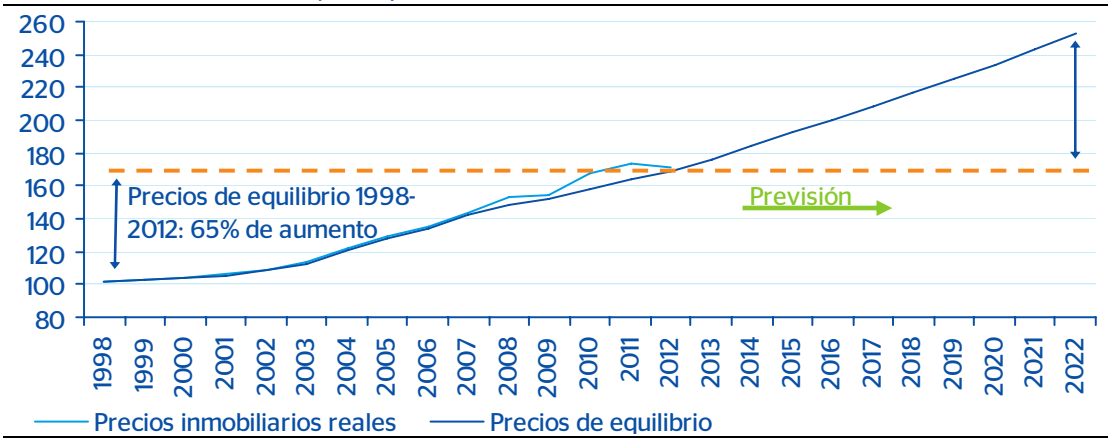
4. Perspectivas a medio plazo

Nuestras perspectivas para el sector inmobiliario de China a medio plazo siguen siendo positivas debido a las expectativas de que continuará un fuerte crecimiento subyacente. Esta afirmación se basa en nuestras previsiones de que continuarán las fuertes tendencias de crecimiento de la renta real, la urbanización y el gasto en construcción.

Actualizamos nuestro marco de oferta y demanda para hacer una proyección de los valores de equilibrio nominales a medio plazo (Gráfico 26). Al igual que en nuestros informes anteriores, la proyección de nuestro escenario central hasta 2022 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. Las proyecciones también presuponen una tasa media de inflación en el futuro del 3-4%. Las previsiones resultantes contemplan un incremento de los precios nominales de la vivienda de un 50% hasta 2022, lo que equivale a un incremento del 15% en términos reales. No obstante, estos resultados son solo indicativos, dado que persisten las limitaciones del modelo y las incertidumbres habituales que rodean este tipo de previsiones.

Como ya se ha observado en la Sección 3, los precios actuales de la vivienda están por lo general en línea con los fundamentos (solo un 1-2% por encima de los precios de equilibrio según nuestro modelo). Así pues, las autoridades han cumplido en gran medida el objetivo de evitar que el repunte de los precios los desviara demasiado y durante demasiado tiempo del equilibrio. Aunque existen disparidades entre los distintos mercados, en general esperamos que a partir de ahora los precios aumenten en línea con la tendencia subyacente alcista.

Gráfico 26
Precios de la vivienda reales y de equilibrio



Nota: Promedio de precios inmobiliarios residenciales en 35 ciudades grandes y de tamaño medio de China.
Fuente: NBS, CEIC y BBVA Research

Retos políticos a medio plazo

El gobierno seguirá enfrentándose a retos a medio plazo para fomentar un mercado inmobiliario saludable. Aunque estimamos que los desajustes de precios son bastante modestos en este momento, de cara al futuro la asequibilidad será una cuestión social acuciante.

Además, para evitar las distorsiones y la especulación en el mercado inmobiliario, sería útil implantar unos incentivos financieros y unas políticas fiscales firmes, incluida la introducción del impuesto sobre la propiedad inmobiliaria a un nivel más amplio. Por otra parte, las reformas fiscales de los gobiernos locales ayudarían a eliminar los incentivos de los dirigentes de dichas administraciones para utilizar la venta del suelo como fuente principal de ingresos,

lo que inevitablemente impulsaría los precios del suelo y los precios de la vivienda. Un factor que se contabiliza adecuadamente en nuestra perspectiva a medio plazo es el posible impacto en el mercado del programa de inversión en vivienda social que han puesto en marcha las autoridades. El 12º plan quinquenal incorpora el ambicioso objetivo de construir 36 millones de unidades de vivienda, y ese gran incremento de la oferta podría afectar al mercado inmobiliario y a los precios de la vivienda.

5. Financiación de la vivienda y lecciones de la experiencia internacional

El acceso a la financiación puede ser un elemento importante para los gobiernos a la hora de garantizar la asequibilidad de la vivienda y el incremento de la vivienda en propiedad. A este respecto, las autoridades de países de todo el mundo han adoptado varios enfoques para alimentar el desarrollo de la financiación de la vivienda. En esta sección describimos el estado de la financiación de la vivienda en China y hacemos comparaciones con América Latina, cuyas economías comparten un nivel de desarrollo similar, con el objetivo de sacar posibles lecciones para las políticas de China.

La financiación de la vivienda en China está relativamente bien desarrollada

Los bancos comerciales de China dominan el mercado primario del crédito hipotecario. El Fondo de Previsión Inmobiliaria, establecido en 1990, también ofrece un importante apoyo a la financiación que representa aproximadamente el 10% de los créditos hipotecarios en curso. El plan de dicho fondo, similar al de Singapur, requiere la contribución de empleadores y empleados. Los primeros pueden utilizar sus aportaciones junto con los créditos para vivienda a tipos de interés preferentes al comprar, construir, renovar y reparar viviendas para habitación propia.

En general, los créditos hipotecarios de los bancos chinos ascendieron a 7,24 billones de yuanes a finales de 2011, lo que representa aproximadamente el 13% del total de los créditos bancarios y más del 15% del PIB (Gráfico 27). Esto se compara, respectivamente, con más del 35% y del 50% en los países de la OCDE, en torno al 15% en ambas ratios en la región del Pacífico y el Este Asiático, y alrededor del 20% y el 10% en América Latina. Por consiguiente, la financiación de la vivienda en China supera las ratios de otras regiones, y puede ser un factor que explica el elevado porcentaje de vivienda en propiedad, un 90% (Gráfico 28).

En comparación con los países de América Latina, con niveles de desarrollo similares, los créditos hipotecarios de los bancos chinos como porcentaje del PIB solo se quedaron por detrás de Chile y superaron los de otros países importantes de dicha región en 2011 (Gráfico 28), aunque el porcentaje con respecto al total de los préstamos bancarios es relativamente inferior al de los países de América Latina debido a que el crédito bancario total de China es mucho mayor.

Financiación de la vivienda en América Latina

Los países de América Latina han logrado tasas relativamente altas de vivienda en propiedad con mercados de crédito hipotecario no muy bien desarrollados. Lo han conseguido haciendo esfuerzos por aumentar la financiación de la vivienda a través de diversos métodos (véase más información en el Apéndice).

El primero de ellos es el establecimiento de instituciones gubernamentales o de programas para facilitar la financiación de la vivienda, para llenar la ausencia de los bancos en los mercados asociada con la inestabilidad macroeconómica, la inflación o los riesgos cambiarios. En algunos casos, estas instituciones se han convertido en los principales proveedores de financiación para la vivienda, como por ejemplo en México, donde dos instituciones públicas (INFONAVIT y FOVISSSTE) suman el 80% del total del crédito hipotecario.

En segundo lugar están las políticas para fomentar la financiación tanto en el lado de la oferta como en el de la demanda, lo que incluye subsidios a los tipos de interés, subvenciones, cupones en efectivo, desgravaciones fiscales para los compradores y constructores y garantías de crédito. En Colombia, por ejemplo, el gobierno ofreció subsidios a los tipos de interés de los créditos hipotecarios para viviendas nuevas en 2009 para contrarrestar los efectos de la crisis financiera mundial de 2008-09. Y en Chile, el gobierno ofrece subvenciones a las familias de renta baja y media, así como desgravaciones fiscales para estimular la construcción y la compra de viviendas nuevas.

En tercer lugar está su dependencia de varias fuentes de financiación para canalizar el crédito al sector de la vivienda. En México, a los empleadores se les exige por ley aportar un 5% de su carga salarial a INFONAVIT, que recauda las cuotas obligatorias de los empleadores, concede nuevos créditos hipotecarios y recauda los pagos de los empleados.

También se han establecido varios programas para las familias de renta baja. Volviendo a poner a México como ejemplo una vez más, el CONAVI y el FONHAPO son programas que proporcionan subsidios o subvenciones para la compra de vivienda o para hacer mejoras a los trabajadores de renta baja y a las familias, respectivamente. En Chile, el gobierno proporciona cupones a las familias de renta baja y media que pueden utilizarse como entrada inicial o incluso pueden cubrir el valor total de la vivienda.

Lecciones para China

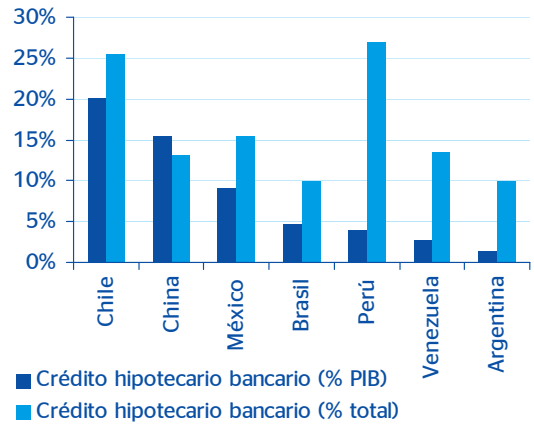
En los países de América Latina existe una fuerte tradición de tener la vivienda en propiedad, tradición que también comparte China, aunque la calidad de dicha vivienda es desigual. China ha creado un gran sistema bancario comercial que aventaja al de América Latina a la hora de proporcionar financiación para la vivienda. Dicho esto, China se enfrenta a una serie de retos en su mercado de la vivienda, incluida la tendencia de los precios a dispararse y las bajas tasas de asequibilidad.

Para abordar los problemas de asequibilidad, China podría aprender de la experiencia de América Latina, como ya observamos en el informe Situación Inmobiliaria del año pasado sobre el papel de la financiación y el uso del suelo en la provisión de vivienda social. También les convendría a las autoridades valorar el uso de las distintas fuentes de financiación, incluidos los presupuestos del gobierno y los planes de aportación de empleadores y empleados con vistas a ampliar las fuentes de financiación y lograr la eficiencia en los costes. De igual modo, puede haber formas de facilitar la financiación de la vivienda siguiendo las líneas de los países de América Latina, con el uso de subsidios, subvenciones, cupones y desgravaciones fiscales. Estas medidas deberían utilizarse de modo que se potenciaran al máximo los beneficios y se minimizaran a la vez las distorsiones.

En América Latina se han hecho esfuerzos para canalizar el crédito hipotecario hacia las familias de rentas bajas y medias. Esto podría ser relevante para China si se pretende asegurar la asequibilidad de la vivienda para los segmentos de rentas más bajas de la población, como complemento del programa de vivienda pública del gobierno.

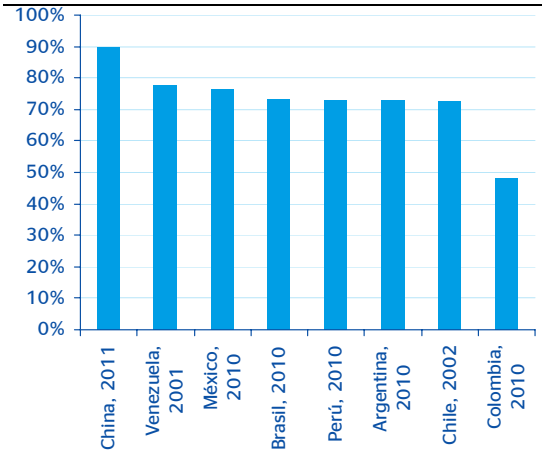
Por último, los planes de liberalización financiera de China para aliviar la represión financiera y estimular el desarrollo económico podrían mejorar la eficiencia y el volumen del crédito bancario al sector de la vivienda. El desarrollo de los mercados nacionales de capital también podría contribuir a ello. En todas estas áreas, China puede aprovechar la experiencia de América Latina (véase el Observatorio Bancario).

Gráfico 27
Créditos hipotecarios en relación con el tamaño de las economías de América Latina (2011)



Fuente: Datos de estadísticas de los bancos de varios países recogidos por BBVA Research

Gráfico 28
Vivienda en propiedad en los países de América Latina



Notas: Venezuela para 2011, Chile para 2002
Fuente: Datos de los censos de varios países recogidos por BBVA Research

6. Referencias

Ahuja, A., Cheung, L., Han, G., Porter, N. y Zhang, W. (2010). Are House Prices Rising Too Fast in China? Hong Kong Monetary Authority Working Papers (también clasificado como IMF Working Paper, Dic. 2010).

"Situación Inmobiliaria en China", BBVA Research, 2009, 2010, 2011.

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 Nº 198.

Himmelberg, Charles, Christopher Mayer y Todd Sinai, 2005, "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions", Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, Nº 4, pp. 67-92.

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, Nº 0815.

McCarthy, Jonathan y Richard W. Peach, 2004, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?", Federal Reserve Board of New York, Economic Policy Review.

Ozeki, Koyo, 2009, "The Chinese Real Estate Market", Asian Perspectives, PIMCO; and 2008, "Responding to the Financial Crisis", Japan Credit Perspectives, PIMCO.

Peng, W., Tam, D. C. y Yiu, M. S. (2008). Property market and the macroeconomy of mainland China: a cross region study. Pacific Economic Review, 13, 240-58.

UN-Habitat, 2005, "Financing Urban Shelter", UN-Habitat, Nairobi, Kenia.

White, Lawrence H., 2009, "Federal Reserve Policy and the Housing Bubble", Cato Journal, Vol. 29, Nº 1, pp 115-125.

Wu, J., Gyourko, J. y Deng, Y. (2011). Evaluating conditions in major Chinese housing markets. Regional Science and Urban Economics.

Yao, S., Luo, D. y Loh, L. (2011). On China's Monetary Policy and Asset Prices. Discussion Paper, 71.

7. Apéndice

Tabla 3
Política de ajuste fino de los gobiernos locales desde 2012

Fecha	Gobierno local		Política	Detalles
2012-Ene	Xiamen	Ciudad subprovincial	Ajuste de las normas para la vivienda privada ordinaria	La norma de vivienda ordinaria por unidad se cambia del tamaño del área (por debajo de 144 m² y 1,44 veces del precio medio de la vivienda) al precio por unidad únicamente (por debajo de 2,5 millones de RMB en la isla y de 1,8 millones de RMB fuera de la isla.)
			Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo se eleva de 0,6 millones a 0,8 millones de RMB.
Ene 2012	Zhongshan	Ciudad de nivel de prefectura	Elevación del techo del precio de la vivienda	El techo del precio de la vivienda se ha elevado de 5.800 RMB / m² a 6.590 / m².
Ene 2012	Chongqing	Municipio	Subida del umbral para los impuestos sobre la propiedad	El valor umbral del impuesto sobre la propiedad se ha elevado de 9.941 RMB / m² a 12.152 RMB / m² en el centro de la ciudad.
Feb 2012	Shenyang	Ciudad subprovincial	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,4 millones de RMB a 0,5 millones de RMB.
Feb 2012	Tianjin	Municipio	Ajuste de las normas para la vivienda privada ordinaria	El valor umbral por m² de la norma de vivienda ordinaria se eleva en más del 30% como promedio. (en un 35,2%, 33,6% y 33,5% para la zona central, cuatro distritos de alrededor y la Nueva Área de Binhái respectivamente)
Feb 2012	Wuhu ***	Ciudad de nivel de prefectura	Desgravación fiscal o subsidio	Se dispensa el impuesto sobre escrituras en las operaciones inmobiliarias. Se ofrece una subvención de compra de 50 RMB / m² - 150 RMB / m² a las viviendas de menos de 90 m². Se ofrece más subvención a los compradores de vivienda que cumplen con las calificaciones profesionales requeridas.
Feb 2012	Shanghái ***	Municipio	Flexibilización de las restricciones sobre la compra de vivienda	La restricción de las compras para segundas viviendas se flexibiliza para los que tienen permiso de residencia y han vivido en Shanghái más de tres años.
Mar 2012	Shanghái	Municipio	Ajuste de las normas para la vivienda privada ordinaria	El valor umbral de la vivienda ordinaria se elevó a 3,3 millones, 1,6 millones y 2,0 millones de RMB para aquellas ubicadas dentro del anillo interior, fuera del anillo exterior y entre ambos anillos, respectivamente.
Abr 2012	Binzhou	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas de crédito inmobiliario	El límite del crédito hipotecario se eleva de 0,25 millones a 0,3 millones de RMB y de 15 años a 20 años.
Abr 2012	Nanchang	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria y las normas del crédito hipotecario	El límite de préstamo del fondo se eleva en 0,1 millones de RMB. El límite del crédito hipotecario para cada pareja que cumple los requisitos se eleva en 0,1 millones de RMB en el centro y en 0,05 millones de RMB en las otras cinco zonas.
Abr 2012	Karamay	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite del crédito del fondo para cada individuo se eleva de 0,5 millones a 0,7 millones de RMB, y se flexibilizan las restricciones para la solicitud.
Abr 2012	Bengbu	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,3 millones a 0,35 millones de RMB para las viviendas nuevas en el centro y de 0,25 millones a 0,3 millones de RMB para las viviendas nuevas en el resto de las zonas o en las viviendas de segunda mano del centro.
Abr 2012	Pekín	Municipio	Desgravación fiscal o subsidio	Se dispensa el impuesto sobre las ventas durante cinco años o más para los propietarios individuales. Se dispensa el 50% del impuesto de escritura en la compra de primeras viviendas.

Continúa en la página siguiente

Tabla 3
Política de ajuste fino de los gobiernos locales desde 2012 (Cont.)

Fecha	Gobierno local		Política	Detalles
Abr 2012	Xinyang	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,16 millones a 0,26 millones de RMB. El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,28 millones a 0,38 millones de RMB.
Abr 2012	Hohhot	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,3 millones a 0,4 millones de RMB. El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,4 millones a 0,5 millones de RMB.
Abr 2012	Zhengzhou	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,3 millones a 0,35 millones de RMB. El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,4 millones a 0,45 millones de RMB.
Abr 2012	Zhengzhou	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,3 millones a 0,35 millones de RMB. El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,4 millones a 0,45 millones de RMB.
Abr 2012	Wuhan	Ciudad subprovincial	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite del crédito del fondo (0,6 millones de RMB) para cada pareja que cumple los requisitos con viviendas de menos de 90 m² también se aplica ahora a las personas individuales. La entrada que se requiere se ha reducido al 20%.
Mayo 2012	Chongqing	Municipio	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite del crédito del fondo se ha elevado de 0,2 millones a 0,4 millones de RMB para cada persona, y de 0,4 millones a 0,8 millones de RMB para cada familia.
Mayo 2012	Hunan	Provincia	Desgravación fiscal o subsidio	La entrada para la compra de primeras viviendas se ha reducido, con tipos de interés preferentes y desgravaciones fiscales.
Jun 2012	Shijiazhuang ***	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las restricciones sobre la compra de vivienda	La restricción de la compra de una tercera vivienda se flexibiliza para las familias con un tamaño medio de vivienda per cápita inferior a 30,6 m²
Jun 2012	Henan ***	Provincia	Flexibilización de las restricciones sobre la compra de vivienda	La definición de comprador de primera vivienda se amplia y se exige el requisito de que la familia no tenga una propiedad registrada, pero ya no se piden pruebas de no tener un crédito bancario. Se ofrecen tipos de interés preferentes (hasta un 30% de descuento de los tipos hipotecarios de referencia) a los compradores de primeras viviendas que cumplan los requisitos.
Jun 2012	Yangzhou	Ciudad de nivel de prefectura	Desgravación fiscal o subsidio	A los compradores de viviendas totalmente decoradas de un tamaño inferior a 144 m² se les ofrecen subsidios de hasta el 0,6% del precio de compra.
Jun 2012	Xi'an	Ciudad subprovincial	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,5 millones a 0,6 millones de RMB. Dicho límite podría aumentarse aún más, hasta 0,7 millones de RMB con una aprobación especial.
Jul 2012	Zhuhai ***	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las restricciones sobre la compra de vivienda	Se relajan la normativa que impone restricciones sobre la compra de vivienda y el techo del precio de la vivienda (11.285 RMB / m²) implementados desde noviembre de 2011
Ago 2012	Ningbo	Ciudad subprovincial	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite del crédito del fondo para cada familia que cumple los requisitos se eleva de 0,6 millones a 0,8 millones de RMB.

Continúa en la página siguiente

Tabla 3
Política de ajuste fino de los gobiernos locales desde 2012 (Cont.)

Fecha	Gobierno local		Política	Detalles
Ago 2012	Nanchong	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,18 millones a 0,28 millones de RMB. El límite del crédito del fondo para cada pareja que cumple los requisitos se eleva de 0,25 millones de RMB a 0,35 millones de RMB. El límite de los plazos del préstamo se amplía de 25 a 30 años. La entrada que se requiere se ha reducido del 30% al 20%.
Sep 2012	Chengdu	Ciudad subprovincial	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El préstamo del fondo comienza a cubrir la compra completa de viviendas, con un límite de 0,4 millones de RMB y 30 años. La entrada que se requiere no debe ser inferior al 30%.
Sep 2012	Guiyang	Ciudad de nivel de prefectura	Desgravación fiscal o subsidio	Se ofrece tratamiento de residente permanente a los compradores de primera vivienda no locales que adquieran propiedades residenciales o comerciales.
Oct 2012	Shanghái	Municipio	Flexibilización de las restricciones sobre la compra de viviendas económicas	Se flexibilizan las restricciones sobre las viviendas económicas de dos dormitorios para las familias compuestas por dos personas que cumplan los requisitos.
Oct 2012	Wuhan	Ciudad subprovincial	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para segundas viviendas se eleva de 0,4 millones a 0,6 millones de RMB. Los residentes locales que cumplan los requisitos pueden utilizar los préstamos del fondo para comprar viviendas en otras ciudades.
Nov 2012	Zhuzhou	Ciudad de nivel de prefectura	Flexibilización de las normas del Fondo de Previsión Inmobiliaria	El límite de préstamo del fondo para los individuos se eleva de 0,4 millones a 0,45 millones de RMB.

Fuentes: Informes periodísticos y BBVA Research
Nota: *** significa que al final la política de fino ajuste se ha retirado.

Datos de los precios de la vivienda en China

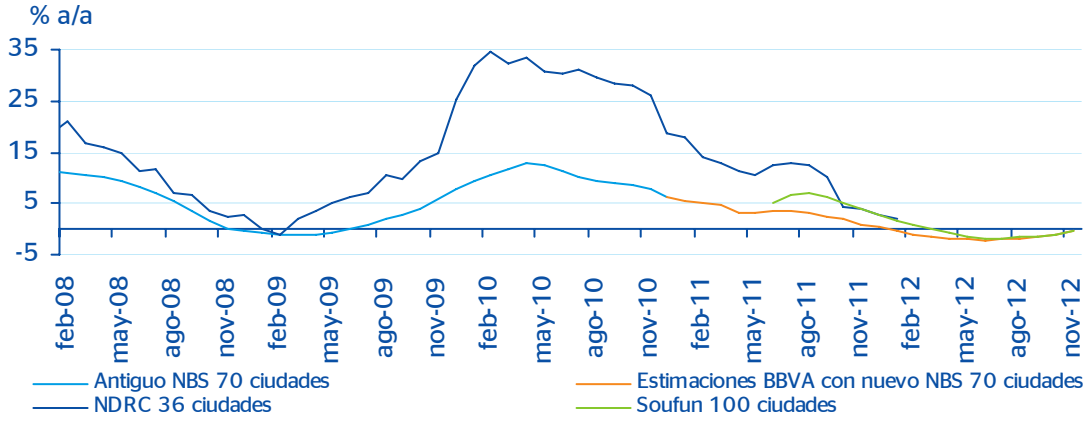
En China hay tres conjuntos principales de datos sobre los precios de la vivienda. El precio de la vivienda del NBS 70 ciudades es la estadística oficial, cuya metodología se ha reformado y mejorado desde enero de 2011. La nueva serie se considera más fiable en comparación con la anterior que finalizó en 2010. El precio de la vivienda del NDRC 36 ciudades es otra fuente oficial que ofrece un organismo gubernamental distinto. El precio de la vivienda de Soufun 100 ciudades lo proporciona la Academia de Índices de China, reconocida agencia privada de investigación inmobiliaria del país. A continuación se ofrecen más detalles sobre los distintos precios de la vivienda en China (Tabla 4). Como el NBS ya no ofrece datos de los precios a nivel nacional en la nueva serie 70 ciudades, calculamos la variación del crecimiento basándonos en los precios de la vivienda de cada ciudad individual (Gráfico 29). Aunque estos precios presentan normalmente diferencias de valor debido a que las fuentes de las muestras y la metodología de recopilación de datos son distintos, las tendencias de crecimiento general son similares, especialmente en fechas recientes.

Tabla 4
Distintos datos sobre los precios de la vivienda en China

	Series de tiempo	Fuente	Fecha de publicación	Métodos de recolección de muestras
Antiguo NBS 70 ciudades	07/2005 - 12/2010	National Bureau of Statistics	El 10º día del mes siguiente	Se recogen datos de los promotores y los vendedores a través de un estudio de muestreo.
Nuevo NBS 70 ciudades	01/2011– Presente	National Bureau of Statistics	El 18º día del mes siguiente	Se recogen datos sobre las ventas de vivienda nueva basados en los registros de operaciones de la red de departamentos de vivienda de cada ciudad.
NDRC 36 ciudades	01/2007 - 01/2012	Comisión Nacional de Desarrollo y Reformas (NDRC por sus siglas en inglés)		Los datos de los precios de las operaciones se recogen a través de un estudio de muestreo.
Soufun 100 ciudades	06/2010 - Presente	Academia de Índices de China	El 1º día del mes siguiente	Los datos proceden de las siguientes fuentes: encuesta de campo, promotores inmobiliarios, vendedores y agentes, divulgación de información gubernamental.

Fuentes: NBS, Informes de prensa y BBVA Research

Gráfico 29
Precios de la vivienda en China procedentes de fuentes distintas



Fuentes: CEIC, Wind y BBVA Research

Datos

A continuación hacemos un resumen de los datos utilizados en este informe. Todos los datos se expresan en términos de variaciones interanuales y han sido obtenidos de la base de datos de CEIC y recopilados por BBVA Research.

Tabla 5
Resumen de los datos

Variables	Muestra y frecuencia	Notas	Fuentes
Índice de precios de la vivienda agregados	Mensual, 07/2005 - 11/2012	Datos posteriores a 2011 recopilados a partir del índice de precios agregados	NBS, CEIC, y cálculos del BBVA
Índice de precios de la vivienda en ciudades	Trimestral, 01/1998 - 11/2012, 70 ciudades	Datos posteriores a 2011 recopilados a partir del índice de precios agregados	NBS, CEIC, y cálculos del BBVA
M2	Trimestral, 01/1998 - 11/2012		CEIC
Inflación	Trimestral, 01/1998 - 11/2012		CEIC
Renta per cápita	Anual, 1998-2011		CEIC
Tipo de interés para préstamos	Trimestral, 01/1998 - 11/2012	Tipo de interés para préstamos a cinco años	CEIC
Urbanización	Anual, 1998-2011	Población/área	CEIC

Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

En enero de 2011 el NBS dejó de publicar un índice de precios de la vivienda agregados a nivel nacional y por ciudades. Para que los datos sean coherentes con la serie histórica, hemos reconstruido un índice de precios agregados para 2011 y periodo posterior a partir de los índices de precios de la vivienda de nueva construcción y de segunda mano de cada ciudad (que sigue publicando el NBS). Las ponderaciones utilizadas para construir el índice de precios agregados se han calculado con los datos de los precios anteriores a 2010, regresando el índice de precios agregados sobre sus componentes.

Descripción del modelo empírico para calcular los precios de equilibrio

Para calcular los precios de equilibrio inmobiliario, hemos utilizado un marco de oferta y demanda de precios inmobiliarios básicos[6]. Tomando como referencia este marco, si el mercado inmobiliario se ajustara a las perturbaciones de forma inmediata, el modelo se acercaría al equilibrio:

$$p_{it}^{d*} = p_{it}^{s*} = p_{it}^{*} \qquad \text{(A2.1)}$$

Obsérvese que nuestros precios y determinantes anteriores corresponden al nivel de ciudad, donde el índice *i* indica ciudades. En la ecuación de la demanda a largo plazo, los determinantes incluyen los parques de vivienda (s), las rentas de los hogares per capita (y) actuales y previstas, el coste real de los usuarios de capital residencial (medido en términos de tasa 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:

$$p_{it}^{d*} = \alpha_1 s_{it} + \alpha_2 y_{it} + \alpha_3 y_{i,t+1} + \alpha_4 y_{i,t+2} + + \alpha_5 rr_t + \alpha_6 dens_{it} + \alpha_t \qquad \text{(A2.2)}$$

Los coeficientes de renta y densidad demográfica deberían ser positivos (α_2, α_3, α_4, α_6>0), mientras que se espera que el parque de vivienda y el coste de los usuarios sean negativos (α_1, α_5<0). Aquí el efecto fijo del tiempo específico α_t controla el impacto habitual de las fluctuaciones macroeconómicas, como los cambios de la oferta monetaria, sobre los precios de la vivienda en las distintas ciudades.

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.

$$p_{it}^{s*} = \alpha_5 \left(i/s\right)_t + \alpha_6 c_t \qquad \text{(A2.3)}$$

6: Véase McCarthy and 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.

donde i/s es el índice de inversión; i, la inversión residencial real, que queda representada por la inversión en activos fijos (IAF) para el ajuste de los bienes inmuebles mediante el deflactor del IAF, 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 (α_5>0). Se espera que los precios inmobiliarios respondan de forma positiva al coste de la construcción (α_6>0).

En la práctica, combinamos las ecuaciones (A2.2) y (A2.3) para calcular su versión reducida utilizando el estimador del panel de datos en Eviews. La desviación entre los precios reales y los precios previstos por el modelo nos dará una indicación del desajuste de los precios de la vivienda.

Además del modelo anterior basado en los fundamentos, también hemos hecho una estimación utilizando un modelo de series de tiempo sobre las tasas de crecimiento del índice nacional de precios agregados.

$$\Delta p_t = \beta_1 \Delta M_t + \beta_2 \Delta Inf_t + \beta_3 \Delta i_t + \beta_4 \Delta Y_t + \varepsilon_t \qquad \text{(A2.4)}$$

En este modelo la variación interanual del índice nacional de precios mensual (*p*) muestra la influencia de los cambios de la oferta monetaria (M), la inflación (Inf), los tipos de interés (*i*) y el resultado económico (*Y*). La incorporación explícita de las condiciones monetarias y macroeconómicas nos permite investigar las fuerzas que hay detrás de las fluctuaciones y los desajustes de los precios de la vivienda. Utilizando el paquete estándar en Eviews, confirmamos que el crecimiento interanual de los precios es un proceso I(1) y calculamos el modelo dentro de un marco de cointegración estándar. Una vez calculado el modelo, utilizamos el crecimiento de los precios previsto para compararlo con el crecimiento real de los precios. También hacemos una previsión del crecimiento de los precios hasta 2015.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, 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 emisión 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 que debe adoptar 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. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, 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 u otra entidad del Grupo BBVA 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 del Grupo BBVA 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 será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

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 no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

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

Economista Jefe de Economías Emergentes del Grupo
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

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

Fielding Chen
Fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

George Xu
George.xu@bbva.com.hk

Con las aportaciones de
China CITIC Bank
Yifeng Tu
tuyifeng@citicbank.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Mercados Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de economías emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación de América Latina
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

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

Análisis macroeconómico México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Regulaciones sobre el sistema financiero:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y política pública
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Julian Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Estrategia de Cliente y de Mercado:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Renta Variable Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de interés, FX
y materias primas globales
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Datos de contacto

BBVA Research
10/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

Los informes de BBVA Research están disponibles en inglés, español y chino