

# Situación Inmobiliaria

# China

Servicio de Estudios Económicos

Mayo 2009



**El mercado inmobiliario en China tiene un excelente potencial para la inversión a largo plazo. A corto plazo, sin embargo, se producirán ajustes por el actual exceso de oferta y la fuerte recesión global. Estimamos que los precios podrían llegar a bajar hasta un 20% en algunas de las ciudades más importantes.**

# Contents

Fecha de cierre: 30 de abril de 2009

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Índice resumido</b>   | <b>2</b>  |
| <b>1. Introducción y Resumen</b>   | <b>3</b>  |
| <b>2. El mercado de la propiedad residencial de China: Últimos acontecimientos y algunas características</b> | <b>4</b>  |
| <b>3. ¿Cuán sobrevaloradas están algunas áreas metropolitanas?</b>   | <b>16</b> |
| <b>4. La perspectiva para el mercado inmobiliario chino</b>  | <b>22</b> |
| <b>Apéndice</b>  | <b>30</b> |
| <b><i>Recuadro</i></b>   |           |
| 1) Financiación de la vivienda   | 11        |
| 2) Fondo de previsión inmobiliaria   | 13        |
| 3) Los REIT en China   | 27        |

## **Coordinación de la publicación:**

### **BBVA**

Alicia García-Herrero [alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)  
Economista Jefe Mercados Emergentes

## **Esta publicación ha sido elaborada por:**

### **BBVA**

Li-Gang Liu [lliu@bbva.com.hk](mailto:lliu@bbva.com.hk)  
Economista Jefe Greater China

Andrew Tsang [andrew.tsang@bbva.com.hk](mailto:andrew.tsang@bbva.com.hk)  
Economista principal

Yuande Zhu [yzhu@bbvashanghai.com](mailto:yzhu@bbvashanghai.com)  
Economista senior

### **China CITIC Bank**

Shulin Li [lishulin@citicbank.com](mailto:lishulin@citicbank.com)

Chonglan Zhong [lishulin@citicbank.com](mailto:lishulin@citicbank.com)

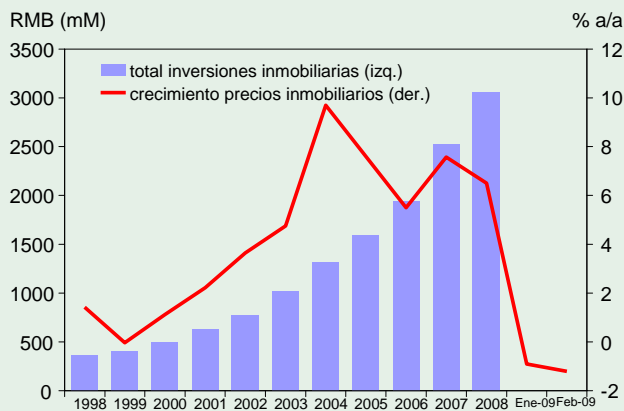
## Resumen Ejecutivo

- El mercado de la propiedad residencial de China tiene un gran potencial de inversión a largo plazo, respaldado por un rápido crecimiento de la renta, una acelerada urbanización y una rápida depreciación del parque de vivienda.
- No obstante, los ajustes a largo plazo son inevitables dada la fuerte desaceleración económica y el actual exceso de oferta de viviendas residenciales de clase superior. Pese a que la situación varía en gran medida entre las distintas provincias y regiones, a corto plazo pueden producirse ajustes a la baja en los precios de hasta un 20% en las principales ciudades.
- Nuestras medidas de valoración inmobiliaria, estimadas tomando como base las condiciones de la oferta y la demanda de las principales ciudades chinas, sugieren que los precios de las viviendas en Pekín, Shanghai y Shenzhen están actualmente sobrevalorados en torno al 16%, 18% y 20% respecto a sus correspondientes precios de equilibrio. No obstante, los actuales precios inmobiliarios residenciales en Guangzhou parecen tener un precio razonable cuando se comparan con nuestra medida del precio de equilibrio. También observamos cierta sobrevaloración en ciudades de segunda línea como Chongqing y Tianjin en torno al 20%-25%.
- Si bien observamos ciertos ajustes a la baja adicionales en los precios inmobiliarios residenciales, consideramos que la probabilidad de que el mercado inmobiliario de China experimente un intenso descenso adicional en los precios es muy baja. Esto se debe a que la demanda urbana de China de viviendas seguirá siendo flexible dado su alta tasa de ahorro, las buenas perspectivas de crecimiento, el entorno de bajos tipos de interés y las políticas proactivas del gobierno. Mientras los precios inmobiliarios sean lo suficientemente flexibles y puedan ajustarse a las condiciones económicas, es probable que la demanda reaccione en consecuencia. De hecho, el reciente repunte en los volúmenes de transacción en toda el país después de ciertos descensos en los precios ejemplifica esta cuestión.
- Dado que el mercado inmobiliario residencial ha sido una importante fuente de ingresos fiscales de los gobiernos locales, se necesita una cuidadosa formulación de políticas gubernamentales para aliviar el efecto del ajuste a corto plazo en el mercado inmobiliario residencial. A continuación se describen algunas de nuestras propuestas:
  - Las iniciativas políticas locales con el fin de reformar el sistema censal para ampliar la población urbana en sus regiones contribuirán a estimular la demanda de viviendas, aliviando así, potencialmente, la caída de los precios inmobiliarios residenciales.
  - La construcción de más viviendas de alquiler asequibles y su facilitación por parte de los gobiernos regionales para familias con pocos ingresos y para trabajadores extranjeros podría estimular la inversión en el sector inmobiliario y, por tanto, la economía local. Sin embargo, si el gobierno proporciona más viviendas asequibles para personas con ingresos bajos y medios sin una valoración rigurosa de los ingresos podrían crearse los incentivos incorrectos, lo que arrastraría adicionalmente a la baja los precios inmobiliarios y lo que tendría como resultado un valor líquido negativo para los propietarios existentes.
  - Los programas acelerados de renovación urbana ayudarán a crear demanda a través de una rápida depreciación de parques de vivienda antiguos cuya calidad ya está necesitada de una mejora.
  - La continua adopción de nuevos instrumentos financieros hipotecarios, tales como los bonos cubiertos, hará que la financiación de la vivienda sea menos cara y contribuirá a reducir la concentración de riesgo en bancos comerciales. A su vez, nuevos instrumentos de financiación como los REIT también podrían ser un medio útil para que los promotores inmobiliarios amplíen su canal de obtención de fondos, reduzcan el apalancamiento y compartan riesgos entre un amplio espectro de inversores.

## 1. Introducción y resumen

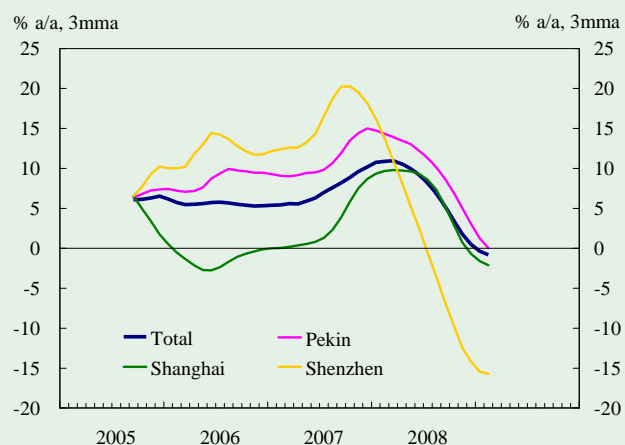
Después de un periodo alcista en los precios inmobiliarios residenciales, el mercado inmobiliario de China comenzó a enfriarse a mediados de 2008, principalmente a causa de la política monetaria restrictiva y otras medidas administrativas que se implementaron a finales de 2007 en un intento por frenar la inversión inmobiliaria y el rápido aumento de los precios de las viviendas. En efecto, la crisis financiera mundial surgida después del colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 ha cambiado rápidamente las perspectivas del mercado inmobiliario residencial en China. El precio de la vivienda en toda el país experimentó un descenso por primera vez en una década desde diciembre de 2008 en adelante (gráfico 1). En algunas ciudades grandes, la caída de precios ha sido muy significativa. Por ejemplo, Shenzhen, una ciudad con una alta dependencia de las exportaciones ha visto como sus precios de la vivienda mensuales caían más del 15% durante los últimos meses (gráfico 2). Aunque de forma moderada, Pekín y Shanghai también han comenzado a experimentar caídas en sus precios de la vivienda.

**Gráfico 1: Precios e inversiones inmobiliarias**



Fuentes: CEIC y estimaciones del BBVA.

**Gráfico 2: Precios inmobiliarios nacionales y de las principales ciudades**



Fuentes: CEIC y estimaciones del BBVA.

Si bien no cabe duda de que el mercado inmobiliario residencial de China tiene un brillante potencial de inversión a largo plazo, respaldado por perspectivas de crecimiento a largo plazo, una rápida urbanización y altas densidades de población urbana, ¿cómo evolucionará el mercado inmobiliario residencial de China en la actual crisis financiera mundial? De forma particular, ¿experimentará el mercado inmobiliario residencial un aterrizaje brusco ("hard landing")? ¿Cuántos más ajustes a la baja se esperan? ¿Existen diferencias en términos de ajustes entre las ciudades principales de China como Pekín, Shanghai, Shenzhen y Guangzhou?

Este primer Boletín Observatorio del Mercado Inmobiliario de China de BBVA pretende contestar a estas preguntas de forma global. Si bien observamos ciertos ajustes a la baja adicionales en los precios inmobiliarios residenciales, consideramos que la probabilidad de que el mercado inmobiliario de China experimente un aterrizaje brusco es muy baja. Ello se debe a que la demanda urbana de China de vivienda sigue siendo sólida gracias a la alta tasa de ahorro de China, las buenas perspectivas de crecimiento a causa del paquete de estímulos fiscales, el entorno de bajos tipos de interés y las políticas proactivas del gobierno central y los gobiernos locales para estimular el sector inmobiliario. Mientras los precios inmobiliarios sean lo suficientemente flexibles y puedan ajustarse a las condiciones económicas,

creemos que es probable que la demanda reaccione rápidamente. En efecto, el reciente repunte en los volúmenes de transacciones en toda el país después de caídas en los precios ejemplifica esta cuestión.

No obstante, son inevitables ciertos ajustes a corto plazo en una desaceleración económica, ya que existe exceso de oferta estructural a corto plazo en el mercado inmobiliario residencial de clase superior y se prevé que la economía crezca en línea con o por debajo de su potencial a medio plazo. En consecuencia, a corto plazo puede que se produzcan ajustes a la baja adicionales en los precios de hasta un 20% en algunas ciudades principales.

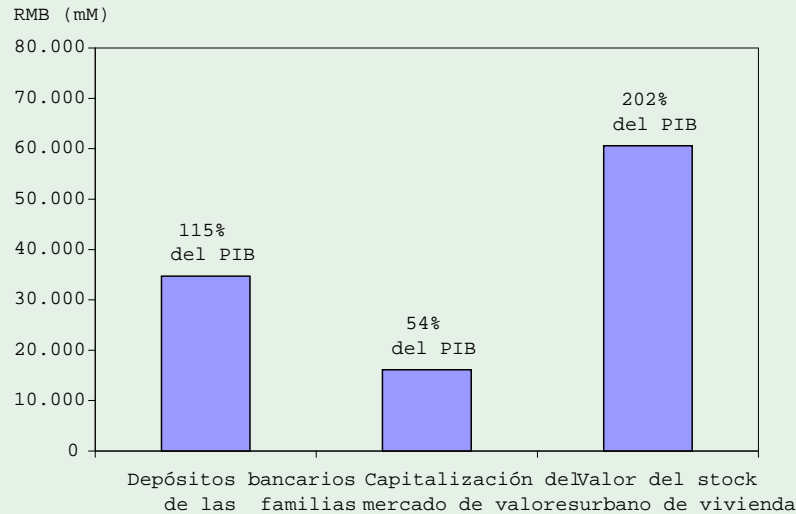
Nuestras medidas de valoración inmobiliaria, estimadas tomando como base las condiciones de la oferta y la demanda de ciudades individuales, sugieren que los precios actuales de las viviendas en Pekín, Shanghai y Shenzhen están sobrevalorados en torno al 16%, 18% y 20% respecto a sus correspondientes valores de equilibrio. Con todo, los actuales precios inmobiliarios residenciales en Guangzhou parecen ser razonables según nuestra medida de valoración. También observamos cierta sobrevaloración de precios en algunas ciudades de segunda línea como Chongqing and Tianjin del orden del 20% al 25% respectivamente, conforme a nuestras medidas de valoración de equilibrio.

El resto del informe prosigue como se indica a continuación: la sección 2 ofrece una perspectiva general del mercado inmobiliario de China. La sección 3 utiliza un marco de oferta y demanda para estimar donde existe sobrevaloración o infravaloración en algunas ciudades chinas principales empleando una base de datos trimestral recientemente creada. La sección 4 examina el efecto de los ciclos inmobiliarios sobre las actividades macroeconómicas desde la experiencia internacional y extrae algunas lecciones de la política para China.

## **2. El mercado de la propiedad residencial de China: Últimos acontecimientos y algunas características**

Aunque China permitió la propiedad inmobiliaria privada desde principios de la década de los 80, poco después de la apertura y la reforma económica de 1978, la propiedad inmobiliaria privada generalizada no se produjo hasta 1998 cuando el Consejo de Estado decidió eliminar progresivamente el antiguo sistema de distribución de viviendas después de que se realizasen experimentos en ciertas ciudades y provincias costeras. De este modo, la vivienda residencial privada tiene una breve historia en la China posterior a la reforma.

Pese a un arranque lento, este mercado se ha desarrollado con gran rapidez durante la pasada década y se ha convertido desde entonces en una importante clase de activo para la asignación de cartera de los residentes chinos. Estimamos que los activos inmobiliarios urbanos de toda el país rondan los 60 billones de RMB, superando ya en gran medida tanto el volumen de depósitos bancarios de China como el tamaño de los mercados de acciones (gráfico 3). Por tanto, la salud del sector inmobiliario tendrá un efecto sustancial sobre la actividad real y también sobre la salud del sistema bancario de China.

**Gráfico 3: Valor de los activos**

Fuentes: CEIC y estimaciones del BBVA.

### **Ciclos del mercado inmobiliario en toda el país:**

En los primeros cinco años (1998-2003) desde que la propiedad inmobiliaria privada pasó a ser relevante sólo se registraron aumentos moderados en los precios inmobiliarios en el país, algo coherente con un entorno macroeconómico en el que la inflación era baja o incluso negativa y en el que la economía todavía se estaba recuperando del efecto de la crisis financiera asiática.

Los precios inmobiliarios de China no experimentaron realmente un gran aumento hasta 2003 cuando la economía atravesó un breve episodio de sobrecalentamiento económico. Los precios inmobiliarios comenzaron a aumentar a un ritmo sin precedentes (a saber: a una media del 7,4% por año) hasta 2005. Las medidas macroeconómicas de restricción implementadas parecían haber funcionado para amortiguar el rápido aumento de los precios de la vivienda.

No obstante, las subidas comenzaron nuevamente en 2007, posiblemente impulsadas por los crecientes flujos de entrada de capital y la más rápida apreciación del tipo de cambio del RMB. Este ciclo tocó techo a mediados de 2008. Los precios inmobiliarios nacionales se han desacelerado rápidamente desde entonces y comenzaron a descender a finales de 2008.

### **Ciclos inmobiliarios en las principales ciudades:**

**Pekín:** Los precios inmobiliarios residenciales no despegaron hasta 2003. Desde entonces crecieron de media al 7,6% hasta 2007. Los precios inmobiliarios comenzaron a enfriarse desde principios de 2008, después de un fuerte aumento del 11% en 2007 (gráfico 4a). El pico del precio de la vivienda de Pekín también coincidió con el pico de su ciclo de inversión inmobiliaria.

**Shanghai:** Sus precios de la vivienda comenzaron a crecer en 2001 y tocaron techo en 2003 después de registrar un crecimiento interanual superior al 20%. El crecimiento en los precios inmobiliarios, de media, cayó pronto con intensidad e incluso descendió un 2-3% en 2006. El precio repuntó ligeramente en 2007 y 2008 antes de volver a descender a principios de 2009 (gráfico 4b).

**Shenzhen:** Afectados por la crisis financiera asiática en 1997-98, los precios de la vivienda de Shenzhen se estancaron durante el periodo comprendido de 1998 a 2002. Después de 2003, los precios de la vivienda crecieron con intensidad y tocaron techo en 2006 y 2007 con un crecimiento interanual superior al 17%. Los precios inmobiliarios residenciales han caído con fuerza desde

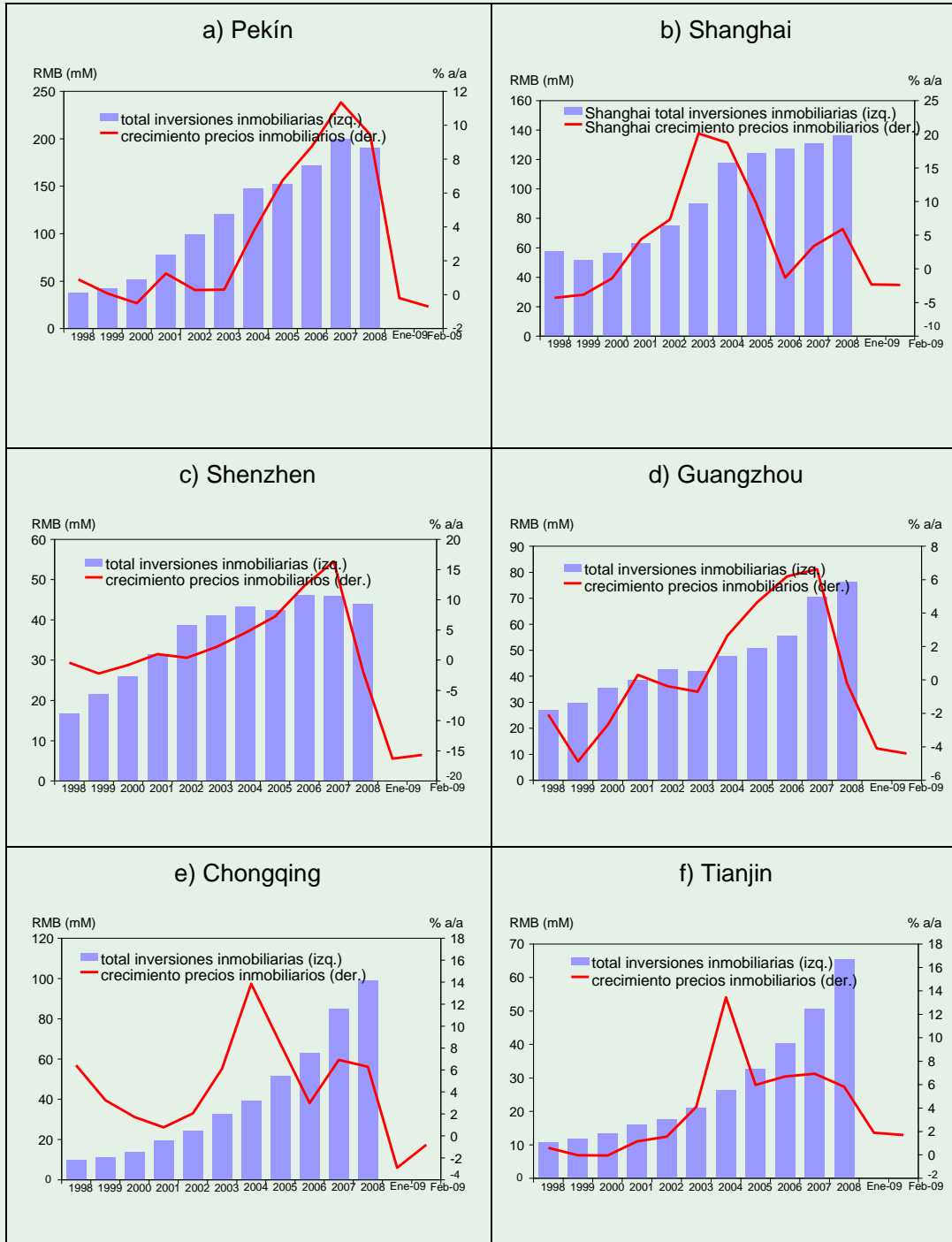
entonces. Las caídas de los precios en Shenzhen han sido las más pronunciadas con diferencia entre las principales ciudades de China, con un gran crecimiento interanual negativo del 15,7% en febrero de 2009 (gráfico 4c).

*Guangzhou:* Afectada gravemente por la crisis financiera asiática, los precios inmobiliarios de Guangzhou cayeron durante el periodo comprendido de 1998 a 2003. El descenso en los precios inmobiliarios residenciales de 1999 fue el más intenso, con un 5% negativo. La ciudad experimentó una recuperación moderada de los precios de la vivienda entre 2004 y 2007. Sin embargo, el repunte durante el periodo no fue muy alto. Por ejemplo, el mayor incremento estuvo próximo al 7% en 2007. Los precios volvieron a descender nuevamente en 2009 más del 5% a principios de 2009.

*Tianjin:* Los precios de la vivienda en Tianjin se estancaron durante el periodo comprendido de 1998 a 2002. Despegaron con intensidad en 2003 y tocaron techo en 2004 con una tasa de crecimiento interanual superior al 13%, impulsados por las intenciones del gobierno central de mejorar el estatus de Tianjin como centro de alta tecnología y financiero para el Noreste de China. El rápido crecimiento de los precios de la vivienda se detuvo en 2005 y desde entonces se ha mantenido a una tasa interanual inferior al 6% hasta una intensa caída hasta un 2% negativo en 2009. Pese a las moderaciones de los precios, la inversión inmobiliaria siguió creciendo a un ritmo intenso. En efecto, el factor de la oferta, especialmente después del establecimiento de una nueva zona económica especial en Tianjin en 2005 seguirá afectando a los precios inmobiliarios de Tianjin.

*Chongqing:* Los precios inmobiliarios residenciales de Chongqing parecen haber experimentado un ciclo expansivo después de su nombramiento como la cuarta Municipalidad (un estatus similar al de una provincia) en China en 1997. Este ciclo tocó fondo en 2001; poco después comenzó otro ciclo que tocó techo en 2004 y cuya tasa de crecimiento interanual fue del 14%. Aunque el crecimiento de los precios inmobiliarios repuntó después de 2006, cayó con intensidad después de 2008 hasta un 2% negativo de media a principios de 2009. Chongqing es otra ciudad en la que la inversión inmobiliaria ha experimentado un rápido aumento después de 2005.

**Gráfico 4: Inversión inmobiliaria en las ciudades y precios de la propiedad**



Fuentes: previsiones de CEIC y BBVA.

**Financiación hipotecaria y tipos de interés:**

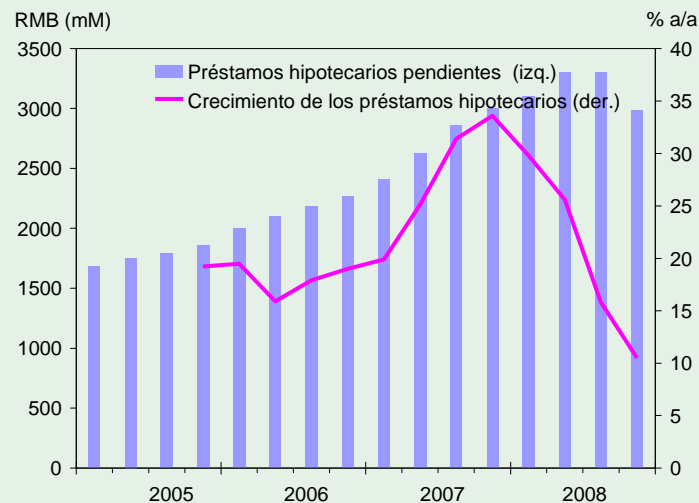
La financiación hipotecaria también tiene una breve historia en China. No existía hasta 1999. Las hipotecas existentes en China, pese a crecer rápidamente, siguen representando una baja proporción de los préstamos bancarios, que se sitúa en el 10% a finales de 2008 (gráfico 5). Hasta el presente, la mayoría de los préstamos hipotecarios se encuentran principalmente en el balance de



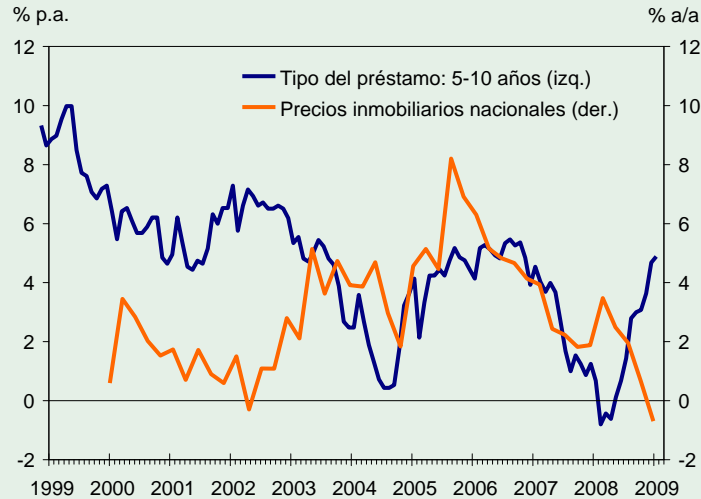
los bancos y existe poca titulación de hipotecas bancarias. Pese a que el modo actual de desarrollo parece ser adecuado para satisfacer la demanda de financiaciones hipotecarias, también corre el riesgo de asimetría potencial respecto a los vencimientos para el sistema bancario, ya que la estructura de plazos de los depósitos bancarios es normalmente más corta que la de los préstamos hipotecarios. A su vez, el sistema bancario soporta el riesgo principal cuando los mercados inmobiliarios experimentan ciclos de contracción. También deberían desarrollarse métodos alternativos de financiación hipotecaria, tales como los bonos cubiertos y los títulos con garantía hipotecaria. La actual crisis financiera mundial que tuvo su origen en la crisis hipotecaria subprime en EE.UU. demuestra que el enfoque de bonos cubiertos podría ser más apropiado para China, debido sobre todo a que la estructura de los bonos cubiertos es simple y que la identificación del portador definitivo del riesgo es sencilla. Los últimos desarrollos también ponen de manifiesto que los bonos cubiertos no parecen ser altamente sensibles a las variaciones en el precio del activo subyacente, en este caso, los precios de las viviendas (véase en el recuadro 1 comentarios sobre los méritos de las distintas formas de financiación hipotecaria en economías desarrolladas).

Los tipos hipotecarios reales tuvieron una relación prácticamente negativa con los precios inmobiliarios reales hasta 2003. Esta relación parecía haber cambiado durante el periodo comprendido de 2004 a 2008, donde existe un movimiento sincronizado entre el tipo de interés real y los precios inmobiliarios. Esto sugiere que algunos otros factores como la expectativa de rápida apreciación en las propiedades residenciales y las condiciones favorables del crédito también impulsaron el rápido aumento de los precios de las viviendas durante este periodo. La relación negativa volvió después de 2008.

**Gráfico 5: Préstamos hipotecarios pendientes**



Fuente: Wind.

**Gráfico 6: Tipos de intereses reales y precios inmobiliarios**

Fuentes: previsiones de CEIC y BBVA.

### Asequibilidad:

En un nivel nacional, el crecimiento del PIB per cápita chino es el doble de rápido que el crecimiento inmobiliario. Entretanto, la vivienda parece ser bastante asequible según la relación precio/renta disponible, incluso según estándares internacionales. Sin embargo, en determinadas ciudades, esta relación ha superado en gran medida algunos umbrales internacionalmente reconocidos, especialmente en Pekín, Shanghai, Guangzhou y Shenzhen. La tasa de asequibilidad podría mejorar ligeramente si incluimos las contribuciones realizadas por el Fondo de previsión inmobiliaria según lo indicado en el recuadro 2. No obstante, la relación todavía parecería insostenible en estas cuatro ciudades.

**Tabla 1: Asequibilidad; comparaciones en China**

|                 | PIB per cápita<br>(% a/a) | Precios<br>Inmobiliarios<br>(% a/a) | Precios inmobiliarios<br>según renta per cápita<br>(%) <sup>1/</sup> |
|-----------------|---------------------------|-------------------------------------|--|
|                 | (2002-2007)               | (2002-2007)                         | (2007)   |
| <b>Nacional</b> | <b>14,0</b>               | <b>6,5</b>                          | <b>7,6</b>   |
| Pekín*          | 12,9                      | 5,8                                 | 14,2   |
| Shanghai        | 12,8                      | 9,1                                 | 9,6  |
| Chongqing       | 15,4                      | 6,7                                 | 5,8  |
| Chengdu         | 12,7                      | 5,4                                 | 7,8  |
| Tianjin         | 15,8                      | 6,4                                 | 4,0  |
| Wuhan           | 13,5                      | 4,9                                 | 8,8  |
| Qingdao         | 18,0                      | 9,6                                 | 7,9  |
| Guangzhou       | 8,3                       | 2,7                                 | 10,4   |
| Shenzhen        | 15,2                      | 5,9                                 | 11,3   |
| Nanning         | 7,9                       | 5,0                                 | 7,1  |

Fuentes: CEIC, Wind y estimaciones BBVA

Notas: \* El crecimiento del PIB per cápita para Pekín es la media simple de 2002 -2008.

1/ El espacio en suelo per cápita ocupa aprox. 27 metros cuadrados.

**Rendimientos del alquiler:**

Los rendimientos del alquiler en las principales ciudades son bastante similares, especialmente para inversiones en apartamentos pequeños. En comparación internacional, los rendimientos del alquiler brutos de China son superiores a los de Hong Kong, Singapur y Taiwán, pero muy inferiores a los de algunas economías en desarrollo de la región ASEAN.

**Tabla 2: Renta en algunas ciudades principales**

|                               |                     | Precio (USD) |               | Rendimiento (% p.a.) | Precio por metro cuadrado (USD) |               |
|-------------------------------|---------------------|--------------|---------------|----------------------|---------------------------------|---------------|
|                               |                     | Valor total  | Renta mensual |                      | Valor                           | Renta mensual |
| <b>Pekín</b> <sup>1</sup>     | <i>Apartamentos</i> |              |               |                      |                                 |               |
|                               | 60 m2               | 114.180      | 539           | 5,67                 | 1.903                           | 8,98          |
|                               | 120 m2              | 261.960      | 1.122         | 5,14                 | 2.183                           | 9,35          |
|                               | 200 m2              | 465.800      | 2.206         | 5,68                 | 2.329                           | 11,03         |
| <b>Shanghai</b> <sup>2</sup>  | <i>Apartamentos</i> |              |               |                      |                                 |               |
|                               | 60 m2               | 116.040      | 533           | 5,51                 | 1.934                           | 8,88          |
|                               | 120 m2              | 323.640      | 1.176         | 4,36                 | 2.697                           | 9,80          |
|                               | 200 m2              | 600.200      | 2.468         | 4,93                 | 3.001                           | 12,34         |
| <b>Guangzhou</b> <sup>3</sup> | <i>Apartamentos</i> |              |               |                      |                                 |               |
|                               | 60 m2               | 67.440       | 305           | 5,43                 | 1.124                           | 5,08          |
|                               | 120 m2              | 169.200      | 734           | 5,21                 | 1.410                           | 6,12          |
|                               | 180 m2              | 345.960      | 1.298         | 4,50                 | 1.922                           | 7,21          |
| <b>Shenzhen</b> <sup>4</sup>  | <i>Apartamentos</i> |              |               |                      |                                 |               |
|                               | 45 m2               | 66.150       | 314           | 5,70                 | 1.470                           | 6,98          |
|                               | 75 m2               | 106.500      | 406           | 4,57                 | 1.420                           | 5,41          |
|                               | 105 m2              | 123.165      | 457           | 4,45                 | 1.173                           | 4,35          |
|                               | <i>Chalets</i>      |              |               |                      |                                 |               |
|                               | 120 m2              | 244.920      | 992           | 4,86                 | 2.041                           | 8,27          |
|                               | 185 m2              | 573.315      | 1.650         | 3,45                 | 3.099                           | 8,92          |
|                               | 255 m2              | 1.367.310    | 2.978         | 2,61                 | 5.362                           | 11,68         |
|                               | 325 m2              | 2.017.925    | 3.926         | 2,33                 | 6.209                           | 12,08         |
|                               | 450 m2              | 3.460.500    | 6.336         | 2,20                 | 7.690                           | 14,08         |
| <b>Chengdu</b> <sup>5</sup>   | <i>Apartamentos</i> |              |               |                      |                                 |               |
|                               | 60 m2               | 57.000       | 203           | 4,28                 | 950                             | 3,38          |
|                               | 120 m2              | 110.760      | 395           | 4,28                 | 923                             | 3,29          |
|                               | 180 m2              | 173.160      | 682           | 4,73                 | 962                             | 3,79          |

Fuente: Global Property Guide

1. Distritos incluidos: Chaoyang; Dongcheng; área CBD

2. Distritos incluidos: Jingan; Xuhui; Changning; Pudong

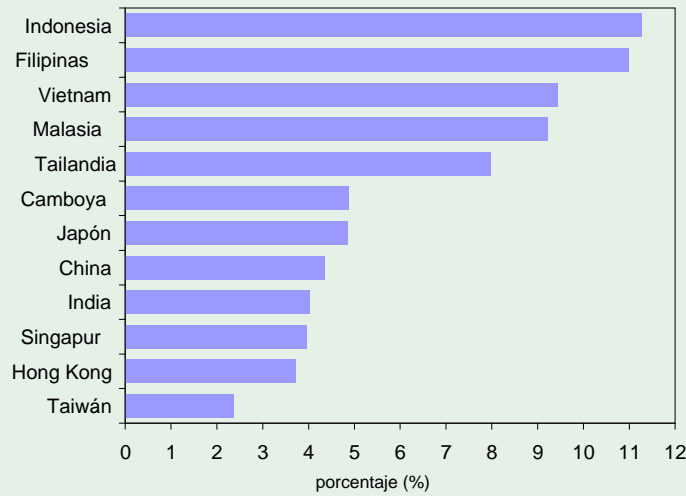
3. Distritos incluidos: Haizhu; Huangpu; Tianhe; Zengcheng

4. Distritos incluidos: Nanshan; Futian

5. Distritos incluidos: Wuhou; Jinjiang; Jinniu; Qingyang

Datos desde el 19 de feb. de 2009

**Gráfico 7: Rendimientos de renta bruta**

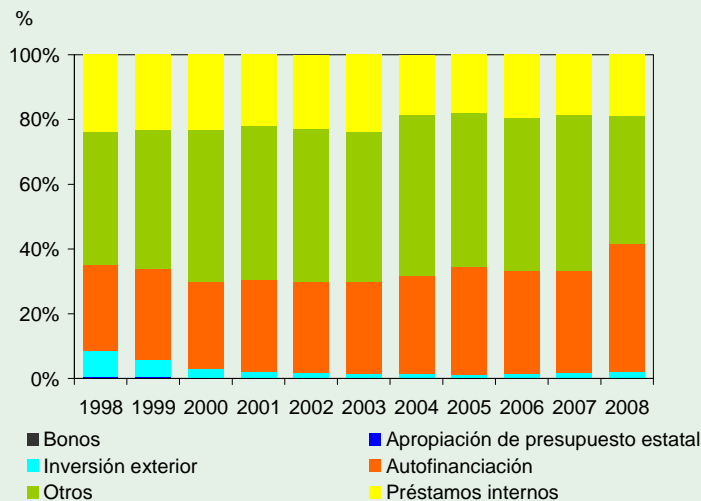


Fuente: Global Property Guide.

**Fuentes de financiación de proyectos inmobiliarios:**

Los proyectos inmobiliarios son financiados principalmente mediante ingresos propios y préstamos bancarios, aunque las fuentes no identificadas también son importantes. En esta categoría, podría ser de cotización pública de empresas inmobiliarias o participación de capital propio en proyectos de desarrollo inmobiliario. La participación extranjera solía ocupar más del 5% de las fuentes de financiación en 1998 y ha descendido desde entonces por debajo del 2%. La financiación mediante bonos es prácticamente inexistente, como lo son los REIT.

**Gráfico 8: Fuentes de financiación para el desarrollo inmobiliario**



Fuentes: previsiones de Wind y BBVA.

### Recuadro 1: Bonos cubiertos frente a títulos con garantía hipotecaria: Experiencias de Europa y EE.UU.

Existen básicamente tres métodos de financiación disponibles para financiar hipotecas residenciales. El método más simple es que los bancos financien préstamos hipotecarios utilizando sus depósitos minoristas. Si bien este método es una forma simple de iniciar la financiación hipotecaria para los bancos, también corre el riesgo de asimetría respecto a los vencimientos, ya que la estructura de plazos de los depósitos bancarios es normalmente más corta que la de los préstamos hipotecarios. A su vez, el sistema bancario soporta el riesgo principal cuando los mercados inmobiliarios experimentan ciclos de contracción. En esta coyuntura, las hipotecas residenciales chinas se financian principalmente mediante este método.

El segundo método de financiar hipotecas es a través de bonos cubiertos o bonos hipotecarios emitidos por un banco y garantizados por su cartera hipotecaria. El tercer método de financiación hipotecaria es a través de la titulación. En este caso, los préstamos se empaquetan y se venden como títulos en los mercados secundarios en forma de títulos con garantía hipotecaria ("mortgage-backed securities", MBS). La principal diferencia entre los bonos hipotecarios y los MBS reside en que los primeros aparecen en balance mientras que los últimos constituyen un elemento fuera de balance.

En ambos casos, los préstamos son agrupados por entidades de crédito en un fondo para crear un nuevo título. En el caso de un bono hipotecario, el nuevo título emitido está garantizado no sólo por la garantía asociada a los préstamos subyacentes (la así denominada "cesta de garantías" ("cover pool")) utilizada para establecer el nuevo bono, sino también por la solvencia del emisor. Los bonos cubiertos se han utilizado en Europa durante más de 200 años y siguen representando un importante segmento del mercado de capitales y una fuente significativa de financiación hipotecaria.

Alemania y Dinamarca fueron los dos primeros países en utilizar el instrumento bono cubierto. Se introdujeron más extensamente en Europa con diversos grados de éxito a finales de los 90 (gráficos 1 y 2). España es, en particular, un caso representativo. Las cédulas hipotecarias pueden ser emitidas por cualquier entidad supervisada por el Banco de España. En sólo dos años, estos instrumentos han crecido pasando de representar alrededor del 20% de la financiación de préstamos para viviendas en 2005 a más del 40% a finales de 2007. Incluso durante la reciente crisis, los bonos cubiertos han seguido aportando liquidez a los mercados inmobiliarios en Europa y siguen representando una alternativa de mayor rendimiento que los bonos estatales. Francia, con las "*Obligations Foncières*", es otro caso representativo.

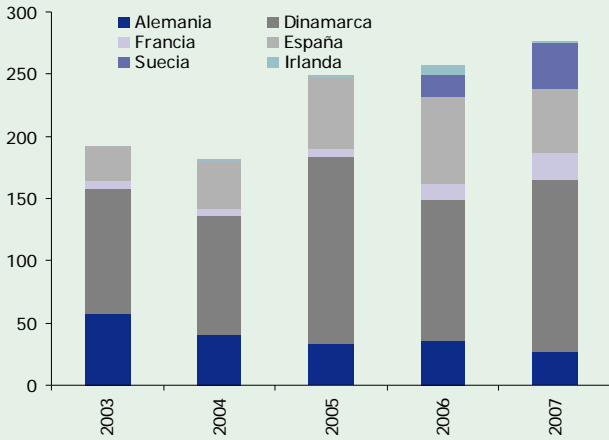
En EE.UU., la mayoría de hipotecas se financia a través de MBS. Estos títulos permiten empaquetar activos ordinariamente no líquidos (como préstamos hipotecarios) en títulos líquidos. Un fondo común de préstamos se transfiere a una entidad con fines especiales o un fondo oficial y privado formado por hipotecas y otros préstamos que puede ser sacado del balance de la entidad, eliminando así el cargo de capital asociado a ellos. Esta técnica se vio facilitada con el establecimiento de las Empresas de Patrocinio Público (EPP), como Fannie Mae y Freddie Mac, que compran préstamos hipotecarios de bancos y luego los titulan. Otro objetivo de estas agencias fue desarrollar un mercado secundario para MBS a fin de aumentar las fuentes de financiación hipotecaria y ampliar la propiedad de viviendas en EE.UU. No obstante, si los bancos u otros originadores de hipotecas no actúan con la debida diligencia respecto a las hipotecas que originan, el mercado MBS puede experimentar serios problemas. La crisis hipotecaria subprime de EE.UU. es un ejemplo de ello.

En efecto, cuando el mercado de la vivienda se enfrió y los incumplimientos hipotecarios aumentaron, las pérdidas superiores a lo esperado hicieron que el mercado MBS se estancase (gráfico 3). Las PPE también sufrieron una intensa presión, lo que motivó la intervención activa del gobierno de EE.UU. y Fannie y Freddie quedaron bajo tutela. Después de este evento, los modelos titulizados completamente privados se volvieron prácticamente inexistentes, lo que planteó la cuestión de qué modelo debería adoptarse para la futura financiación de hipotecas residenciales en EE.UU.

Parece que el método de bonos cubiertos para la financiación hipotecaria ha sobrevivido bastante bien a la actual crisis financiera mundial. De hecho, existen dos ventajas asociadas a los bonos cubiertos: En primer lugar, la estructura del instrumento de financiación de viviendas es simple y la identificación del portador final del riesgo es sencilla. En segundo lugar, los bonos cubiertos no parecen ser altamente sensibles a las variaciones en el precio del activo subyacente, en este caso, los precios de las viviendas. Esto también se refleja en la solidez de estos instrumentos durante periodos de crisis financieras. Por ejemplo, cuando se comparan con los MBS, no ha habido variaciones significativas en los diferenciales en las cédulas españolas, pese al profundo empeoramiento del sector inmobiliario nacional (gráfico 4). Aún así, ha sido más volátil que los bonos cubiertos alemanes, ya que se espera una corrección más grande del mercado inmobiliario.

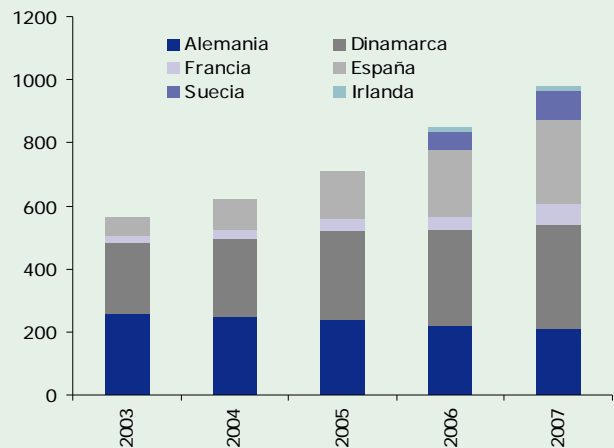
Dadas estas ventajas de los bonos cubiertos, puede resultar útil para China experimentar este método de financiación inmobiliaria de cara al futuro.

**Gráfico 1: Emisión de bonos hipotecarios Euro (mM)**



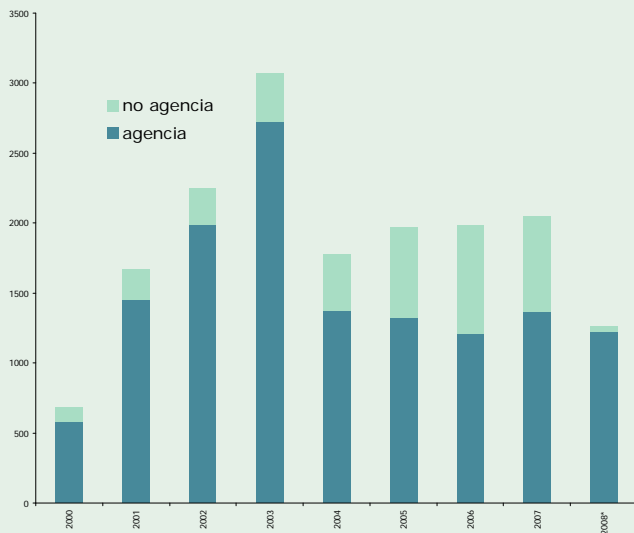
Fuente: European Mortgage Bond Council.

**Gráfico 2: Bonos hipotecarios pendientes Euro (mM)**



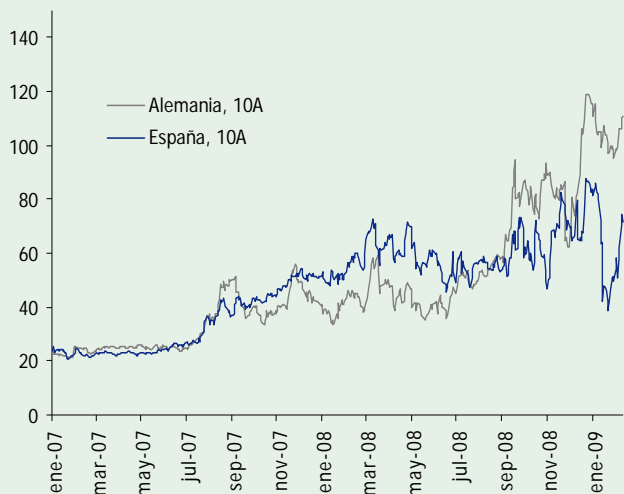
Fuente: European Mortgage Bond Council.

**Gráfico 3: Emisión de títulos con garantía hipot. USD (nM)**



\*Total hasta Noviembre.  
Fuente: Sifma.

**Gráfico 4: Difer. de bonos cubiertos, p. b.**



Fuente: Bloomberg.

## Recuadro 2: Fondo de previsión inmobiliaria

El fondo de previsión inmobiliaria es una forma única de entidad de financiación inmobiliaria en China: Es un fondo al cual contribuyen tanto empleados como empresas. Los empleados contribuyen normalmente con el 5% al 20% de su salario al fondo, con un importe equivalente aportado por sus empresas. La participación en un fondo de estas características permite disfrutar de unos tipos de interés hipotecario inferiores a los tipos del mercado. Además, a través de la contribución mensual, se pueden acumular ahorros para la compra de una casa que se pueden retirar como entrada, o los ahorros acumulados pueden utilizarse para reducir el importe del préstamo.

### 1) Orígenes del fondo de prevención inmobiliaria (FPI)

Antes de la reforma económica de China en 1978 existía poca propiedad inmobiliaria privada en China. Las viviendas solían proporcionarse por la unidad de trabajo de una persona en la zona urbana, lo que se conocía como sistema de viviendas distribuidas por el estado. La propiedad de viviendas privadas se permitió a principios de los años 80. No obstante, la mayoría de las familias no podía permitirse los altos costes de las viviendas privadas en primeros días de la propiedad inmobiliaria privada, debido principalmente a que los salarios estaban controlados en un nivel de subsistencia en la primera fase de la transición económica de China.

En 1991 el fondo de previsión inmobiliaria se introdujo como programa piloto en Shanghai. Fue parte de un amplio paquete de reformas inmobiliarias adoptado por el gobierno municipal de Shanghai. Un tipo similar de programas FPI se estableció en Pekín, Guangzhou y Tianjin en 1992. Este plan se amplió formalmente a escala nacional en las áreas urbanas en 1995. A través de contribuciones realizadas tanto por empresas como por empleados, el fondo tiene como finalidad hacer que las viviendas privadas sean asequibles de modo que el estado pueda anular gradualmente el sistema de viviendas distribuidas por el estado.

En 1998, el Consejo de Estado decidió poner fin completamente al antiguo sistema de asignación de viviendas y elevó el papel del FPI en la financiación de la compra de viviendas privadas. El Consejo de Estado dictó las normas de gestión de fondos de previsión inmobiliaria en marzo de 1999 como un marco legal para estandarizar la contribución FPI y la gestión de fondos. Se exigió a todas las ciudades prefectura que estableciesen programas FPI. En marzo de 2002, las normas de gestión de fondos de previsión inmobiliaria fueron revisadas por el Decreto 350 del Consejo de Estado. Las normas revisadas estipulaban que todas las empresas (incluidas las empresas estatales, privadas, municipales y conjuntas), agentes estatales, instituciones públicas y organizaciones sociales estaban obligadas a participar en el sistema FPI. A su vez, la regulación revisada también ha estandarizado la utilización de fondos, la auditoría financiera y la supervisión y sanciones por infracciones.

### 2) ¿Cómo se financia el FPI?

Normalmente los empleados que se unen al programa deben depositar una determinada parte de su salario, que varía del 5 al 20% en la cuenta FPI. Las contribuciones se igualan una a una por sus empresas. En el caso de Pekín, un empleado contribuye normalmente con el 12% de su salario mensual, al mismo tiempo, la empresa también debe pagar el mismo importe en la cuenta FPI del empleado, pero la contribución total tiene un techo de 2392 RMB independientemente de lo alto que sea el salario del empleado. La tasa de contribución varía por ciudades en China, siendo a título de ejemplo, de sólo el 7% en Shanghai. Una vez en el programa, los empleados deben pagar las contribuciones mensuales en la cuenta FPI hasta que se jubilen. A cambio, los participantes del FPI pueden obtener préstamos de financiación inmobiliaria que disfrutan de unos tipos inferiores a los del

mercado. Si el empleado no compra una vivienda, el fondo puede retirarse por su importe global llegar a la jubilación.

El FPI es gestionado a través de centros de gestión FPI locales. Estos centros responden de las operaciones diarias y están directamente al cargo del cobro de fondos, de la supervisión financiera y de la gestión de préstamos. Los FPI locales son supervisados por el Comité de Administración de Fondos de Previsión Inmobiliaria que es nombrado por el gobierno local. La responsabilidad del Comité incluye el establecimiento de tasas de contribución FPI según las condiciones económicas locales, el importe máximo de préstamos FPI, la aprobación de planes anuales y la utilización de fondos FPI. El FPI se deposita principalmente en bancos y disfruta de una tasa de depósito bancaria limitada.

### 3) ¿Quién se beneficia del sistema FPI?

En 2007, sólo 8,3 millones de hogares obtuvieron préstamos FPI. En comparación con 71,9 millones de participantes, la cifra parece bastante pequeña (tabla B2.1). Parece que la personas que se benefician del FPI tienen normalmente rentas altas. A los participantes de rentas bajas les llevaría mucho tiempo acumular suficientes ahorros para poder utilizar el fondo para una entrada y optar a un préstamo FPI lo suficientemente grande para financiar la compra de una vivienda. Por ejemplo, un licenciado universitario con una renta mensual de 6.000 RMB al mes en Pekín tardará más de 10 años en poder optar a utilizar este FPI para pagar la entrada de un apartamento de un millón de yuanes. Parece que los préstamos FPI benefician a las familias de altas rentas antes que a las familias con rentas bajas.

**Tabla B2.1: Uso y acumulación de FPI nacionales**

|      | Fondos acumulados, mM | Balance de fondos, nM | Participantes, m | Total hogares con préstamos, m | Cantidad de préstamos totales, mM | Datos año en curso |                      |                        |
|------|-----------------------|-----------------------|------------------|--------------------------------|-----------------------------------|--------------------|----------------------|------------------------|
|      |                       |                       |                  |                                |                                   | Contribución, mM   | Fondos obtenidos, mM | Préstamos emitidos, mM |
| 2004 | 750,7                 | 489,4                 | 48,9             |                                | 340,7                             | 183,7              | 73,1                 | 106,1                  |
| 2005 | 976,0                 | 626,0                 | 62,6             | 5,2                            | 459,9                             | 235,9              | 99,3                 | 119,5                  |
| 2006 | 1.268,4               | 787,1                 | 69,2             | 7,0                            | 636,4                             | 292,8              | 131,6                | 176,5                  |
| 2007 | 1.623,0               | 960,5                 | 71,9             | 8,3                            | 856,6                             | 354,3              | 180,9                | 220,2                  |

Fuente: Ministerio de Vivienda y de Desarrollo Urbano y Rural

### 4) Planes FPI en las ciudades más grandes

La capacidad del FPI de ayudar a las familias a comprar su vivienda depende de la contribución mensual máxima y el préstamo FPI máximo. En general, la contribución en Shanghai es del 7%, menos que en Pekín y Guangzhou. Por ejemplo, la tasa de contribución mensual en Pekín es del 12%; el tope de contribución mensual máxima es de 2392 RMB; el importe máximo de los préstamos para una vivienda es de 800.000 RMB. En Shanghai, la tasa de contribución mensual es del 7%, muy inferior a la de Pekín; la contribución mensual tiene un techo de 1214 RMB; y el importe máximo de los préstamos es de 600.000 RMB. En Guangzhou, la tasa de contribución puede variar desde un mínimo del 5% hasta un máximo del 20%; el techo de contribución máxima es de 7542 RMB; y el importe máximo del préstamo del FPI es de 800.000 RMB (tabla B2.2).



**Tabla 2: Comparación de FPV entre tres ciudades principales**

|   | <i>Pekín</i>   | <i>Shanghai</i>   | <i>Guangzhou</i>                                    |
|---|--|---|---|
| <b>Préstamos máx. para FPV</b>                | 800.000 RMB para un hogar                              | 600.000 RMB para un hogar. 800.000 RMB con FPV y suplemento | 800.000 RMB para un hogar                           |
| <b>Tasa de contribución</b>                   | 12%  | 7%  | 5-20%   |
| <b>Cap. Contribución mensual</b>              | Salario medio en 2007*300%*12%= 2392 RMB               | 1214 RMB  | 3349x5x (20%+20%) = 6698 RMB                        |
| <b>Cobertura 1/</b>                           | Empleadores: 53,693.<br>Empleadores: 3,983,200, (2007) | Empleadores: 3,607,700 (2008)                               | Empleadores: 25318<br>Empleadores: 2,039,400 (2007) |
| <b>Obtención de fondos en año en curso 1/</b> | 29.272 mM RMB (2007)                                   | 28.248 mM RMB (2008)  | 17.524 mM RMB (2007)                                |
| <b>Fondos acumulados 1/</b>                   | Acumulado: 142.410 mM RMB                              | Acumulado: 179.5 mM RMB                                     | Acumulado: 80.6 mM RMB                              |
| <b>Fondos utilizados 1/</b>                   | 72.1 mM RMB  | 100.2 mM RMB  | 42.2 mM RMB   |
| <b>Balance 1/</b>                             | 70.3 mM RMB  | 79.3 mM RMB   | 38.4 mM RMB   |

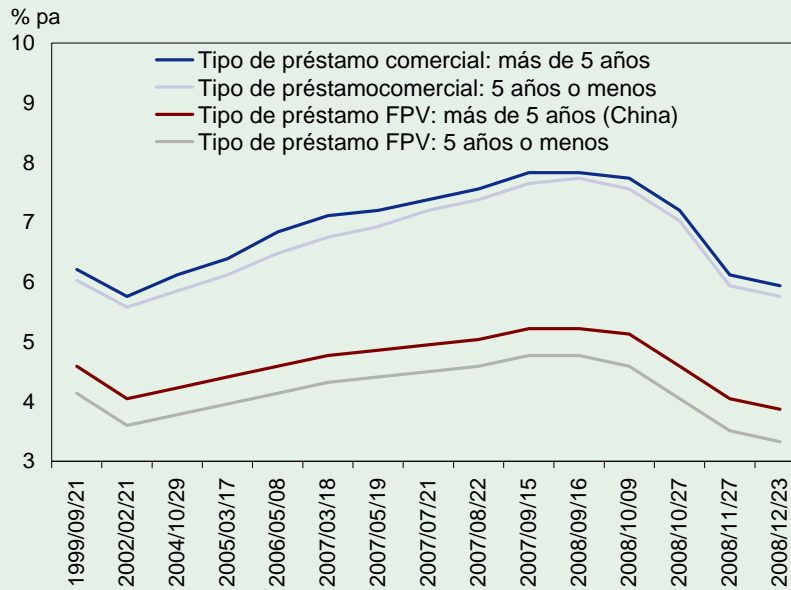
Nota: 1/ Los datos de Pekín y Guangzhou corresponden a 2007 y los de Shanghai a 2008.

Fuente: Centros locales de gestión de previsión para la vivienda.

## 5) Comparación entre préstamos hipotecarios comerciales y préstamos FPI

Después de que el gobierno chino finalizase la distribución de viviendas en 1998, FPI ha sido una importante herramienta política para mejorar la asequibilidad de viviendas por parte de residentes urbanos, ofreciendo un tipo de interés menor (normalmente 200 pb inferior) que los préstamos hipotecarios comerciales, basados en el mercado (gráfico 1). Por ejemplo, el tipo de interés para préstamos FPI de 6 a 30 años es del 3,87%, mientras que el tipo de interés de los préstamos comerciales para el mismo vencimiento es del 5,94%. Incluso aunque el tipo de interés para préstamos comerciales pueda descontarse un 30% para los clientes más cualificados, es decir, quedando en el 4,158%, todavía sigue siendo muy superior al tipo de interés FPI. Por tanto, si las familias desean solicitar préstamos hipotecarios, la primera opción sería solicitar un préstamo de un centro de gestión FPI. Si el importe del préstamo no es suficiente para cubrir la compra de la vivienda, pueden acudir entonces a los bancos para obtener un segundo préstamo comercial para completar la diferencia.

Como se muestra en la tabla B2.1, las familias que pueden obtener préstamos FPI sólo representan una pequeña parte de la población. En 2007, el importe total de préstamos concedidos por centros de gestión FPI fue de 856.600 millones de RMB, mientras que los préstamos hipotecarios de bancos ascendieron a 2,9625 billones de RMB, o menos que una tercera parte de los préstamos hipotecarios comerciales. En términos de importe, el préstamo comercial es muy superior al del FPI, y desempeña un papel mayor en la financiación de la compra de viviendas.

**Gráfico B2.1: Comparación de tipos de interés entre préstamos comerciales y de FPV**

Fuente: Wind Economic Data.

## 6) Retos de cara al futuro

Pese a que el número de préstamos FPI individuales ha aumentado durante los años y el tamaño medio del préstamo FPI también ha crecido, más de la mitad del FPI todavía sigue sin utilizarse y permanece inactivo en los bancos. En 2007, la cuenta FPI tiene un saldo de 960.500 millones de RMB inactivos en depósitos bancarios (tabla B2.1).

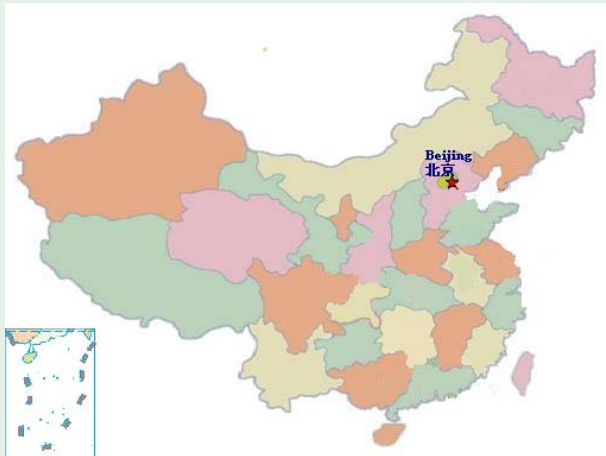
Entretanto, la asequibilidad de viviendas ha descendido significativamente con el rápido aumento de los precios de la vivienda, ya que los salarios no pueden mantener el ritmo del aumento de los costes de la vivienda. Con todo, el papel del FPI en la financiación de la compra de una vivienda asequible ha sido limitado hasta el momento. Utilizar mejor esta entidad de financiación inmobiliaria única en China sigue siendo un reto. Parte de la solución podría ser hacer que el fondo estuviese ampliamente disponible para los jóvenes y las familias de bajas rentas cuyos intereses principales residen en el segmento de unidades residenciales económicas y asequibles. Otra opción es utilizar parte del FPI inactivo para construir más viviendas asequibles. En el paquete de estímulo masivo de China, el gobierno pretende construir más viviendas asequibles. Pero debido a los ajustados ingresos fiscales en 2009, resulta difícil para los gobiernos locales recaudar suficiente dinero para financiar la construcción de viviendas asequibles; por otro lado, el FPI tiene una gran cantidad de fondos inactivos en los bancos. De este modo, deberían realizarse estudios de viabilidad para permitir que los gobiernos locales aprovechen el FPI para financiar viviendas asequibles.

### 3. ¿Cuál es el índice de sobrevaloración en algunas áreas metropolitanas?

Nos servimos de una base de datos para toda la ciudad que contiene información sobre las condiciones de la oferta y la demanda relativas al mercado de propiedades residenciales en Pekín, Shanghai, Shenzhén, Guangzhou, Chongqing y Tianjin con el fin de efectuar algunos análisis econométricos, los cuales nos permitirán determinar si el precio de la vivienda en dichas ciudades se ha desviado con respecto a sus precios de equilibrio. La evaluación de los precios de equilibrio se calcula mediante un modelo econométrico con un marco de oferta y demanda de precios inmobiliarios básicos (remítase al Apéndice 2 para obtener más detalles).

#### Pekín

Gráfico 9: Estadísticas clave de Pekín

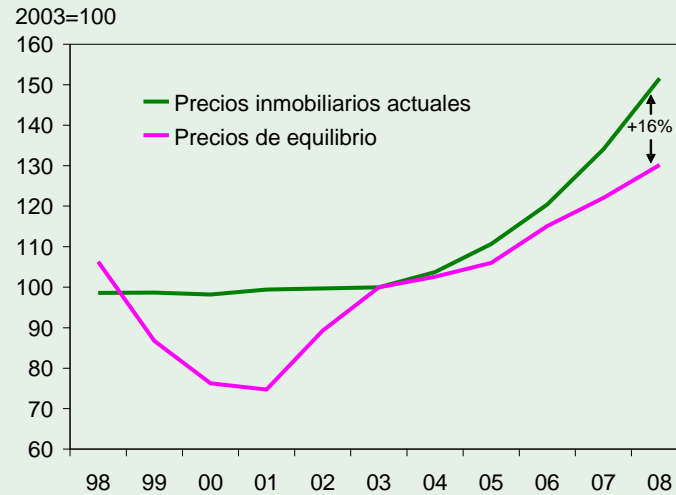


|   | Pekín   |
|---|---|
| <b>Población ('000)</b>                     | 12,133  |
| <b>Renta per cápita (RMB, 2007)</b>         | 58,204  |
| <b>Promedio de crecimiento en 1998-2008</b> | 11.6  |
| <b>Temperatura media todo el año (°C)</b>   | 11.8  |
| <b>Número de universidades</b>              | 84  |
| <b>Relación del sector servicios</b>        | 73.2  |
| <b>Industrias manufactureras clave</b>      | TI, autom.,<br>petroquímica,<br>farmacéutico,<br>etc. |

Fuentes: CEIC y BBVA.

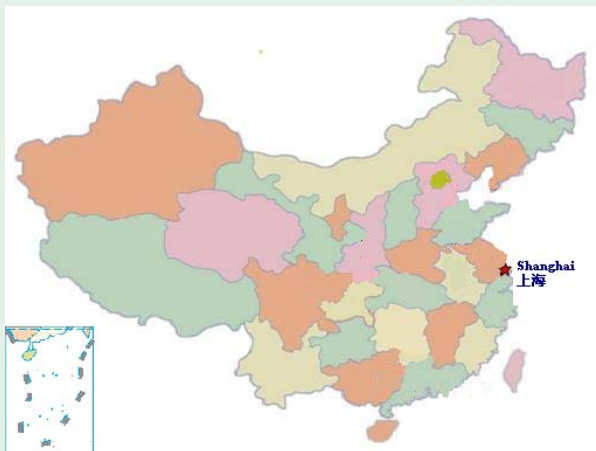
Según nuestras estimaciones, entre 1998 y 2002, los precios inmobiliarios reales en Pekín eran superiores a los precios de equilibrio, pero la desviación era reducida (Gráfico 10). Tras 2003, el precio real subió con gran rapidez, un 46% en los últimos 5 años, mientras que los factores determinantes de la demanda no se han puesto al día. Según nuestras estimaciones del modelo, existe al menos una sobrevaloración media del 16% en los precios inmobiliarios de Pekín en 2008.

Se debe poner de manifiesto que pese a la gran desviación de los precios inmobiliarios reales con respecto a los precios de equilibrio en Pekín, éstos ya se ha visto incrementados en un 30% aproximadamente en los últimos 5 años, debido en gran medida al crecimiento demográfico y al rápido aumento de los ingresos.

**Gráfico 10: Precios de equilibrio inmobiliario en Pekín**

Fuente: previsiones de BBVA.

## Shanghai

**Gráfico 11: Estadísticas clave de Shanghai**

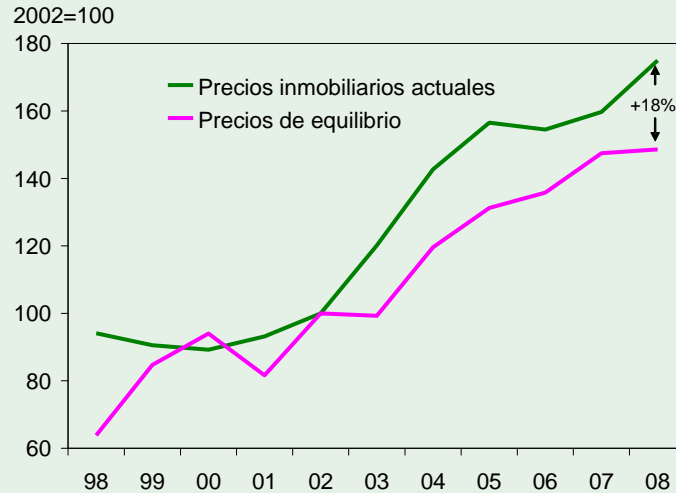
|   | Shanghai                  |
|---|---------------------------|
| <b>Población ('000)</b>                     | 13,789                    |
| <b>Renta per cápita (RMB, 2007)</b>         | 66,367                    |
| <b>Promedio de crecimiento en 1998-2008</b> | 11.6                      |
| <b>Temperatura media todo el año (°C)</b>   | 17.8                      |
| <b>Número de universidades</b>              | 61                        |
| <b>Relación del sector servicios</b>        | 37.9                      |
| <b>Industrias manufactureras clave</b>      | Autom., TI, equipos, etc. |

Fuentes: CEIC y BBVA.

Nuestras estimaciones muestran que en Shanghai los precios inmobiliarios reales eran, en su mayoría, superiores a los precios de equilibrio, excepto para el ejercicio 2000 (Gráfico 12). La desviación ha ido en aumento desde 2003, donde el precio real de las propiedades residenciales se vio incrementado en más de un 70% tras dicho año.

No obstante y según nuestras estimaciones del modelo, los precios de equilibrio, impulsados por el gran crecimiento de los ingresos y la limitada oferta de parque de vivienda, se han ido poniendo al día con gran rapidez. En el mismo periodo, dichos precios registraron un incremento de aproximadamente un 50%. Por último, en 2008, el precio de los inmuebles de Shanghai esta sobrevalorado en un 18% de media.

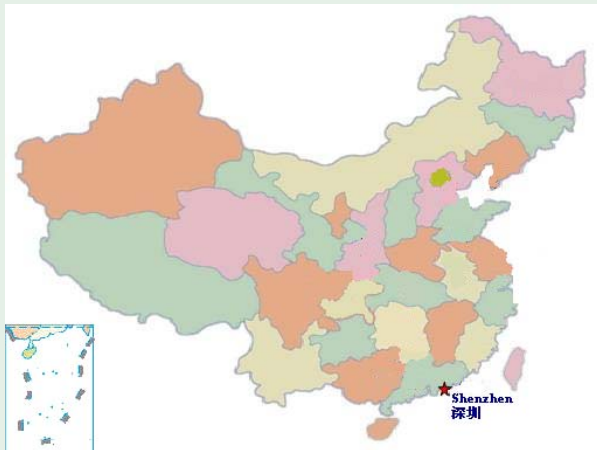
**Gráfico 12: Precios de equilibrio inmobiliario en Shanghai**



Fuente: previsiones de BBVA.

**Shenzhen**

**Gráfico 13: Estadísticas clave de Shenzhen**



| <b>Shenzhen</b>                             |                                       |
|---|---------------------------------------|
| <b>Población ('000)</b>                     | 2,124                                 |
| <b>Renta per cápita (RMB, 2007)</b>         | 79,645                                |
| <b>Promedio de crecimiento en 1998-2008</b> | 15.2                                  |
| <b>Temperatura media todo el año (°C)</b>   | 22.3                                  |
| <b>Número de universidades</b>              | 10                                    |
| <b>Relación del sector servicios</b>        | 53.7                                  |
| <b>Industrias manufactureras clave</b>      | Electrónica, TI, comunicaciones, etc. |

Fuentes: CEIC y BBVA.

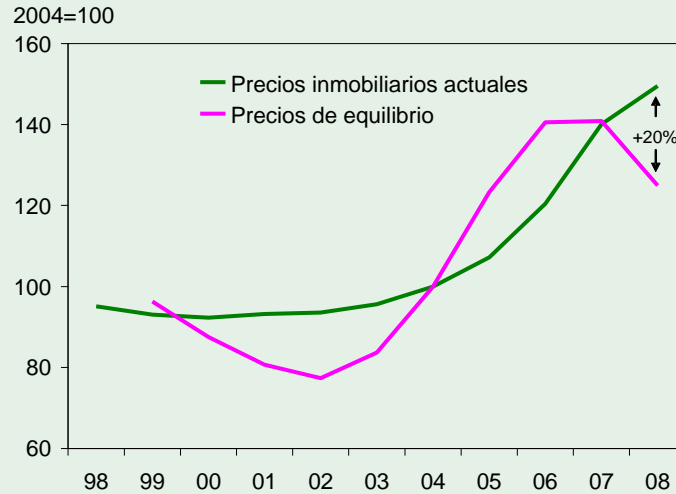
Nuestras estimaciones muestran que antes de 2004, los precios reales de la propiedad residencial en Shenzhen eran, en su mayoría, superiores a los precios de equilibrio. No obstante, los precios reales cayeron por debajo de los precios de equilibrio entre 2004 y 2007, antes de volver a registrar una sobrevaloración en 2008 (Gráfico 14). La desviación entre estos precios ha ido en aumento desde 2003, donde el precio real se vio incrementando en más de un 50% desde 2002.

El rápido crecimiento de los ingresos reales y de la densidad demográfica estaban impulsando el aumento de los precios de equilibrio en 2002 - 2007, mientras que nuestras estimaciones del modelo

indican que los precios de equilibrio se habían visto incrementados en aproximadamente un 80% en el mismo periodo, debido principalmente a estos dos factores.

Sin embargo, los precios de equilibrio descendieron en 2008 y la razón principal ha sido el rápido crecimiento en la acumulación de los parques de vivienda. Entre 2007 y 2008, el crecimiento de la inversión real en el sector inmobiliario residencial se situó entorno al 30%, muy por encima de lo registrado en años anteriores. El rápido crecimiento del parque de vivienda durante el mismo periodo crea una tendencia a la baja del precio de equilibrio de la vivienda en dicho periodo.

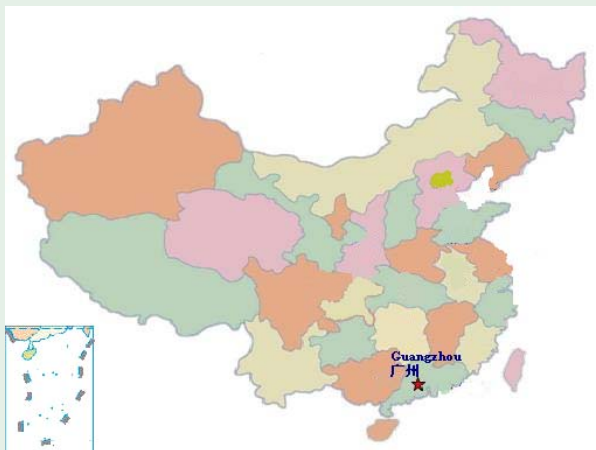
**Gráfico 14: Precios de equilibrio inmobiliario en Shenzhen**



Fuente: previsiones de BBVA.

## Guangzhou

**Gráfico 15: Estadísticas clave de Guangzhou**



|   | <b>Guangzhou</b>                       |
|---|--|
| <b>Población ('000)</b>                     | 7,735                                  |
| <b>Renta per cápita (RMB, 2007)</b>         | 71,808                                 |
| <b>Promedio de crecimiento en 1998-2008</b> | 13.7                                   |
| <b>Temperatura media todo el año (°C)</b>   | 21.8                                   |
| <b>Número de universidades</b>              | 29                                     |
| <b>Relación del sector servicios</b>        | 41.0                                   |
| <b>Industrias manufactureras clave</b>      | Eletrónica, autom., farmacéutico, etc. |

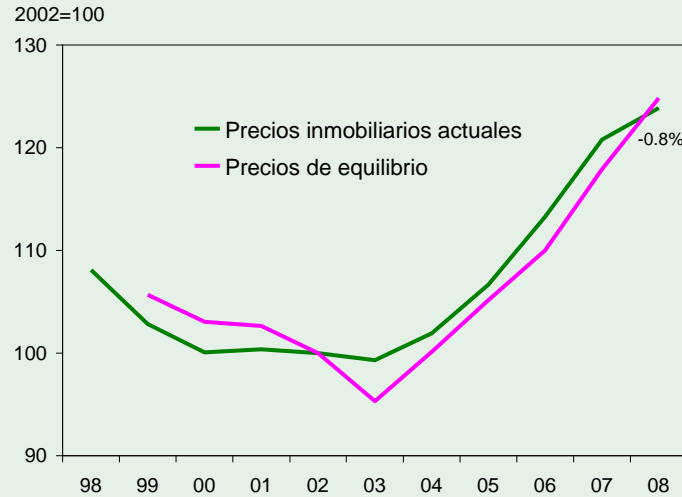
Fuentes: CEIC y BBVA.

La evolución de los precios inmobiliarios de Guangzhou exhibió una imagen diferente con respecto a las otras tres grandes ciudades chinas. Pese a que los precios inmobiliarios reales en Pekín eran

ligeramente superiores a los precios de equilibrio en 2002 - 2007, la desviación de los precios reales con respecto a los precios de equilibrio fue bastante reducida. De hecho, cuando en 2008 el crecimiento de los precios inmobiliarios se ralentizó, el precio real se revisó ligeramente a la baja en un 0,8 % con respecto al precio de equilibrio (Gráfico 16).

Los precios inmobiliarios reales y de equilibrio aumentaron en un 20% durante 2002 - 2008, en gran medida debido al crecimiento real de los ingresos, mientras que el crecimiento demográfico y del parque de vivienda permaneció bastante estable. Durante esta década, Guangzhou experimenta un índice de sobrevaloración reducido.

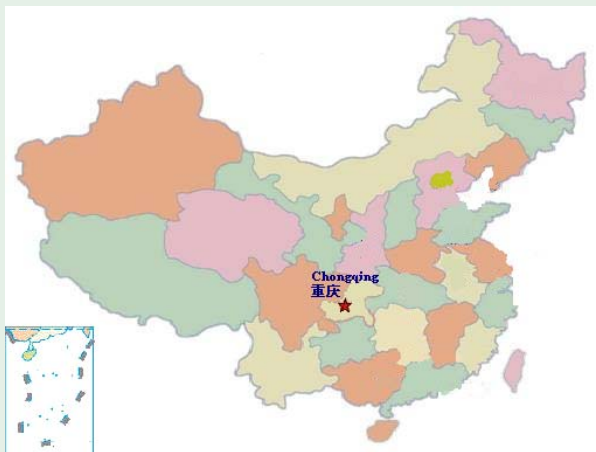
**Gráfico 16: Precios de equilibrio inmobiliario en Guangzhou**



Fuente: previsiones de BBVA.

## Chongqing

**Gráfico 17: Estadísticas clave de Chongqing**



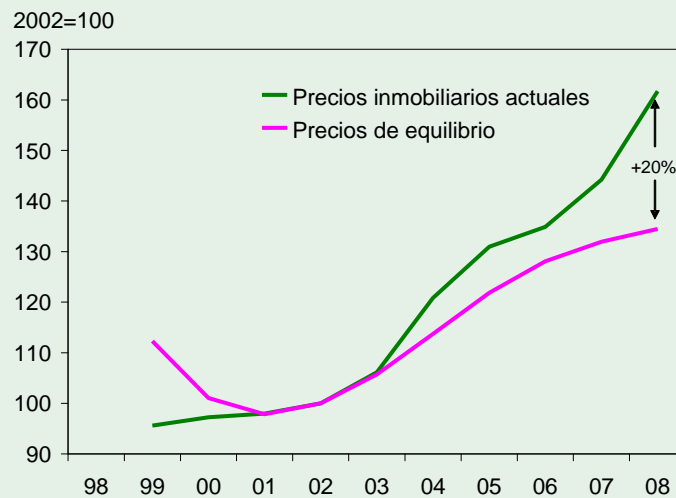
Fuentes: CEIC y BBVA.

| <b>Chongqing</b>                            |  |
|---|--|
| <b>Población ('000)</b>                     | 32,353                                 |
| <b>Renta per cápita (RMB, 2007)</b>         | 14,660                                 |
| <b>Promedio de crecimiento en 1998-2008</b> | 11.0                                   |
| <b>Temperatura media todo el año (°C)</b>   | 18.6                                   |
| <b>Número de universidades</b>              | 40                                     |
| <b>Relación del sector servicios</b>        | 58.4                                   |
| <b>Industrias manufactureras clave</b>      | Autom., equipos, electrónica, TI, etc. |

Nuestros cálculos empíricos muestran que en Chongqing desde 2003 los precios inmobiliarios reales son superiores a los precios de equilibrio (Gráfico 18). Desde 2006, la desviación ha ido en aumento con respecto a periodos anteriores. Mientras que en los últimos 5 años los precios reales de la propiedad residencial aumentaron en más del 50%, no ocurrió lo mismo con el crecimiento de la renta per capita. Nuestro análisis sugiere que en 2008, la sobrevaloración del precio inmobiliario es al menos de un 20%.

Pese a la alta desviación de los precios inmobiliarios reales con respecto a los precios de equilibrio en Chongqing, éstos ya se han visto incrementados en un 27% aproximadamente en los últimos 5 años, debido en gran medida al crecimiento demográfico y al rápido aumento de los ingresos.

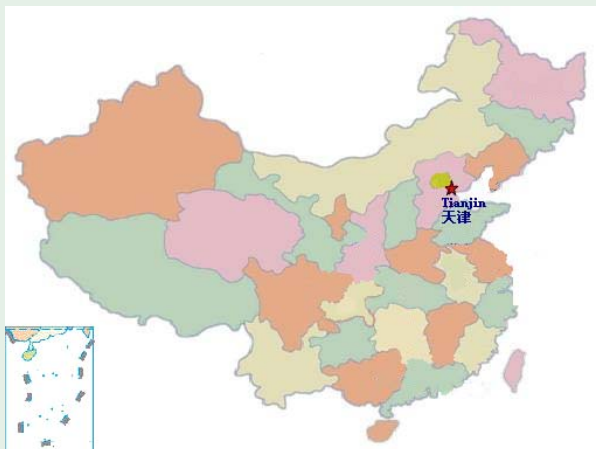
**Gráfico 18: Precios de equilibrio inmobiliario en Chongqing**



Fuente: previsiones de BBVA.

## Tianjin

**Gráfico 19: Estadísticas clave de Tianjin**



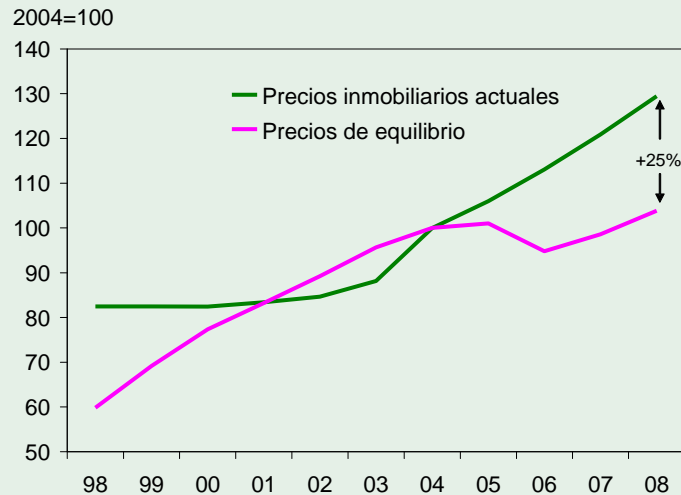
|   | Tianjin  |
|---|--|
| <b>Población ('000)</b>                     | 9,591  |
| <b>Renta per cápita (RMB, 2007)</b>         | 46,122   |
| <b>Promedio de crecimiento en 1998-2008</b> | 13.3   |
| <b>Temperatura media todo el año (°C)</b>   | 12.0   |
| <b>Número de universidades</b>              | 44   |
| <b>Relación del sector servicios</b>        | 51.0   |
| <b>Industrias manufactureras clave</b>      | Química, autom.,<br>Electrónica,<br>metalurgia, etc. |

Fuentes: CEIC y BBVA.



Los precios inmobiliarios reales en Tianjin se incrementaron en aproximadamente un 50% en los últimos 5 años. No obstante, según nuestra estimación del modelo, los precios de equilibrio se vieron incrementados únicamente en un 10% durante el mismo periodo (Gráfico 20), debido a un crecimiento sostenido de la renta per capita real y a un crecimiento demográfico urbano limitado. Como resultado, en 2008 la sobrevaloración inmobiliaria de Tianjin es al menos de un 25%.

**Gráfico 20: Precios de equilibrio inmobiliario en Tianjin**



Fuente: previsiones de BBVA.

A modo de conclusión, parece que algunos mercados regionales, a excepción de Guangzhou, han experimentado una sobrevaloración que llega al 25%. Cara al futuro, en dichos mercados regionales, se esperan algunas revisiones a la baja debido a la ralentización del crecimiento económico y aumento de la tasa de desempleo. Sin embargo, no es posible que se produzca un aterrizaje brusco ("hard landing") en los precios inmobiliarios de estas ciudades, bien por su ubicación, o bien, por su estatus de centros económicos regionales y de atracción para los jóvenes con un elevado nivel de educación y altos ingresos.

#### 4. Perspectivas para el mercado inmobiliario chino

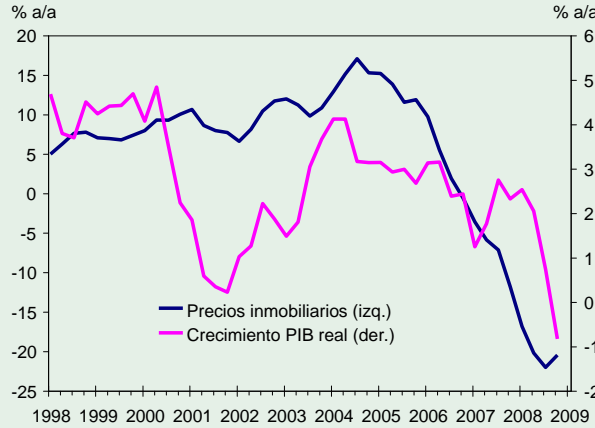
Tal como se muestra en la sección anterior, nuestro análisis de valoración sugiere que los precios inmobiliarios en algunas ciudades clave, excepto Guangzhou, experimentan actualmente una sobrevaloración de hasta el 25%. Nos preguntamos si en la actual desaceleración económica, el mercado inmobiliario chino va a experimentar un aterrizaje brusco ("hard landing"). Antes de dar respuesta a esta cuestión, es preciso considerar en primer lugar algunas experiencias inter-países que se dan entre los ciclos económicos y los precios de la vivienda.

##### Precios de la vivienda y ciclos económicos:

Antes de la explosión de la burbuja inmobiliaria estadounidense, daba la impresión de que la correlación entre los ciclos empresariales y los precios inmobiliarios podría haber desaparecido. De hecho, no parecía que hubiese una relación entre los precios inmobiliarios y el crecimiento real del PIB en Estados Unidos antes de 2004 (Gráfico 21). No obstante, esta relación ha experimentado una fuerte correlación tras el colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos: la abrupta caída en

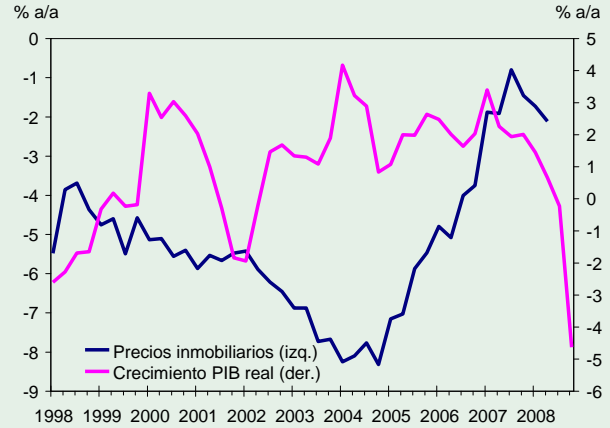
los precios inmobiliarios estadounidenses ha estado ejerciendo presión en el crecimiento real del PIB desde entonces.

**Gráfico 21: Ciclo empresarial y sector inmobiliario en EE. UU.**



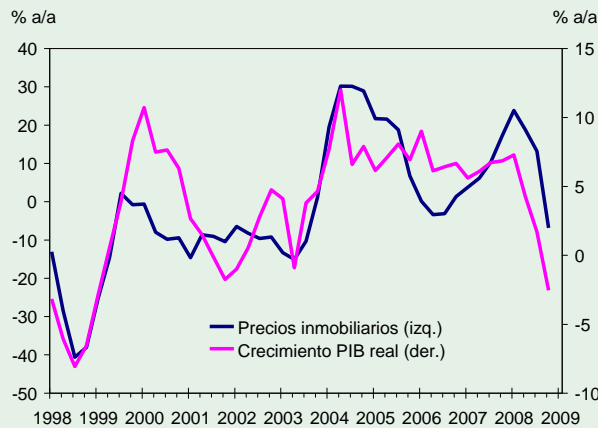
Fuentes: previsiones de Datastream y BBVA.

**Gráfico 22: Ciclo empresarial y sector inmobiliario en Japón**



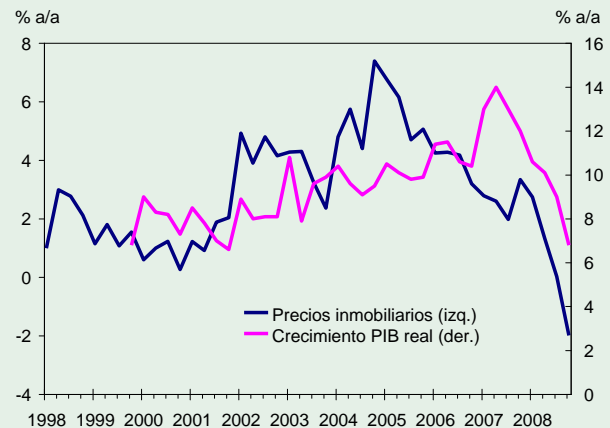
Fuentes: previsiones de Datastream y BBVA.  
Nota: Precio nacional medio de terreno urbano como indicativo de los precios inmobiliarios.

**Gráfico 23: Ciclo empresarial y sector inmobiliario en Hong Kong**



Fuentes: previsiones de CEIC y BBVA.

**Gráfico 24: Ciclo empresarial y sector inmobiliario en China**



Fuentes: previsiones de CEIC y BBVA.

En el caso de Japón, es bien sabido que la explosión de la burbuja inmobiliaria desembocó en la década perdida de Japón. Pese a que la economía japonesa experimentó alguna recuperación esporádica en el crecimiento económico, su impulso fue bastante anodino, en gran medida oprimido por un sistema bancario cuyo balance había resultado gravemente dañado por el colapso del sector inmobiliario.

Durante la última década, la relación entre el ciclo económico y los precios inmobiliarios ha sido más destacada en Hong Kong. La explosión de la burbuja inmobiliaria en 1998 en medio de la crisis financiera asiática tiene un considerable impacto negativo sobre el consumo privado, lo que, a su vez, afecta a las actividades económicas en Hong Kong.

En China, esta misma relación parece ser también muy estrecha, siendo las actividades económicas las que tienden a provocar cambios en los precios inmobiliarios. Nuestros cálculos muestran que el retardo es de aproximadamente de 1 a 2 trimestres. Además, el desarrollo inmobiliario ha pasado a ser cada vez más importante en la evolución económica local ya que las actividades asociadas al sector inmobiliario se han convertido en una fuente importante de ingresos para los gobiernos locales. Con el paso de los años, los ingresos obtenidos de las actividades asociadas al sector inmobiliario local se han establecido en aproximadamente el 20% de los ingresos fiscales del gobierno local. En ciertos escenarios, la dependencia de las ventas de suelo y otras actividades asociadas al sector inmobiliario podría ser muy superior a las cifras medias que aquí se ofrecen.

**Tabla 3: Ingresos públicos procedentes del sector inmobiliario**

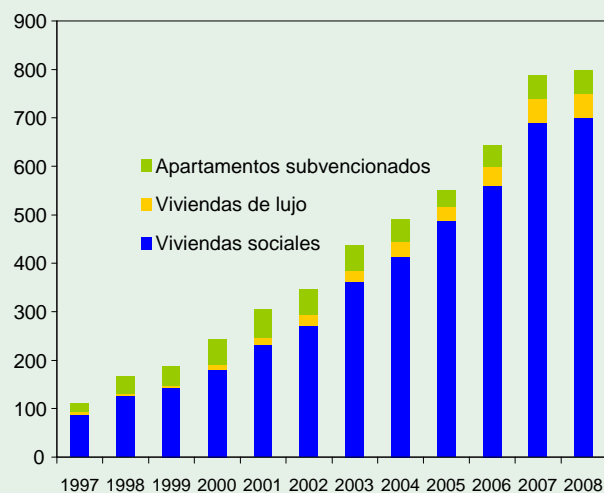
|                                     |          | 2002 | 2003 | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
|-------------------------------------|----------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Valor total de terreno adquirido    | RMB (mM) | 146  | 205  | 257   | 290   | 378   | 487   | 579   |
| Ingresos públicos locales           | RMB (mM) | 852  | 985  | 1,189 | 1,510 | 1,830 | 2,357 | 2,864 |
| (% de cuota de ingresos públ. loc.) | %        | 17.1 | 20.8 | 21.6  | 19.2  | 20.7  | 20.6  | 20.2  |

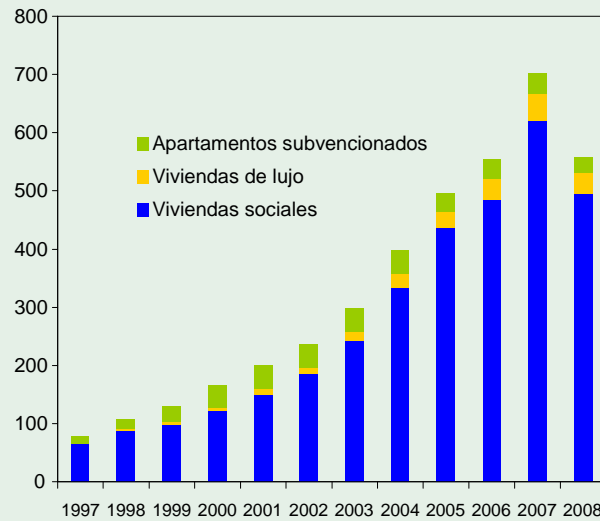
Fuente: Wind.

### Inevitable revisión bajista de los precios:

Dada la estrecha relación que existe en China entre los precios de la vivienda y el ciclo económico, podemos ver que una revisión a la baja de los precios será inevitable en la actual desaceleración económica. Debido al crecimiento más bien alto de la inversión inmobiliaria durante los dos últimos años, se espera que muchos proyectos se finalicen en 2009 y 2010. En el ámbito nacional, prevemos cierta sobreoferta a corto plazo, particularmente en el sector de las viviendas convencionales (Gráficos 25 y 26).

**Gráfico 25: Viviendas completadas (millones de metros cuadrados)**



**Gráfico 26: Volumen de las transacciones (millones de metros cuadrados)**

Si se consideran los metros cuadrados completados y basándose en distintos volúmenes de ventas según diversos supuestos, llegamos a la conclusión de que harán falta entre 3 y 4 años para consumir el parque de vivienda nuevo actual. El factor de la oferta probablemente seguirá ejerciendo presiones bajistas sobre los precios inmobiliarios existentes en China.

**Tabla 4: Tiempo calculado para vender el terreno existente**

| Consideración de la velocidad de venta | Fecha de venta |
|--|----------------|
| Igual que en 2008                      | Nov 2012       |
| Promedio de los últimos 10 años        | Oct 2014       |
| 80% de las operaciones de 2008         | Oct 2013       |

Fuentes: previsiones de Wind y BBVA.

Tal como se muestra en nuestro análisis de valoración de la sección anterior, en algunas ciudades clave chinas, la sobrevaloración de los inmuebles puede ser de hasta el 25%. Esto podría representar el punto de referencia para futuros ajustes en los precios en estas ciudades. No obstante, esto no elimina la posibilidad de que en algunas ciudades también haya precios excesivamente alto. Dado que a nivel nacional, los inmuebles no están demasiado sobrevalorados, nuestras previsiones al respecto se situaron en torno al 5-10%.

No creemos que los precios de la vivienda en China vayan a experimentar un aterrizaje brusco ("hard landing"). Además, este ajuste bajista de los precios no será duradero, tal como ocurrió en Japón, Hong Kong y Estados Unidos, debido en gran medida a ciertos factores favorables como el demográfico, la tendencia a una urbanización rápida, la gran demanda de vivienda de calidad y la demanda emergente de la vivienda como un activo en la cartera de inversiones.

A parte de estas cuestiones estructurales a largo plazo, tanto los gobiernos centrales como regionales reaccionaron con rapidez mediante la creación de diversas políticas de gestión de la oferta y estímulo de la demanda (Apéndice 1). Por otra parte, los tipos de interés reducidos y las políticas más suavizadas en materia de préstamos para el sector de los bienes inmuebles contribuyeron asimismo a estimular al sector inmobiliarios. A parte de estas políticas existentes,

creemos que otras iniciativas en la creación de políticas siguen siendo necesarias para prevenir una situación de aterrizaje brusco ("hard landing"). A continuación se describen algunas propuestas:

**Políticas en materia de demanda:** En general, creemos que las iniciativas para la creación de políticas por parte del gobierno local para reformar el sistema de registro de residentes con el fin de ampliar la población urbana pueden contribuir a estimular la demanda y, por ende, a facilitar la caída de los precios inmobiliarios residenciales. De hecho, ciertos gobiernos locales ya han utilizado las adquisiciones de viviendas como incentivo para ampliar el registro de residentes en zonas urbanas. Esta política podría incluso suponer un paso hacia delante mediante el establecimiento de criterios de cualificación transparentes para que los trabajadores desplazados puedan obtener la residencia en áreas urbanas. La nueva experiencia de Shanghai en la que se permite a los no residentes obtener la residencia según unos criterios de cualificación específicos constituye un paso en la dirección adecuada. Estas medidas no solamente agilizarán el proceso de urbanización en China, sino que también ayudarán a aliviar el excedente a corto plazo de viviendas en el área urbana.

**Políticas en materia de oferta:** un programa de renovación urbana acelerado ayuda a crear demanda para el excedente de parque de vivienda existente. En efecto, según se desprende de nuestras entrevistas de campo, ciudades como Chongqing, Tiajin y Qingdao cuentan con ambiciosos planes para iniciar programas de renovación urbana a gran escala en los años por venir. Estos planes de renovación urbana conllevarán la demolición de antiguos distritos de la ciudad y la creación inmediata de demanda para personas que se reubicarán de forma permanente o temporal fuera del área afectada. Sin embargo, esta política también debe tener en cuenta la demanda proveniente de personas que se van a reubicar al objeto de no generar resentimiento social ni quejas.

La construcción de más viviendas de alquiler asequibles y su facilitación por parte de los gobiernos regionales para familias con rentas bajas y para trabajadores desplazados representa una buena política para solucionar el problema de la vivienda para los más desfavorecidos. Tales políticas no tendrán mucho impacto en el precio de la vivienda existente ya que este segmento de la población no puede permitirse acceder al mercado actual debido a su nivel de renta y ahorros.

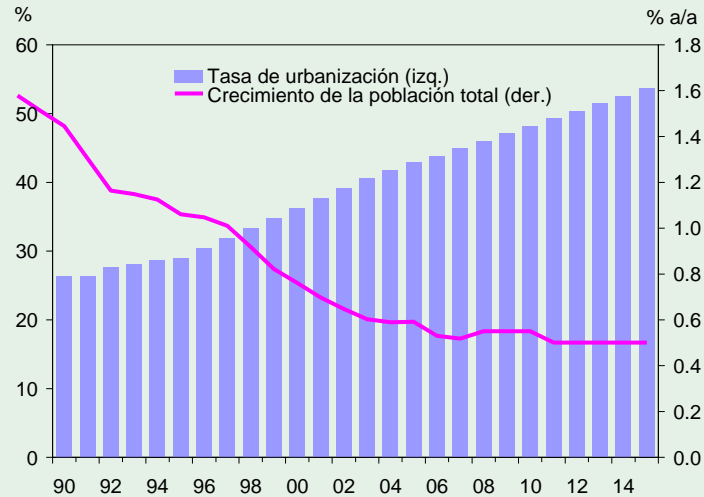
No obstante, dada la desaceleración económica actual, si el gobierno proporciona más viviendas asequibles para personas con ingresos bajos y medios, en esta coyuntura, es posible que el precio actual de la vivienda siga bajando, de forma que se correría el riesgo de que los precios inmobiliarios en algunas áreas urbanas sufrieran un aterrizaje brusco ("hard landing"). Puede servir de ilustración la experiencia de Hong Kong en 1998. Al objeto de evitar tales riesgos, es preciso que el gobierno se sirva de una valoración más rigurosa de los ingresos (excluir personas con ingresos medio-altos y altos) y de una valoración de la ubicación (prohibir las áreas urbanas caras para la realización de dichos proyectos de viviendas), así como de otros criterios útiles como los requisitos de residencia, con el fin de garantizar que la política no afectará al precio existente de la vivienda de forma significativa.

Por último, la reforma en la financiación de la vivienda también debería ayudar a estimular la demanda y reducir costes en los proyectos de desarrollo inmobiliario. Las cédulas hipotecarias, tal como se expuso en el Recuadro 1, podrían resultar una innovación financiera útil para que China la adopte rápidamente ya que tiene menos obstáculos legales y cuenta con una estructura de incentivos adecuada entre el origen y distribución del crédito inmobiliario. Tal innovación en la financiación del crédito inmobiliario ayudará a reducir la concentración del riesgo en los bancos comerciales y hará que los créditos hipotecarios sean más accesibles al público general cualificado. Además, China debería permitir prácticas dirigidas a adoptar eventualmente algunas de las innovaciones más recientes en las herramientas de financiación inmobiliarias como los REIT (Recuadro 3). Tal instrumento financiero ampliará los canales financieros para los promotores inmobiliarios y posiblemente reduzca los riesgos de la promoción y los costes financieros.

### Perspectivas excelentes a largo plazo

Mientras que parece haber una oferta excesiva en el mercado inmobiliario residencial chino, la sobreoferta se puede consumir rápidamente si existe una demanda innovadora y políticas en materia de oferta, ya que la demanda inmobiliaria seguirá siendo sólida si los precios son los adecuados. Los factores estructurales favorables como el crecimiento acelerado de los ingresos, la urbanización rápida, la gran densidad de población y la alta depreciación del parque de vivienda, en particular con respecto al construido en los años 80 o antes, fueron factibles gracias a programas de renovación urbanos convenientes, todos con excelente pronóstico para el potencial de inversión a largo plazo.

**Gráfico 27: Urbanización y crecimiento de la población**



Fuentes: United Nation Database y CEIC

Nota: el crecimiento de la población se basa en las proyecciones de Naciones Unidas a partir de 2008.

### Recuadro 3: Los REIT en China

#### 1) Historia de los REIT

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria (REIT por sus siglas en inglés), similares a un fondo mutuo de inversión en acciones, son un instrumento colectivo dirigido a invertir en propiedades inmobiliarias con el fin de generar flujos de ingresos a sus inversores. Desde el punto de vista de los promotores, los REIT se pueden utilizar para desbloquear el capital de los bienes inmuebles que poseen y reutilizarlo en otros negocios de alto rendimiento. Los REIT también pueden ser una herramienta efectiva para retirar activos inmobiliarios del balance y ayudar a crear liquidez. El primer REIT nació en Estados Unidos en 1960. Desde entonces, muchas economías asiáticas han adoptado los REIT, como Hong Kong en 2005 (Tabla B3.1).

Por lo general, existen tres tipos de REIT:

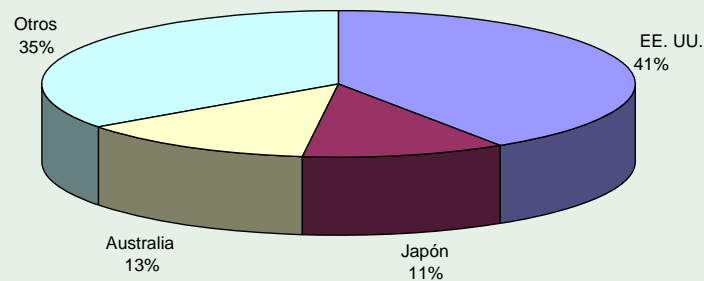
- Los REIT de activos principalmente mantienen edificaciones comerciales como bloques de oficinas, centros comerciales, almacenes, etc. y los ingresos se generan a partir de alquileres y de la revalorización de los bienes inmuebles.
- Los REIT de hipoteca invierten fondos en créditos hipotecarios. Los ingresos se generan principalmente a partir de comisiones e intereses.
- Los REIT híbrido pueden llevar tanto inversiones de activos como de hipoteca. Los ingresos se generan a partir de alquileres, intereses y revalorización de los activos.

Los REIT se han convertido en una herramienta de inversión habitual en los mercados desarrollados. A finales de 2009, había en el mundo en torno a 390 REIT que cotizan en bolsa, de ellos, la mayoría se encuentran en Estados Unidos, lo cual supone un 41 por ciento de los REIT existentes. Australia y Japón se sitúan en segundo y tercer lugar en términos de REIT admitidos a cotización, lo que supone un 13% y un 11% respectivamente (Tabla B3.1 y Gráfico B3.1).

**Tabla B3.1: Cronología de la evolución de los REIT**

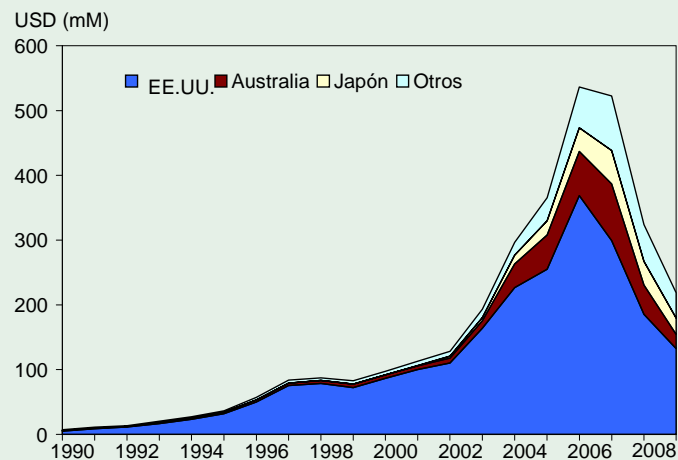
| <b>País</b>   | <b>Fecha de introducción de los REIT</b> |
|---------------|--|
| EE. UU.       | 1960                                     |
| Países Bajos  | 1969                                     |
| Australia     | 1971                                     |
| Nueva Zelanda | 1982                                     |
| Canadá        | 1993                                     |
| Bélgica       | 1995                                     |
| Turquía       | 1998                                     |
| Japón         | 2001                                     |
| Singapur      | 2002                                     |
| Corea         | 2002                                     |
| Francia       | 2003                                     |
| Taiwán        | 2005                                     |
| Hong Kong     | 2005                                     |
| Malasia       | 2005                                     |
| Tailandia     | 2005                                     |
| R.U.          | 2007                                     |
| Alemania      | 2007                                     |
| China         | 2009*                                    |

Fuentes: *The Colonial First State Research* y diversos avisos oficiales.  
Nota: \* Fecha de introducción estimada.

**Gráfico B3.1: Composición del mercado actual mundial de REIT (390 de los REIT listados a partir de 2008)**

Fuentes: Thomson One Banker y previsiones de BBVA.

Pese a su larga historia, los REIT no despegaron realmente hasta 2000, en gran medida impulsados por el boom de los mercados inmobiliarios de Estados Unidos y otros países. En términos de capitalización de mercado, Estados Unidos dispone de una cuota de más del 50% en los REIT de todo el mundo. En su momento álgido, el valor total de mercado de REIT ascendió a 540.000 millones de dólares estadounidenses, donde se atribuyeron 360.000 millones de dólares estadounidenses a los REIT de Estados Unidos. Sin embargo, tras la explosión de la burbuja inmobiliaria, el valor de mercado de REIT descendió en más de un 50% con respecto al pico. (Gráfico B3.2).

**Gráfico B3.2: Capitalización del mercado mundial de REIT**

Fuentes: Thomson One Banker y previsiones de BBVA.

## 2) ¿REITs in China?

A día de hoy, los fideicomisos de inversión en China (distintos a los REIT) también pueden invertir sus fondos en el sector inmobiliario. Por lo general, los activos subyacentes pueden ser créditos para promociones, edificios con fines comerciales o créditos hipotecarios. No obstante, estos fideicomisos tienen poco alcance y normalmente limitan el número de inversores individuales. Según "The



Measures for the Administration of Trust Companies' Assembled Funds Trusts" (Medidas para la administración de fideicomisos de fondos concentrados de instituciones fiduciarias) del Banco Popular de China en 2007, no debería haber más de 50 inversores individuales en cada fideicomiso, pero no existe limitación en cuanto a los inversores institucionales. Por ello, la normativa actual en materia de fideicomisos de inversión limita el alcance de los inversores.

Al objeto de estimular el decaído mercado inmobiliario mediante la ampliación de los canales financieros de los promotores de bienes inmuebles, el Consejo Estatal en uno de sus documentos de reforma regulatoria en diciembre de 2008, dio finalmente luz verde al inicio de las pruebas con los REIT. Debido a la paralización de las ventas inmobiliarias y al frenazo en el mercado de la oferta pública inicial, los promotores inmobiliarios chinos deberían ver con entusiasmo la emergencia de los REIT. Tal como está la situación en estos momentos, la zona costera de Tianjin, el área de Pudong de Shanghai y Shezhén podrían ser los primeros lugares en comenzar las tentativas.

El Banco Popular de China (PBOC) y la Comisión reguladora bancaria de China (CBRC) están en el proceso de formular las normas adecuadas para los REIT. Sin embargo, no existe un plazo límite para publicar las nuevas directrices reguladoras acerca de los REIT. Si los REIT se van a negociar en el mercado de valores, también se verá involucrada la Comisión reguladora del mercado de valores de China (CSRC).

### 3) Marco regulador en otras economías

Los sistemas de los REIT tienden a variar significativamente entre jurisdicciones. Probablemente el marco regulador para los REIT que se está considerando actualmente en China se inclinará hacia en modelo de Hong Kong. Este modelo adopta una fuerte protección al inversor, debe cotizar en un mercado de valores público, no puede administrarse internamente y precisa de la supervisión de un fideicomisario independiente. Además, están sometidos a rigurosas limitaciones con respecto al índice de apalancamiento (por lo general inferior al 45%), al requisito de efectuar valoraciones anuales de la propiedad y a la limitación de operaciones por parte de un asociado, etc. (Tabla B3.2).

**Tabla B3.2: Marco regulador en Asia**

|  | Hong Kong   | Singapur  | Japón   | Australia   | Corea             | Taiwan  |
|--|---|---|---|---|-------------------|---|
| <b>Gestión</b>                         | Externa   | Externa   | Externa   | Interna o Externa                                       | Interna o Externa | Interna o Externa                                       |
| <b>Ratio de inversión inmobiliaria</b> | 100%  | Superior a 70%  | Superior a 75%  | Superior a 50% en renta                                 | Superior a 70%    | Superior a 75%  |
| <b>Inversión extranjera</b>            | Sí  | Sí  | Sí  | Sí  | Sí                | Requiere autorización                                   |
| <b>Proyectos/terrenos incompletos</b>  | 10% del total   | 20% del total   | Sí  | Sí condicional  | Sí condicional    | Prohibido   |
| <b>Responsabilidad</b>                 | 45% del total   | 35% del total   | Sin limitación  | Sin limitación  | 67% del total     | 35% del total   |
| <b>Ratio de reparto de beneficio</b>   | Superior al 90% después de impuestos (Sin depreciación) | Superior al 90% después de impuestos (Sin depreciación) | Superior al 90% después de impuestos (Sin depreciación) | Superior al 90% después de impuestos (Sin depreciación) |                   | Superior al 90% después de impuestos (Sin depreciación) |
| <b>Final abierto o cerrado</b>         | Cerrado   | Cerrado   | Cerrado   | Cerrado   | Cerrado           | Cerrado principalmente                                  |
| <b>Publicado o no</b>                  | Publicado   | Publicado   | Publicado   | Ambos   | Ambos             | Ambos   |

*Fuente: China Real Estate Financing Strategy Report 2008.*

#### 4) ¿Cuándo veremos el primer REIT en China?

Mientras que los promotores e inversores inmobiliarios esperan ávidamente la introducción de un REIT chino, se deben resolver algunos escollos regulatorios clave como el doble régimen fiscal y el registro de los derechos de propiedad. En efecto, el doble régimen fiscal es particularmente problemático y podría alejar a los inversores de los productos REIT. Dado que los edificios con fines comerciales deberían ser los principales instrumentos de inversión para los REIT, la participación de los promotores residenciales es también clave en el éxito de los REIT chinos.

En conclusión, el entorno económico actual debería ser propicio para la emergencia de REIT en China. No obstante, los escollos regulatorios clave deben asimismo superarse. Pese a que llevará tiempo y se verán implicados cuerpos regulatorios y varias agencias gubernamentales, nos mostramos optimistas acerca de su rápida emergencia en China en un futuro próximo.

## Apéndice 1: Políticas más recientes para revitalizar el mercado inmobiliario

En medio de la crisis actual financiera y económica, el gobierno ha invertido rápidamente su rigurosa política monetaria y ha emprendido diversas medidas para respaldar el mercado inmobiliario desde octubre de 2008.

**22 de octubre de 2008:** el gobierno decidió reducir los impuestos en operaciones inmobiliarias y proporcionar tipos de interés preferenciales a los compradores de primera vivienda. La cantidad máxima que podía prestar el fondo de previsión inmobiliaria también se incrementó hasta 1,2 millones de RMB en algunas regiones.

**11 de diciembre de 2008:** el Ministerio de Finanzas, la Administración Fiscal del Estado y el Banco Popular de China de forma solidaria anunciaron una nueva exención fiscal en las adquisiciones de viviendas, revisando la entrada inicial mínima a un 20% con respecto al 30% anterior y el tipo de interés hipotecario se recortó en un 0,27% para los compradores primerizos.

**23 de diciembre de 2008:** el Consejo Estatal decidió no exigir impuestos sobre propiedades vendidas dos años después de su compra, desde hace cinco años. El Banco Popular de China creó normas para efectuar préstamos a los promotores de viviendas de bajo precio y asequibles económicamente, de forma que les ofreció créditos a un 10% menos con respecto a la tasa de interés de referencia. No obstante, los créditos no pueden ser a más de 5 años y tampoco puede exceder el 20% del total de la inversión en un proyecto.

**2 de enero de 2009:** el gobierno central se comprometió a proporcionar viviendas más asequibles para acomodar a la población con rentas bajas y tiene previsto un gasto de 900.000 millones de RMB en los próximos tres años para construir tales viviendas.

**15 de enero de 2009:** las autoridades están considerando un proyecto piloto para que los promotores inmobiliarios recauden fondos a través de fideicomisos de inversión con el fin de aliviar sus restricciones crediticias. Sin embargo, se deberán superar los escollos reguladores principales (véase el Recuadro 3).

**Tabla A1.1: Políticas en el ámbito provincial y local para revitalizar el sector inmobiliario, desde 2008**

| Fecha               | Provincia / Ciudad | Descripción de la política   |
|---------------------|--------------------|--|
| Mayo de 2008        | Shenyang           | El impuesto sobre escrituras de transacciones inmobiliarias descendió de un 4% a un 1,5%.  |
| Junio de 2008       | Chengdu            | 1. Reducción del impuesto sobre escrituras con subvención financiera.<br>2. Políticas de crédito de fondos de previsión inmobiliaria preferenciales.<br>3. Los residentes no permanentes son susceptibles de solicitar créditos de fondos de previsión inmobiliaria con una entrada inicial del 20%, una cantidad máxima de 3 millones y un plazo del préstamo de hasta 30 años. |
| 22 de julio de 2008 | Ciudad de Changsha | El gobierno de la ciudad comenzó a crear políticas preferenciales con respecto al suelo, financiación y fijación de impuestos para las promociones inmobiliarias.  |
| 1 de agosto de 2008 | Xiamen             | Los no residentes que adquieran un piso de entre 70 y 80 m <sup>2</sup> pueden obtener la residencia permanente. Los tipos de interés hipotecario bajo los fondos de previsión inmobiliaria se revisaron a la baja para las viviendas con una superficie de construcción inferior a 144 m <sup>2</sup> .   |
| 4 de agosto de 2008 | Fuzhou             | Reducción a la mitad del impuesto sobre escrituras con el fin de fomentar una promoción inmobiliaria próspera y estable; se amplía el plazo del crédito de fondos de previsión hasta 30 años.  |

|   |           |  |
|---|-----------|--|
| 12 de de agosto de 2008                   | Chongqing | El gobierno de Chongqing alienta a los campesinos a adquirir viviendas en la ciudad para promover la urbanización.   |
| 23 de de agosto de 2008                   | Henan     | La entrada inicial para las viviendas ocupadas por sus propietarios se redujo del 30% al 20% y el plazo del crédito se puede ampliar hasta 20-30 años. Las compras de viviendas asequibles económicamente podrían verse exentas del impuesto sobre operaciones; aquellos que adquirieron viviendas convencionales pueden obtener exención fiscal en operaciones inmobiliarias.   |
| Septiembre de 2008                        | Liaoning  | El crédito de fondos de previsión inmobiliaria se amplió con un vencimiento más extenso y con la admisión de solicitudes exteriores de este tipo de crédito.   |
| 1 de septiembre de 2008                   | Changzhou | Cinco nuevas políticas sobre créditos de fondos de previsión inmobiliaria:<br>1. Las parejas que satisfacen los requisitos para solicitar el crédito podrían obtener un aumento de 300.000 hasta 400.000 de la cantidad máxima del préstamo. Si un miembro de la pareja satisface los requisitos para solicitar el crédito, también se podría obtener un aumento de 180.000 hasta 240.000 en la cantidad máxima del préstamo.<br>2. Si se solicitan más de dos veces créditos de fondos de previsión inmobiliaria, se puede obtener una reducción en la entrada inicial del 40% al 30%. Para aquellos que adquieran viviendas asequibles y viviendas de 90 m <sup>2</sup> o menos, obtendrán reducciones del 20% en la entrada inicial.<br>3. Eliminación del límite máximo en créditos de fondos de previsión inmobiliaria para aquellos que efectuaron la solicitud más de dos veces, pero la cantidad máxima del crédito será equivalente a la que figuraba en la primera solicitud.<br>4. Los residentes no permanentes con un sistema crediticio para fondos de previsión inmobiliaria fuera de la ciudad, pero que desean adquirir una vivienda, son susceptibles de efectuar la solicitud.<br>5. Los propietarios de viviendas podrían cambiar del sistema de créditos para edificios con fines comerciales al sistema de créditos de fondos de previsión inmobiliaria, siempre que sus créditos para edificios con fines comerciales estén totalmente amortizados. |
| 1 de septiembre de 2008                   | Wuhu      | Para los compradores de viviendas, las entradas iniciales para fondos de previsión inmobiliaria se reducen y los impuestos sobre transacciones inmobiliarias también se reducen. Para los promotores, el gobierno ofrece ajustar la oferta del suelo, la implementación del régimen fiscal y las adquisiciones de suelo.   |
| 4 de septiembre - 31 de diciembre de 2008 | Xian      | 1. Los residentes que adquieran viviendas con una superficie inferior a 90 m <sup>2</sup> (90 m <sup>2</sup> inclusive o viviendas de segunda mano de menos de 144 m <sup>2</sup> ) en seis distritos de la ciudad de Xian podrían disfrutar de subvenciones financieras por parte del gobierno de hasta un 1,5 por ciento del total del valor de la vivienda.<br>2. La compra de viviendas de entre 90 y 144 m <sup>2</sup> podría obtener una subvención financiera por parte del gobierno del 1% del total del valor de la vivienda.<br>3. Los residentes que adquieran viviendas convencionales o viviendas de   |

|                          |           |   |
|--------------------------|-----------|---|
|                          |           | segunda mano de más de 144 m <sup>2</sup> podrían obtener subvenciones financieras por parte del gobierno al 0,5% del valor total de la vivienda.<br>4. Los proyectos para viviendas convencionales programados para el 30 de junio de 2009 o antes podrían obtener una reducción de 35 RMB por m <sup>2</sup> sobre el coste de las instalaciones de infraestructura urbana, que originalmente asciende a 150 RMB por m <sup>2</sup> .   |
| 19 de septiembre de 2008 | Nanjing   | 1. Los residentes que adquieran viviendas normales a partir del 1 de octubre de 2008 y hasta el 30 de septiembre de 2009 podrían obtener una subvención, pero la cantidad depende de la superficie que se adquiera. Las compras de viviendas de 90 m <sup>2</sup> o menos (incluso las de segunda mano) disfrutaban de una bonificación del 1% del total del valor de la vivienda; las compras de viviendas de entre 90 y 144 m <sup>2</sup> (incluso las de segunda mano) podrían obtener un 0,5% de bonificación.<br>2. Antes del 30 de septiembre de 2009, los promotores inmobiliarios podrían retrasar el pago o abonar a plazos los costes de las instalaciones de infraestructura y los costes de construcciones de defensa civil.   |
| 22 de septiembre de 2008 | Wuhan     | Los empleados de cuatro tipos de empresas se añaden al sistema de fondos de previsión inmobiliaria.   |
| 7 de octubre de 2008     | Pekín     | Pekín suavizó algunas normas relativas al permiso de preventa de proyectos de promoción.  |
| 13 de octubre de 2008    | Hanzhou   | El gobierno de la ciudad publicó un documento sobre las opiniones acerca de la promoción de mercados inmobiliarios prósperos y estables en Hanzhou.   |
| 14 de octubre de 2008    | Shanghai  | La cantidad máxima para los créditos de fondos de previsión inmobiliaria se modificó a hasta 600.000 por hogar.<br>Se anunció una política que incluía 14 puntos para impulsar el mercado inmobiliario residencial de la ciudad. Las medidas clave fueron: recorte del impuesto sobre escrituras del 1,5% al 1,0% para los compradores primerizos para la adquisición de pisos de menos de 90 m <sup>2</sup> ; exención del impuesto sobre actos jurídicos documentados y del impuesto sobre el valor añadido; reducción de 0,27 puntos porcentuales en los tipos de interés hipotecario bancario; descuento máximo del 30% para compradores primerizos (antes era del 15%) sobre el tipo de interés de referencia; coeficiente mínimo de entrada inicial del 20% (anteriormente el 30%); y reducción de los tipos para créditos de fondos de previsión inmobiliaria en 0,27 puntos porcentuales. |
| 22 de noviembre de 2008  | Nanning   | Los agricultores en zonas rurales pueden obtener efectivo en virtud de las nuevas políticas de suelo y mudarse a las ciudades. Los agricultores pueden cambiar sus derechos de uso del suelo por una suma de dinero, la cual se puede utilizar para establecerse en la capital provincial. Además, los compradores individuales están exentos del impuesto sobre actos jurídicos documentados y del impuesto sobre el valor añadido.  |
| 3 de marzo de 2009       | Guangdong | Tres medidas para estimular el desarrollo del mercado inmobiliario:<br>A. Inversión de 200 millones de RMB adicionales para construir viviendas asequibles a partir de 2009-2011.<br><br>B: Medidas para fomentar la compra de viviendas, en particular: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se suavizan las restricciones sobre las compras de la segunda vivienda.</li> </ul>  |

- |  |  |  |
|--|--|--|
|  |  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Los créditos hipotecarios comerciales aprobados antes del 27 de octubre de 2008 pueden también disfrutar de un tipo de interés preferencial más bajo.</li><li>• Los créditos de fondos de previsión inmobiliaria aumentaron de 10.000 RMB a 20.000 RMB y el plazo del crédito se amplió a 30 años.</li><li>• La venta de propiedades que se hayan conservado durante dos años o más está exenta del impuesto comercial.</li><li>• El impuesto sobre escrituras se reduce a un 1% para los compradores primerizos.</li><li>• Los residentes en Hong Kong, Macao y Taiwán podrían tener los mismos beneficios que los residentes locales a la hora de adquirir una vivienda.</li></ul> |
|--|--|--|

C. Medidas para ofrecer ayudas a los promotores inmobiliarios

- Se puede aplazar el pago de la transmisión de los derechos de uso del suelo.
- El impuesto sobre el valor añadido del suelo se puede abonar a plazos antes de la debida fecha.
- Se fomenta la cotización externa o de acciones de clase A por parte de los promotores inmobiliarios con subvenciones del departamento gubernamental relevante.

Fuentes: varias fuentes y noticias oficiales.

## Apéndice 2: Método de cálculo

Para calcular los precios de equilibrio inmobiliario, hemos utilizado un marco de oferta y demanda de precios inmobiliarios básicos<sup>1</sup>. Tomando como referencia este marco, si el mercado inmobiliario se ajustara a las perturbaciones de forma inmediata, el modelo se acercaría al equilibrio:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1</sup> Véase McCarthy y Peach (2004), "Are home prices the next 'bubble'?" Economic Policy Review, Comisión de la Reserva Federal de Nueva York. Véase también Leung, Chow y Gao, (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 ajuste al mercado inmobiliario de Hong Kong

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

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

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