

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES

En los últimos meses se han sucedido las sorpresas negativas en los principales indicadores de la economía China, después de que estos experimentaran un repunte a principios de año por la reapertura de la economía tras el abandono de la política de «COVID cero». En concreto, el consumo y la inversión han empezado a mostrar señales de agotamiento como factores de crecimiento. Asimismo, ante la debilidad de la demanda global y las tensiones geopolíticas, las exportaciones también se han resentido.

Las incertidumbres económicas se han visto agravadas por los problemas que experimenta su sector inmobiliario, los cuales parecen estar agudizándose. Dichos problemas comenzaron a emerger en verano de 2020, cuando, con el fin de evitar presiones especulativas y reducir el apalancamiento del sector, el Gobierno chino introdujo las llamadas «tres líneas rojas»¹. Esto obligó a los principales promotores inmobiliarios a adoptar criterios de sostenibilidad financiera, limitando así su capacidad de endeudamiento.

Como resultado, algunos de los promotores se enfrentaron a graves problemas de liquidez. De hecho, en septiembre de 2021, las dudas acerca de la solvencia de Evergrande —una de las principales promotoras chinas por tamaño y endeudamiento en aquel momento— intensificaron los temores a que los problemas se extendiesen a una parte mayor del sector inmobiliario, surgiendo la posibilidad de que los impagos desordenados de estas empresas constituyeran un riesgo sistémico global.

Desde entonces, la falta de confianza en la solvencia del sector y en su capacidad para finalizar los proyectos de construcción en curso ha enfrentado a los promotores inmobiliarios a una creciente dificultad en el acceso a la financiación. Efectivamente, tanto los fondos obtenidos por el sector de los mercados y de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios como los captados mediante «preventas» —según las cuales los hogares adelantan un depósito al promotor por una parte elevada

del valor de la vivienda sobre plano— muestran significativos retrocesos (véase gráfico 1).

La reaparición este verano de los problemas de liquidez en algunos de los principales promotores inmobiliarios —entre los que destaca Country Garden, que hubo de pedir un aplazamiento de sus obligaciones de pago— y en intermediarios no bancarios que los financiaban reavivó los problemas de confianza en el sector. Así, las ventas de viviendas se han ralentizado de manera notable en los últimos meses, el resto de la financiación de los promotores se ha contraído de manera intensa y las fuertes caídas en la venta de suelo, en la iniciación de nuevos proyectos de construcción y en la inversión inmobiliaria apuntan a una contracción del sector (véase gráfico 2). En este contexto, los precios de la vivienda se han estancado en los últimos trimestres (véase gráfico 3).

Los problemas parecen concentrados principalmente en los promotores privados, que se encuentran en mayores dificultades financieras. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)², un grupo de promotores que representan de manera conjunta en torno a un 30 % del total de activos del sector se hallarían en 2023 en riesgo de insolvencia —considerando como tal la tenencia de patrimonio negativo—. La situación de los promotores inmobiliarios ha generado ya, además, ramificaciones hacia entidades de intermediación no bancaria, que se encuentran comparativamente más expuestas a este sector. De hecho, algunas entidades financieras, como Zhongrong Trust³, se habrían visto también en dificultades este verano.

La importancia del sector inmobiliario en la economía china ha crecido de manera notable en las últimas décadas, por lo que las dificultades que atraviesa han generado una ola de pesimismo debido a las posibles consecuencias en términos de crecimiento global y estabilidad financiera. Se estima que en torno a un 15 % del PIB y del empleo de China procede del sector inmobiliario, si bien algunos estudios señalan que su

1 En particular, se limitó la capacidad de endeudamiento de los promotores en función de tres ratios: i) la ratio entre pasivos y activos no puede superar el 70 % (excluyendo los pagos adelantados); ii) el apalancamiento neto (deuda menos capital) debe ser inferior al 100 % del capital, y iii) la relación entre las reservas de caja de la empresa y las deudas a corto plazo debe situarse al menos en el 100 %.

2 Véase FMI. (2023). «Global Financial Stability Report 2023: Safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks».

3 Zhongrong Trust es una empresa financiera china de gestión de patrimonios que, a través de su actividad de inversión, constituye una fuente relevante de financiación no bancaria. A finales de 2022 gestionaba fondos por valor de 87 mm de dólares. Está, a su vez, vinculada al conglomerado privado chino de gran tamaño Zhongzhi, con intereses en el sector financiero, la minería y la automoción.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Gráfico 1
Fuentes de financiación de los promotores inmobiliarios (a)



Gráfico 2
Situación del mercado inmobiliario: Cantidades



Gráfico 3
Situación del mercado inmobiliario: Precios



Gráfico 4
Saldo de préstamos al sector inmobiliario sobre préstamos totales. Sector bancario



FUENTES: CEIC y Refinitiv Eikon.

a «Préstamos y mercados de capitales» incluye préstamos domésticos y extranjeros, así como otros fondos extranjeros recibidos para la construcción e inversión en activos fijos. «Financiación propia» se refiere principalmente a fondos extrapresupuestarios recibidos por ministerios, gobiernos locales, empresas e instituciones. «Otros» incluye otras fuentes de financiación como el capital obtenido mediante la emisión de bonos por parte de empresas o instituciones financieras, fondos recaudados de individuos a través de donaciones, y fondos transferidos por otras unidades.

importancia sería aún más elevada si se tienen en cuenta los efectos indirectos sobre otros sectores⁴.

Los problemas de los promotores inmobiliarios se podrían trasladar en mayor medida a los sectores de intermediación

4 A través de las tablas *input-output*, Kenneth Rogoff y Yuanchen Yang. (2021). «Has China's housing production peaked?». *China and the World Economy*, 21(1), pp. 1-31 analizan los efectos de una perturbación en el sector inmobiliario teniendo en cuenta no solo los efectos de primer orden sino los efectos indirectos a través de su interacción con otros sectores, y llegan a la conclusión de que el sector inmobiliario representaría en torno al 29% del PIB en el año 2017.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

financiera bancaria y no bancaria. No obstante, la proporción de préstamos bancarios a promotores inmobiliarios es reducida —entre el 5 y el 8 % del total, según el año— y el sector bancario parece haber limitado su exposición a los mismos en los últimos años (véase gráfico 4). Respecto a los intermediarios financieros no bancarios, su menor sujeción a la regulación bancaria les ha permitido una mayor exposición a sectores de mayor riesgo, como la financiación a promotores y la deuda pública local. El peso del sector de intermediación financiera no bancaria representa, no obstante, un 5 % del sistema financiero chino, tras haberse visto reducido en los últimos años por la acción de los reguladores (véase gráfico 5), que han introducido medidas más severas para evitar los riesgos financieros derivados de esta industria⁵.

La situación del sector inmobiliario también puede afectar a los hogares a través de diversos canales. La solvencia y la fortaleza de los balances de los hogares dependerán en gran medida de la evolución del precio de la vivienda ante una corrección significativa en el sector inmobiliario. Sin embargo, las correcciones en el mercado de la vivienda chino se han producido históricamente en mayor medida en términos de cantidades (esto es, a través del volumen de venta de viviendas), mientras que los precios tienden a mostrar un comportamiento más estable (véanse de nuevo los gráficos 2 y 3). Así, desde 2011, el mayor episodio de corrección de precios no ha superado una caída del 5 %, porcentaje muy inferior al que se observó en Estados Unidos o en España tras la crisis financiera de 2008. No obstante, dado que, como se ha mencionado ya, el sector inmobiliario podría suponer hasta un 15 % del empleo total, una corrección significativa en la construcción y venta de viviendas podría afectar a los hogares, generando una reducción sustantiva de su renta.

En relación con los préstamos hipotecarios para vivienda, el riesgo de impagos generalizados parece de momento limitado. En primer lugar, porque, al igual que sucede con respecto a los promotores, los bancos han reducido su

exposición a este tipo de préstamos en los últimos años (véase gráfico 4). Además, en China, los controles macroprudenciales y la extensión del sistema de preventas han mantenido la relación entre el préstamo y el valor de la vivienda relativamente contenida⁶. Este hecho, combinado con el aumento sostenido del precio de la vivienda en las últimas décadas, ha incrementado la riqueza de los hogares de manera notable, en la medida en que el valor de los activos ha crecido más que el de los pasivos (véase gráfico 6). No obstante, la deuda de los hogares ha aumentado en las últimas décadas significativamente, situándose en niveles similares a los del promedio de las economías avanzadas (véase gráfico 7).

En caso de que se materializara un escenario de impagos severo por parte de hogares y promotores inmobiliarios, el sistema bancario en su conjunto se vería afectado materialmente, pero, de acuerdo con algunas estimaciones disponibles, se mostraría resiliente. El FMI⁷ estima que, en un escenario en el que el 10 % de las exposiciones a los promotores inmobiliarios con dificultades y un 10 % de los préstamos hipotecarios de viviendas se convirtieran en morosos, el 15 % de los bancos pasarían a no cumplir con los requisitos mínimos de capital.

Estos serían en su mayoría bancos pequeños o determinadas entidades «sistémicas a nivel doméstico», mientras que los bancos más grandes⁸ —que tienden a mostrar ratios de adecuación de capital más elevados que los bancos de menor tamaño (véase gráfico 8)— mostrarían resiliencia. En cualquier caso, de momento, la tasa de morosidad se mantiene contenida, en menor medida en el caso de las entidades rurales, que presentan tasas algo más elevadas (véase gráfico 9).

La ralentización del sector inmobiliario también podría agudizar las tensiones de financiación de los gobiernos locales, con ramificaciones sobre el sector financiero a través de los conocidos como «vehículos de financiación de los gobiernos locales» (LGFV, por sus siglas en inglés). Estos

5 Véase Jacopo Timini. (2017). «Los desequilibrios económicos de China y el papel del sector financiero». *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2017, *Artículos Analíticos*, para una descripción con una perspectiva temporal más amplia.

6 La media para la compra de primera vivienda se mantendría en un 63 %, mientras que se reduciría al 38 % para la de segunda vivienda. Véase Kaiji Chen, Qing Wang, Tong Xu y Tao Zha. (2020). «Aggregate and distributional impacts of LTV policy: Evidence from China's micro data». NBER Working Paper Series, 28092, National Bureau of Economic Research.

7 Véase FMI. (2022). «Global Financial Stability Report 2022: Navigating the high-inflation environment».

8 Incluyendo los que se clasifican como «bancos de importancia sistémica global».

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Gráfico 5
Saldo de financiación por intermediarios financieros no bancarios sobre financiación total



Gráfico 6
Cuenta financiera de los hogares (a)

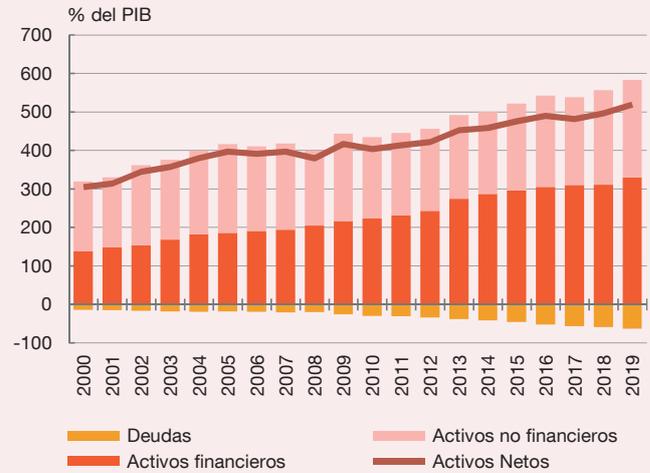


Gráfico 7
Endeudamiento de los hogares (b)

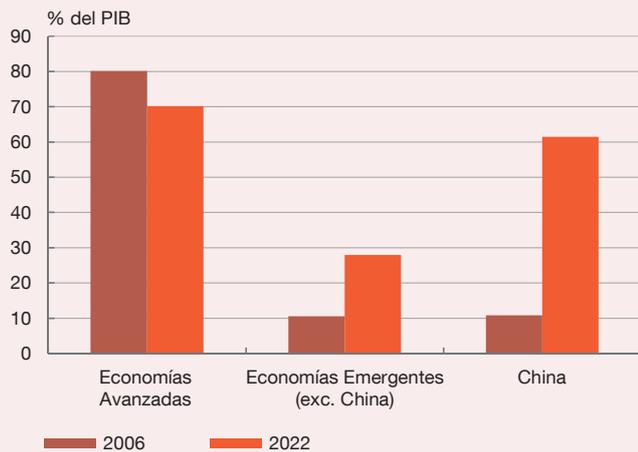


Gráfico 8
Ratio de capital total (c)



FUENTES: CEIC y Fondo Monetario Internacional.

- a La casi práctica totalidad de los activos no financieros de los hogares corresponde a vivienda, y solo una pequeña proporción correspondería a otros activos como vehículos o equipamiento agrícola. Véase «China's National Balance Sheet – 2020», *Center for National Balance Sheet, National Institution for Finance and Development, Chinese Academy of Social Sciences*.
- b El agregado de economías avanzadas incluye las economías de Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Canadá y España ponderadas por su PIB en paridad de poder adquisitivo. El agregado de emergentes excluyendo China incluye, por su parte, las economías de India, Rusia, Indonesia, Brasil y México.
- c En China, las cooperativas de crédito rurales tienden a ser de pequeño tamaño, mientras que los bancos comerciales urbanos tienden a ser de tamaño mediano.

LGFV, que financian infraestructuras y proyectos de construcción de las administraciones locales, adquieren terrenos a los gobiernos municipales y a menudo los utilizan como colateral para obtener financiación con crédito

bancario o a través de emisiones de bonos. El crecimiento exponencial de la deuda de los LGFV —que se estima que suponía en 2022 en torno al 45 % del PIB, según el FMI— ha suscitado preocupaciones debido a su alto apalancamiento,

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Gráfico 9
Ratio de dudosos

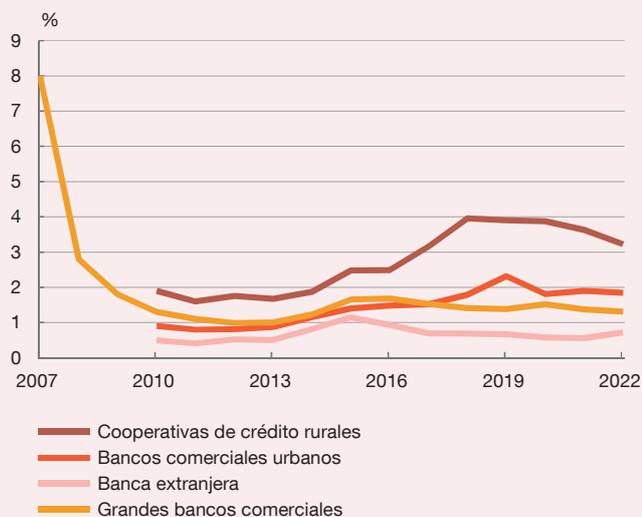
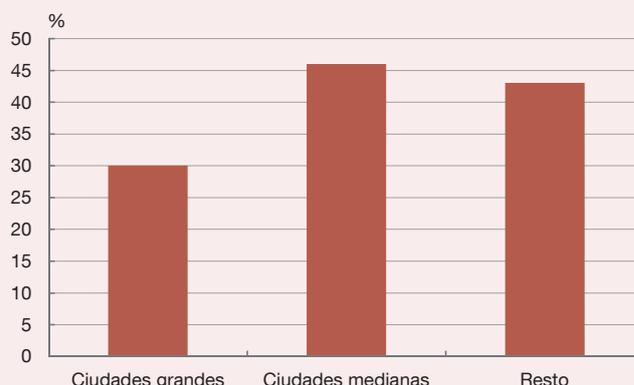


Gráfico 10
Administraciones locales: ingresos procedentes de la venta de suelo (2020) (a)



FUENTES: CEIC y Rogoff y Yang (2022).

a Rogoff y Yang (2022) clasifican las ciudades en tres tramos, de acuerdo con su tamaño e importancia económica. Así, ciudades grandes como Pekín, Shanghái, Cantón, y Shenzhen pertenecerían al tramo 1. Otras, de tamaño más mediano pero históricamente desarrolladas económicamente, como las capitales de provincia o región, estaría en el tramo 2. El resto de ciudades pertenecen al tramo 3. Para un listado más exhaustivo, consúltese Rogoff y Yang (2022). «A tale of tier 3 cities». IMF Working Paper WPIEA2022196.

dada su limitada capacidad para la generación de ingresos y su dependencia de los gobiernos locales.

En China, la venta de suelo representa una parte importante de los ingresos de las administraciones locales, especialmente en municipios de menor tamaño, en los que los ingresos por esta vía pueden representar hasta más del 40% del total (véase gráfico 10). La contracción del mercado inmobiliario reduciría dichos ingresos, lo que podría agravar las tensiones financieras de los gobiernos locales al limitar su margen de política fiscal y, con ello, plantear riesgos adicionales para el sistema financiero chino.

Así, se estima que una parte sustancial de los LGFV no sería viable sin apoyo y reestructuración por parte del Gobierno central. De acuerdo con el FMI, si los bancos terminasen asumiendo la mitad del coste de la reestructuración de la deuda, esto daría lugar a importantes pérdidas bancarias, lo que afectaría principalmente a bancos locales, cuyas ratios de capital podrían situarse por debajo de los mínimos requeridos.

Para contrarrestar los potenciales impactos negativos en la economía china y preservar la estabilidad financiera, el

Gobierno de este país ha puesto en marcha una amplia batería de medidas.

Estas incluyen la reestructuración de la deuda de los promotores más afectados y la provisión de liquidez para que puedan finalizar los proyectos en curso. Además, con el fin de estimular la demanda de vivienda mediante la mejora del acceso a la financiación de los hogares, en septiembre de este año el Gobierno chino implementó una de las relajaciones más sustanciales de la regulación del mercado de la vivienda desde 2015, que incluía instrumentos tales como rebajas en los pagos iniciales requeridos en las operaciones de compraventa de vivienda o en los tipos de interés mínimos regulados en los préstamos hipotecarios. Este tipo de relajaciones podrían reevaluarse dependiendo de la evolución del sector, con el fin de evitar potenciales desequilibrios a medio y largo plazo.

Otras medidas, como la bajada de los principales tipos de interés de la política monetaria, también buscarían apoyar este sector y la economía en su conjunto. En cualquier caso, los efectos de estas medidas son todavía muy inciertos y no se dispone de estimaciones sobre su efectividad e impacto económico.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Respecto a la transmisión de estos riesgos a la economía global, esta podría producirse a través de varios canales.

En primer lugar, se encuentra el canal comercial. En el caso de la economía europea, esta está notablemente expuesta a la demanda china de manera directa (a través de las exportaciones) o indirecta (mediante la venta de bienes a países que exportan a China). En el caso del área del euro, en 2022 China representaba el 16 % de las importaciones extracomunitarias y el 7,3 % de las exportaciones, según datos de Eurostat.

En segundo lugar, China es uno de los principales demandantes de materias primas energéticas y metálicas, por lo que sería de esperar que una ralentización del crecimiento en China redujera su precio, de manera especial en el caso de las materias primas metálicas, que muestran mayor sensibilidad a la actividad del sector inmobiliario en China.

Finalmente, existe un tercer canal, el de las exposiciones financieras, con una importancia más reducida debido a la limitada apertura de la cuenta de capital de China. Los canales indirectos incluyen el posible aumento de la incertidumbre y el eventual deterioro de la confianza

global, que podrían dar lugar a un episodio de repunte de la aversión al riesgo en los mercados internacionales, con caídas bursátiles y mayores primas de riesgo.

Los efectos que sobre el crecimiento económico de España y el área del euro tendría una eventual desaceleración significativa de la economía China serían acotados, salvo en el caso de que se materializaran escenarios severos. Algunas estimaciones disponibles realizadas por el Banco de España que analizan los efectos de una ralentización de la economía china que se transmitiera a través de los tres canales mencionados con anterioridad —comercial, materias primas y confianza—⁹ apuntan a que una reducción de 1 punto porcentual (pp) en el crecimiento de este país podría llevar a una disminución del crecimiento de en torno a 0,2 pp en España y 0,3 pp en la Unión Económica y Monetaria. Por su parte, en su informe de septiembre de 2023, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico¹⁰ estima que una brusca desaceleración de China caracterizada por un escenario de cola en el que el PIB se redujera en 2 pp y tal reducción se viera acompañada de un fuerte endurecimiento de las condiciones globales de financiación, el crecimiento en Europa podría reducirse en torno a 0,8 pp.

9 Dichos canales se consideran a través de una simulación realizada mediante el modelo macroeconómico NiGEM, con el que se simula una caída permanente de 1 pp en el crecimiento de China, de la que el 80 % se debe a la inversión —canal comercial—. Además, se introduce un *shock* negativo del 6,9 % en el precio del petróleo y del 7,8 % en el precio de los metales industriales, consistente con dicha caída de 1 pp en el crecimiento en China —canal precio de materias primas—. Finalmente, se asume que el deterioro de la confianza y el aumento de la incertidumbre como consecuencia de la desaceleración se concretan en una corrección del 10 % en las bolsas de China, Europa, Japón y Estados Unidos, un aumento de 50 puntos básicos (pb) de la prima de riesgo de las acciones y una subida de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes —canal confianza—. Véase Bing Xu, Moritz Alexander Roth y Daniel Santabárbara. (2019). «Impacto global de una desaceleración en China». *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2019, Artículos Analíticos.

10 Véase OCDE. (2023). «OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023. Confronting Inflation and Low Growth».