

Zachte landing Chinese woningmarkt

Tot ver in 2011 stegen de huizenprijzen in China, maar inmiddels is dit overgegaan in een lichte daling. Dit is mede het gevolg van maatregelen van de autoriteiten om de woningmarkt af te koelen. Vanwege het toenemende gewicht van China in de wereldeconomie zou een crisis op de onroerendgoedmarkt de economische en financiële stabiliteit wereldwijd kunnen aantasten. Gegeven de kenmerken van de Chinese woningmarkt en de grote invloed van de Chinese overheid op deze markt, is een dergelijke crisis echter niet aannemelijk.

PIET BUITELAAR

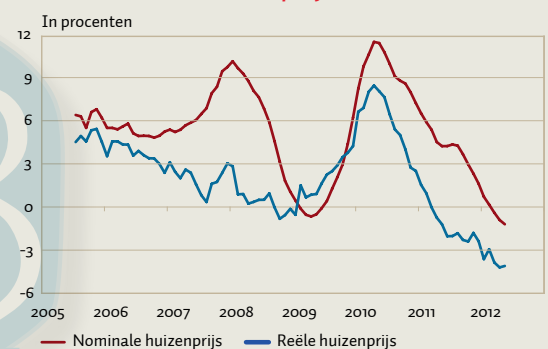
Econoom bij De Nederlandsche Bank en universitair gastdocent aan de Guangxi University

De Chinese huizenmarkt heeft een aantal specifieke kenmerken waardoor deze verschilt van die van de West-Europese landen. Een eerste kenmerk is dat onroerend goed als belegging wordt beschouwd (tweede of derde huis) omdat er, behalve aandelen en spaardepotito's bij de bank, weinig beleggingsalternatieven zijn. Een tweede kenmerk is de urbanisatie die de vraag naar woningen sterk doet stijgen. Een derde kenmerk is de relatief geringe hypotheekschuld van gezinnen: ongeveer een kwart van het beschikbare gezinsinkomen (IMF, 2011b). Ten slotte: de centrale bank en de bancaire toezichthouder hebben een sterke greep op de omvang en voorwaarden van de hypothecaire kredietverlening, waardoor zij de woningmarkt kunnen bijsturen. Overigens moet in aanmerking worden genomen dat de Chinese statistieken betreffende de woningmarkt niet de kwaliteit van de westerse landen hebben.

ONTWIKKELINGEN

Medio 2010 liep de ongewogen gemiddelde nominale procentuele stijging van de huizenprijzen in de 70 grootste steden van China in de dubbele cijfers (figuur 1). Overigens was dit internationaal gezien nog gematigd. In de periode 2005–2010 was de gemiddelde jaarlijkse reële – voor de consumentenprijsindex gecorrigeerde – prijsstijging van woningen in China 2,8 procent, wat laag is in vergelijking met andere landen vóór het barsten van de zeepbel van de onroerendgoedmarkt. Ter vergelijking: in Spanje was dat 8,9 procent, en in Ierland 6,5 procent tussen 2000 en 2007. Vanwege de sterke groei van de kredietverlening en uit vrees voor het ontstaan van zeepbellen op de woningmarkt werd in de loop van 2010 het monetaire beleid verkrappt en werden de voorwaarden voor hypothecair krediet fors verscherpt. De bancaire toezichthouder heeft voor hypothecair krediet voor het eerste huis de verplichte aanbetalingsverhoogd van 20

Jaarmutaties huizenprijzen¹ **FIGUUR 1**



¹ Ongewogen gemiddelde. Periode juli 2005 – mei 2006 gewogen prijs.

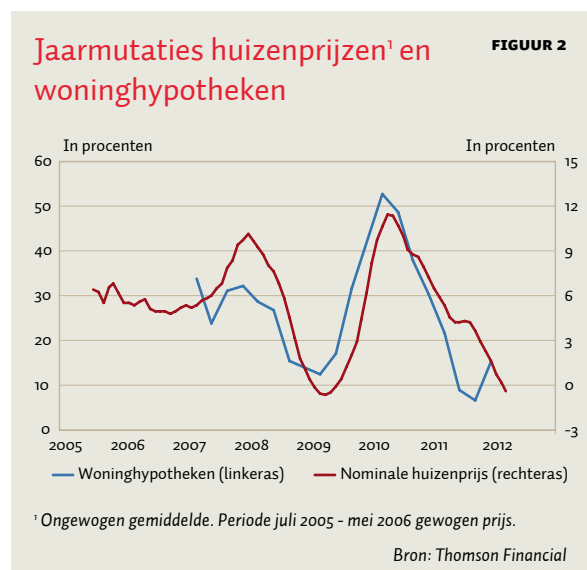
Bron: Thomson Financial

naar 30 procent en voor een tweede huis van 40 naar 60 procent. Voor hypothecaire financiering van een derde huis is een stop afgekondigd (Deutsche Bank, 2011; BBVA, 2011; Allen *et al.*, 2012). Dit beleid heeft effect gehad. In 2011 zwakte de prijsstijging van woningen geleidelijk af, van 4,3 procent jaar-op-jaar in juli, naar 0,7 procent in januari 2012 en -1,2 procent in mei 2012 (figuur 1). De hypothecaire kredietverlening groeide in 2010-2011 zeer sterk maar ontwikkelt zich nu gematigd (figuur 2). Deze snelle verscherping van het beleid is mogelijk omdat de centrale bank de bevoegdheid heeft de banken voorschriften te geven inzake de omvang en voorwaarden van de kredietverlening. Figuur 2 laat zien dat dit beleid snel doorwerkt in de huizenprijzen.

Vanuit de vraagzijde gezien kunnen ontwikkelingen als urbanisatie en inkomensgroei een prijsstijging van onroerend goed rechtvaardigen. China kent een voortgaande, sterke verstedelijking die de vraag naar woningen doet stijgen. In 2000 woonde 36 procent van de bevolking in een stad en nu

is dat de helft (National Bureau of Statistics of China, 2011). Daarmee is sinds 2000 het aantal stedelijke inwoners met 210 miljoen gestegen. Sinds 2005 zijn de nominale en reële beschikbare inkomens in de stedelijke gebieden sterker gestegen dan de huizenprijzen (figuur 3a). Deze huizenprijzen zijn gebaseerd op het gemiddelde van de 70 grootste steden. In de periode 2005-2011 is het reëel beschikbaar inkomen per capita gemiddeld met elf procent per jaar gestegen. Sinds eind 2009 is er een versnelling in de ontwikkeling van de huizenprijzen, maar is er ook een versnelde inkomensgroei. De

Deze snelle verscherping van het beleid is mogelijk omdat de centrale bank de bevoegdheid heeft de banken voorschriften te geven in zake de omvang en voorwaarden van de kredietverlening



huizenprijs-inkomensratio op geaggregeerd niveau is gedaald zodat de gemiddelde betaalbaarheid is verbeterd.

Achter dit macro-beeld kan echter een uiteenlopende ontwikkeling op regionaal niveau schuil gaan. Het is niet uit te sluiten dat in een aantal grote steden de stijging van de huizenprijzen sterker is dan urbanisatie en inkomensstijging rechtvaardigen. Binnen de vijf grootste steden (Beijing, Sjanghai, Guangzhou, Chongqing en Tianjin), blijkt dat alleen in Beijing de laatste jaren de huizenprijzen sterker zijn gestegen dan de beschikbare reële inkomens (figuur 3b). In de andere vier steden komt het beeld overeen met het nationale niveau zoals in figuur 3a. Dit zou voor Beijing kunnen wijzen op de vorming van een zeepbel. Het voorgaande komt overeen met de constatering van het IMF, dat er over China als geheel geen aanzienlijke overwaardering is van de huizenprijzen, maar mogelijk wel in bepaalde steden of segmenten: *“At the national level, prices do not appear out of line with fundamentals but certain cities still look ‘bubbly.’”* (IMF, 2011a).



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Aan de ruime kredietverlening is inmiddels een einde gekomen en de prijsstijging is overgegaan in een prijsdaling. Afgelopen mei was er in driekwart van de 70 grote steden van China een daling van de huizenprijzen in vergelijking met een jaar geleden (National Bureau of Statistics of China, 2012). Sinds enige tijd maken persberichten melding van leegstand in grote steden. Leegstaande goedkopere huizen zullen bij voortgaande migratie na verloop van tijd worden bewoond. Echter, leegstand in de top van de markt kan wijzen op een langdurig gebrek aan kopers, wat kan leiden tot prijsdaling en verliezen bij bouwers en projectontwikkelaars. Deze anekdotische informatie is echter moeilijk te duiden omdat er voor leegstand geen recente cijfers op nationaal of regionaal niveau of per segment beschikbaar zijn.

Bij het inschatten van de kans op een sterke prijsdaling moet in aanmerking worden genomen dat het aanbod van woningen in China relatief sterk en snel reageert op de vraag en de prijs. Bij prijsstijging van woningen worden meer woningen in aanbouw genomen en bij prijsdaling trekt het aanbod zich terug. Figuur 4a en 4b illustreren dit verband. Een uitbijter in de data door invoering van een stimuleringsplan in november 2009 is hierbij weggelaten. Deze reactie van het aanbod voorkomt de opbouw van een excessief hoger prijs-

niveau, terwijl anderzijds een sterke prijsdaling wordt voorkomen. Dit komt overeen met de uitkomsten van de studie van Ahuja *et al.* (2010) dat in de meeste grote steden, door marktwerking en overheidsbeleid, een initiële afwijking van de huizenprijzen ten opzichte van een benchmark binnen een jaar weer ongedaan wordt gemaakt.

BANCAIRE ASPECTEN

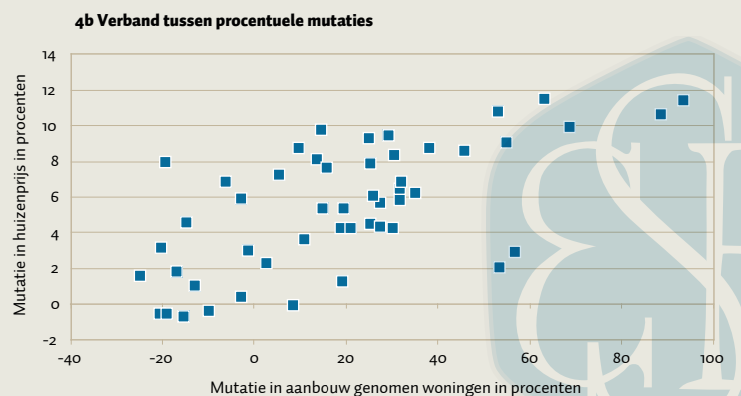
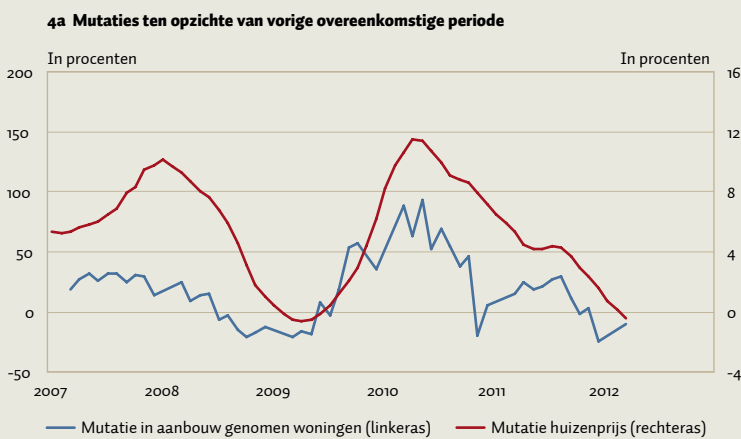
Prijsdaling van onroerend goed heeft gevolgen voor de banken. Bij de vijf grootste banken van China heeft 30 à 45 procent van de kredieten een onderpand dat grotendeels uit onroerend goed bestaat (IMF, 2011b). Prijsdaling vermindert de waarde van het onderpand en daarmee de kwaliteit van de kredieten.

Daling van de grondprijzen vermindert de inkomsten van de lagere overheden, wat het aflossen van hun hoge schulden bij het bankwezen bemoeilijkt. Met een omvang van twaalf procent van het bbp heeft de onroerendgoedsector een belangrijke positie in de Chinese economie.

Anderzijds beperken de kenmerken van de woningmarkt van China de gevolgen van een prijsdaling. Rond dertien procent van de kredietverlening van de banken betreft de hypothecaire kredietverlening aan gezinnen en zeven procent kredieten aan projectontwikkelaars (IMF, 2011b). Een dergelijke *exposure* van twintig procent van de kredietverlening aan de markt voor onroerend goed is internationaal gezien laag. Daarnaast wordt de aankoop van woningen in China voor dertig procent verplicht met eigen geld gefinancierd. De uitstaande hypotheekschuld van gezinnen ten opzichte van het beschikbare inkomen stijgt weliswaar, maar is nog steeds laag: 19 procent in 2008; 26 procent in 2011. Het aandeel van de oninbare kredieten in de totale kredietverlening van de banken is ruim 1 procent en bij de hypothecaire kredietverlening aan gezinnen 0,4 procent (CBRC, 2011; People's Bank of China, 2011). Dit is internationaal gezien laag. In Nederland is het aandeel van de oninbare kredieten bij de bancaire kredietverlening 2,7 procent (2011), in Italië 7,8 procent (2010), in Spanje 4,6 procent (2010) en in de Verenigde Staten 4,7 procent (2011) (World Bank, 2012). Hierbij moet echter in aanmerking worden genomen dat veelal pas na verloop van tijd blijkt dat kredietnemers niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. In 2009 nam in China de hypothecaire kredietverlening aan gezinnen toe met 25 procent en in 2010 met meer dan 40 procent. Pas enkele jaren later kan blijken dat een deel van deze kredieten van slechte kwaliteit is en bij de banken tot slechte leningen leidt. Er kan dus nog iets in de pijplijn zitten.

Het IMF (2011b; 2012) heeft in samenwerking met de centrale bank en de bancaire toezichthouder van China stresstesten op het Chinese bankwezen uitgevoerd. Daarbij is het effect van een daling van de huizenprijzen bezien in combinatie met veronderstellingen omtrent de groei van de geldhoeveelheid, de rente en de wisselkoers, tot uitdrukking komend in een lager groeitempo van het reële bbp. Bij een combinatie van een daling van de huizenprijzen met 7 procent en een terugval van de reële bbp-groei naar 7 procent ('milde' scenario) stijgt de non-performing loans ratio naar 5 procent. Bij een 'medium' scenario van een prijsdaling van onroerend goed met 16 procent en een bbp-groei van 5 procent wordt het aandeel van de oninbare kredieten ruim 6 procent. Bij een 'ernstig' scenario met een daling van de onroerend goed prij-

In aanbouw genomen woningen¹ en huizenprijs² FIGUUR 4



¹ Data verkochte oppervlakte voor januari en februari zijn geëxtrapoleerd.
² Ongewogen gemiddelde. Periode juli 2005 - mei 2006 gewogen prijs.

SINDE 1916

Bron: Thomson Financial

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

zen van 26 procent en een reële bbp groei van 4 procent stijgt het aandeel van de oninbare kredieten naar 8 procent. Bij dit ernstige scenario bleef de *capital adequacy ratio* van het bankwezen als geheel nog op de vereiste 8 procent, maar bij een aantal banken, tezamen een kwart van de bancaire activa presenterend, werd deze norm niet gehaald. Het IMF tekent echter aan dat de risicoanalyse werd gehinderd door gebrek aan financiële data, onvolledige informatie en opgeworpen belemmeringen bij de toegang tot vertrouwelijke cijfers.

ZORGEN

De nog steeds hoge huizenprijzen zijn een grote zorg voor de regering omdat dit de sociale stabiliteit bedreigt. Recent heeft premier Wen gesteld dat de huizenprijzen te hoog zijn, dat prijsdaling welkom is en dat het restrictieve beleid ten aanzien van de hypothecaire kredietverlening zal worden gehandhaafd. Dit betekent waarschijnlijk dat de autoriteiten enige prijsdaling zullen toelaten. In de huidige situatie van een lichte prijsdaling worden minder huizen in aanbouw genomen, terwijl reële inkomensgroei en voortgaande urbanisatie onderliggend de markt ondersteunen. Waarschijnlijk voorkomen deze aanbod- en vraagfactoren op korte termijn een sterke prijsdaling. De voortgaande urbanisatie en de ermee gepaard gaande gestegen welvaart zal op lange termijn de vraag naar nieuwe woningen sterk doen stijgen. Nu woont de helft van de Chinese bevolking in de steden, maar naar verwachting zal dit in 2020 zijn gestegen naar zestig procent. In de komende twintig jaar zullen naar verwachting nog 300 miljoen mensen van de landelijke naar de stedelijke gebieden trekken (China Economic Net, 2012).

Mocht zich niettemin een sterke prijsdaling voordoen, dan is te verwachten dat de centrale bank het monetaire beleid zal verruimen en de bancaire toezichthouder de hypotheekvoorwaarden versoepelt. Dit voorkomt een vrije val van de huizenprijzen. Waar voor de autoriteiten dit omslagpunt naar stimuleren ligt, valt niet te zeggen. Een belangrijke factor is de mate waarin de afzwakkende economische activiteit in de westerse landen de Chinese export treft. In april 2012 lag het exportvolume van China op hetzelfde niveau als een jaar tevoren. Ontslagen in de exportindustrie en terugval in inkomens maakt het voor gezinnen moeilijker om aan hun hypothecaire verplichtingen te voldoen, waardoor de slechte leningen bij de banken kunnen toenemen. Een langdurige daling van het aantal in aanbouw te nemen woningen leidt tot een inkrimping van de activiteiten van bouwers en projectontwikkelaars. Daarbij komt dat de onvrede onder de bevolking van China toeneemt. Al met al blijven er zeker risico's aanwezig voor de financiële en economische stabiliteit. Van belang is in dit verband dat er in het najaar nieuwe leiders aantreden. In die situatie en om sociale en politieke stabiliteit te behouden zal men beleidsmatig alles uit de kast halen om de economische groei op peil te houden zodat de wisseling van het leiderschap rimpelloos kan verlopen. Een vrije val van de huizenprijzen met desastreuze effecten voor de algemeen-economische ontwikkeling zal men ten koste van alles willen voorkomen.

CONCLUSIE

Er is nu een daling van de huizenprijzen in China, mede als gevolg van een meer restrictieve hypotheekverstrekking. Een crisis op de onroerendgoedmarkt met een sterke prijsdaling zou de mondiale economische en financiële stabiliteit kunnen aantasten. Een dergelijke crisis is echter niet te verwachten. De daling van de huizenprijzen lokt als marktreactie uit dat minder huizen in aanbouw worden genomen, terwijl reële inkomensgroei en voortgaande urbanisatie de markt ondersteunen. Bovendien zijn de hypotheekschulden van gezinnen relatief laag, wat de schade voor de banken beperkt. Met het oog op de toenemende sociale onrust en de leiderschapswisseling in het najaar, is het voor de autoriteiten van groot politiek belang dat een sterke prijsdaling met desastreuze effecten wordt voorkomen. De autoriteiten hebben een sterke greep op de financiële sector en de woningmarkt, en zullen waarschijnlijk slechts een beperkte prijsdaling toelaten.

LITERATUUR

- Ahuja, A., L. Cheung, G. Han, N. Porter en W. Zhang (2010) Are house prices rising too fast in China? *IMF Working Paper*, 10(274).
- Allen, F., J. Qian, C. Zhang en M. Zhao (2012) China's financial system: opportunities and challenges. *NBER Working Paper Series*, 2012(17828).
- BBVA (2011) *Real estate outlook China*. Hongkong: BBVA.
- CBRC (2011) *Annual Report 2010*. Beijing: China Banking Regulatory Commission.
- China Economic Net (2012) *China's urbanization rate to further boom*. Publicatie op en.ce.cn.
- Deutsche Bank (2011) *China's housing markets*. Frankfurt am Main: Deutsche Bank Research.
- Hong Kong Monetary Authority (2010) *Half-yearly monetary and financial stability report*. Hongkong: Hong Kong Monetary Authority.
- IMF (2011a) *People's Republic of China: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*. Washington: Internationaal Monetair Fonds.
- IMF (2011b) *People's Republic of China: Financial system stability assessment*. *IMF Country Report*, 11(321).
- IMF (2012) *Global Financial Stability Report*. Washington: Internationaal Monetair Fonds.
- National Bureau of Statistics of China (2011) *China Statistical Yearbook 2011*. Beijing: China Statistics Press.
- National Bureau of Statistics of China (2012) *Sales price indices of residential buildings in 70 large and medium-sized cities, 2012(05)*.
- People's Bank of China (2011) *China financial stability report*. Beijing: China Financial Publishing House.
- World Bank (2012) *Bank nonperforming loans to total gross loans (%)*. Data op data.worldbank.org.