



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

## **MESTRADO**

DESENVOLVIMENTO E COOPERAÇÃO INTERNACIONAL

2016-2018

### **TRABALHO FINAL DO MESTRADO**

MERCADO IMOBILIÁRIO CHINÊS: A MAIOR BOLHA DA HISTÓRIA?

ZHENZHEN LIU (NÚMERO DE ALUNO:L47478)

**ORIENTADOR:**

PROFESSOR: VITOR MANUEL MENDES MAGRIÇO

10-2018



## Mercado Imobiliário Chinês: a maior bolha da história?

Zhenzhen Liu

### RESUMO

Para além da habitação própria, muitas famílias chinesas têm adquirido segundas habitações com o objetivo de investimento. Em larga medida, o financiamento provem de empréstimos bancários. O mercado da habitação tem crescido significativamente, com os preços das casas a aumentarem para níveis que se podem tornar insustentáveis. De acordo com a Associação do Setor Imobiliário da China, o preço médio duma habitação em Guangzhou, a terceira maior cidade da China, era de 8555 yuans (1069.38 euros) por metro quadrado em 2018, sendo agora de 31073 yuans (3884.13 euros). A dúvida que se coloca neste momento é saber se existe margem para esses preços continuarem a subir ou se, pelo contrário, já atingiram o seu máximo e se se está à beira do rebentamento de uma bolha imobiliária, com as consequências conhecidas doutras experiências, nomeadamente dos EUA.

Neste contexto, o presente estudo pretende analisar qual a verdadeira situação do mercado imobiliário chinês, tendo como termo de comparação o que se passou nos EUA em 2008, com o objetivo de perceber qual a evolução futura mais provável. Neste sentido, foi feito um enquadramento teórico do tema e foram recolhidos dados como os preços de venda das casas e as taxas de juro associadas aos empréstimos bancários para efeitos de compra de habitação com o objetivo de concluir se existe uma bolha no mercado imobiliário chinês. Adicionalmente, debruçamo-nos também sobre as medidas tomadas pelo governo da China para evitar uma crise do imobiliário que se possa traduzir numa crise financeira que se alastre a toda a economia pondo em causa o ritmo de desenvolvimento económico que a China tem registado nos últimos anos.

Palavras-chave: China, crise financeira, imobiliário, bolha



## ABSTRACT

In addition to own housing, many Chinese families have purchased second houses besides for owner occupied. For many people, the funding comes from bank loans. Recent years, the housing market is exploding, with house prices rising to levels that can become unsustainable. According to the China Real Estate Association, the average price of housing in Guangzhou, the third-largest Chinese city, was 8555 yuan (1069.38 euros) per square meter in 2018, and now stands at 31073 yuan (3884.13 euros). The question at present is whether there is room for such prices to continue to rise or whether they have already reached their peak and whether they are on the verge of a bursting of a housing bubble. The present issues should be focused on such as is there any space for the price rising with the consequences of other from the USA.

In this context, the present study intends to analyze the real situation of the Chinese real estate market, having as comparison term what happened in the USA in 2008, in order to perceive the most probable future developments. In this sense, a theoretical framework of the theme was made and data such as the sale prices of the houses and the interest rates associated with the bank loans for the purchase of housing were collected in order to conclude whether there is a bubble in the Chinese real estate market. In addition, we also study on the measures of Chinese government to avoid a real estate crisis, which could lead to a financial crisis even spreading to the whole economy and undermining China's pace of economic development in recent years.

Keywords: China, financial crisis, real estate, bubble



## ÍNDICE

RESUMO.....	2
ABSTRACT.....	3
LISTA DE ABREVIATURAS.....	6
INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO 1 - O PAPEL DAS BOLHAS IMOBILIÁRIAS NAS CRISES FINANCEIRAS: A CRISE DE 2008 NOS EUA.....	8
1.1. Breve descrição da crise financeira de 2008 nos Estados Unidos.....	8
1.2. Os fatores explicativos da crise.....	10
CAPÍTULO 2 – O SETOR IMOBILIÁRIO NA CHINA.....	15
2.1 Reforma da política habitacional e sistema de fornecimento de terreno urbano.....	16
2.2 Sistema de financiamento para habitações na China.....	18
2.3 Urbanização e migração interna na China.....	21
2.4 As fases de desenvolvimento do setor do imobiliário da China.....	22
2.5 O mercado imobiliário chinês dos últimos 10 anos.....	25
CAPÍTULO 3 – O PAPEL DO GOVERNO CHINÊS NA CONTENÇÃO DA BOLHA IMOBILIÁRIA E O POSSÍVEL IMPACTO DUMA EVENTUAL BOLHA SOBRE A ECONOMIA DA CHINA.....	30
3.1 A bolha imobiliária com características chinesas.....	30
3.1.1 A oferta de terreno e a procura de habitações.....	30
3.1.2 Empréstimos hipotecários.....	31
3.1.3 A especulação e o <i>feedback</i> .....	33
3.2 Política de controlo de empréstimos.....	36
3.3 Política de regulamentação de fornecimento de terreno.....	36



3.4 Política de controlo abrangente.....	37
3.5 Medidas recentes de contenção.....	38
CONCLUSÃO.....	40
Bibliografia:.....	42



## LISTA DE ABREVIATURAS

BPC – Banco Popular da China

PIB - Produto Interno Bruto

EUA - Estados Unidos da América

FIRREA - Recuperação e Fiscalização de Instituições Financeiras

HPF - Fundo de Previdência de Habitação

ICBC - Banco Industrial e Comercial da China

ABC - Banco Agrícola da China

BC - Banco da China

CCB - Banco de Construção da China

BOC - Banco de Comunicação

CBRC - Banco Popular da China e Comissão Reguladora

OMC - Organização Mundial do Comércio

MLR - Ministério da Terra e Recursos

CSRC - Comissão Reguladora de Valores Mobiliários

NDRC - Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma da República Popular da China



## INTRODUÇÃO

De acordo com dados do Departamento Nacional de Estatística da China, em 2016 o setor imobiliário representou 6,5% do PIB chinês e na primeira metade de 2017 o investimento naquele setor foi de 5.061.000.000.000 yuans (equivalente a 632.625.000.000 euros), com um aumento de 8,5% em relação ao mesmo período do ano anterior. Na primeira metade de 2017, o investimento residencial foi de 343.180.000.000 yuans (equivalente a 42.897.500.000 euros), com um aumento de 10,2% em relação ao mesmo período do ano anterior, tendo a velocidade de aumento crescido 0,2%.

Desde 1994 que vários especialistas têm vindo a chamar a atenção para a possibilidade de se estar a formar uma grande bolha no mercado imobiliário da China cujo rebentamento poderá ter consequências desastrosas sobre a economia chinesa. Até agora, a bolha, a existir, não rebentou e os preços das habitações continuam a subir. Por exemplo, em 2016 o preço das casas em Sanshui, uma pequena cidade de terceiro nível, disparou numa noite de julho de 4500 yuans por metro quadrado (equivalente a 562.5 euros) para 10.000 yuans (equivalente a 1250 euros) depois da abertura de uma nova linha de comboio de alta velocidade.

Neste contexto, é legítimo colocar as seguintes questões a que este estudo pretende responder: será que o mercado imobiliário na China regista atualmente uma bolha? Está o Governo chinês a tomar as medidas suficientes e adequadas para evitar a formação e o rebentamento de uma bolha imobiliária? Poderá a China sofrer um abalo financeiro semelhante ao que sofreram os EUA em 2008, com as consequências que são conhecidas sobre a economia mundial?

Em termos metodológicos, tentou-se compreender a formação de bolhas imobiliárias e de crises financeiras à luz dos desenvolvimentos teóricos existentes e da recente experiência ocorrida nos EUA (Capítulo 1). Seguidamente estudaram-se os desenvolvimentos e o comportamento recente do mercado imobiliário chinês que passou de um mercado inteiramente controlado pelo Estado na lógica de uma economia de



planeamento central para um mercado mais liberalizado e em larga medida gerido pela lei da procura e da oferta (Capítulo 2). Num terceiro momento, analisamos as políticas que o Governo chinês tem levado a cabo no sentido de perceber até que ponto são adequadas para combater uma possível bolha imobiliária cujo rebentamento traria consequências inevitáveis sobre a economia chinesa (Capítulo 3). O trabalho termina com um ponto conclusivo onde se retomam as questões colocadas anteriormente no sentido de apresentar possíveis respostas.

## CAPÍTULO 1 - O PAPEL DAS BOLHAS IMOBILIÁRIAS NAS CRISES FINANCEIRAS: A CRISE DE 2008 NOS EUA

### 1.1. Breve descrição da crise financeira de 2008 nos Estados Unidos

A manhã do dia 15 de setembro de 2008 foi uma manhã negra e o dia, segunda-feira, foi um dia negro para os mercados financeiros e para o setor bancário americano. Um dos bancos de investimento mais tradicionais dos Estados Unidos, o Lehman Brothers, foi à falência e, de repente, as bolsas do mundo reagiram e a crise alastrou-se. O comportamento do setor imobiliário esteve na origem desta crise.

Nas décadas de 1980 e 1990, o governo americano estimulou o setor imobiliário, especialmente através da política de obtenção de empréstimos com garantias hipotecárias. Para possibilitar o acesso à aquisição de casa própria por famílias menos favorecidas e de baixos rendimentos foram tomadas medidas, tanto através de políticas de *marketing* como através de alterações do ambiente regulatório com ajustamentos na legislação, para que a aquisição de imóveis fosse estimulada, de que é exemplo o Ato de Reforma, Recuperação e Fiscalização de Instituições Financeiras estabelecido em 1989 (FIRREA).

Mais tarde, em 2001, quando George W. Bush assumiu o cargo de presidente, começou-se a promover um programa intitulado de “*sociedade de proprietário*”. Em 2002, pediu-se aos financiadores de hipotecas para ajudar a criar um adicional de 5,5



milhões de proprietários de imóveis entre as minorias, até ao fim da década. Um ano depois, foi assinada a Lei de Sinal de Entrada para o Sonho Americano, oferecendo até 10 mil dólares a famílias de baixos rendimentos, pagando o sinal de entrada na compra de uma casa nova.

Os bancos e as instituições começaram então a oferecer empréstimos “só-juros”, empréstimos sobre renda declarada e hipotecas com várias opções de juro ajustáveis. Adicionalmente havia a possibilidade de refinanciamento dos imóveis, ou seja, as pessoas que não tinham condições de pagar podiam pedir empréstimos novamente dando como garantia os imóveis financiados. As principais empresas hipotecárias compravam as carteiras de empréstimos de outros bancos e convertiam uma parte desses empréstimos em títulos lastreados por hipotecas. Como o número de famílias de baixa renda aumentou através desta operação, a proporção de títulos lastreados por este tipo de hipotecas no mercado também aumentou, desregulando o mercado financeiro.

Estas políticas fizeram com que a aquisição de imóveis atingisse recordes históricos em 2006, sendo que quase metade das aquisições estava relacionada com financiamentos a famílias que antes dos incentivos não teriam a possibilidade de adquirir um imóvel. Com esse estímulo, abriu-se espaço para os especuladores e os preços dos imóveis dispararam, conforme gráfico 1.

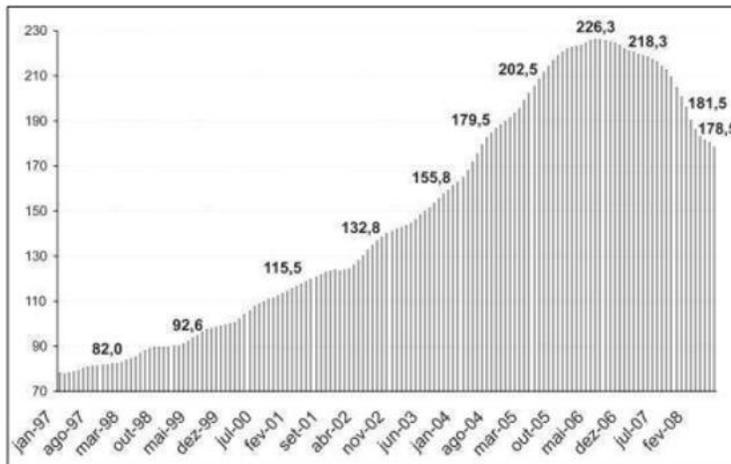


Gráfico: Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA no Período de Jan/07-Agos/08



Fonte: S&P/Case Shiller Home Price Indices

Porém, quando o Banco Central Americano aumentou a taxa de juros base e, conseqüentemente, as prestações das hipotecas ficaram mais altas, o crédito mal parado aumentou, principalmente dos clientes “*subprime*”<sup>1</sup>. De acordo com Fabiola & Isabela, 2009, estava em marcha uma crise de imobiliário que rapidamente se transformou numa crise bancária e financeira e se generalizou ao resto do mundo, com implicações sérias sobre o desempenho das economias reais.

## 1.2. Os fatores explicativos da crise

Diversas razões têm sido apresentadas para a crise de 2008, tais como a irracionalidade dos agentes económicos, o colapso do comportamento ético, bem como a regulação fraca e os incentivos inapropriados. Sem dúvida que a irracionalidade foi uma razão importante. De acordo com Bikhchandani *et al* (1992), mesmo as pessoas que tendem a tomar decisões racionais baseadas nos dados e nas informações disponíveis podem ter a sua decisão ofuscada pelo movimento realizado por outras pessoas. Este comportamento é considerado como “*efeito manada*” que pode fazer com que pessoas com nível de informação eficiente tenham dificuldades em identificar a existência ou não de uma bolha, ou seja, mesmo que sejam pessoas racionais podem interpretar as informações de forma errada e ser levadas a tomarem decisões erradas.

No entanto, a crise também não pode ser dissociada do modelo de gestão da economia, isto é, de um “*economic system characterized by highly leveraged funds seeking maximum return in an environment that systematically underprices risk*” [Wray (2011: 7)]. Obviamente que no período pré-crise as instituições financeiras americanas, como os fundos de pensões e os fundos de seguro, que apresentavam grande volume de

<sup>1</sup> Em sentido amplo, *subprime* é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa. Em sentido mais restrito, o termo é empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (*mortgage*) para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimo que representam maior risco [Fonte: Wikipédia,].



recursos, procuravam altos retornos e participavam neste mercado quente – o mercado imobiliário. Acresce que, com a desregulação, os mercados financeiros foram dominados por incentivos perversos que puniam os investimentos geradores de retornos menores mas menos arriscados e recompensavam aqueles que ofereciam maiores retornos, mesmo incorrendo em maiores riscos.

Esta constatação não pode ser desligada do fenómeno da “financeirização” que ocorreu nas últimas décadas um pouco por todo o lado e, sobretudo, na economia americana, com o crédito a ter origem não apenas nos bancos mas também em instituições mais complexas. Nessa altura, a riqueza cresceu, o mercado financeiro expandiu-se e o volume de dinheiro nos fundos também aumentou, resultando no crescimento do mercado financeiro. Esta expansão foi um fator decisivo para a economia se tornar instável e ficar propensa a crises. Além disso, com a inovação da indústria financeira os bancos comerciais convencionais perderam mercados para outros tipos de instituições que possuíam menos restrições legais em relação a alavancagens, taxas de retorno e tipos de operações. O governo americano acreditou que a livre concorrência iria corrigir possíveis fragilidades e problemas, pelo que a desregulação prosseguiu.

Porém, o uso intensivo do crédito cria uma forte instabilidade na economia, conforme explicado por Minsky (1992). Com a abundância de crédito vem de seguida a especulação. Quando novas oportunidades surgem, como aconteceu nos EUA, um juro baixo ou um crédito fácil é uma boa oportunidade a aproveitar e novos investimentos financiados por crédito são realizados para a apropriação dos respetivos lucros e mais-valias. Este fenómeno faz aumentar o preço dos ativos financeiros atraindo mais empresas e mais investidores, criando uma bolha.

Existem na literatura diversas perspetivas do que se deve entender por bolha financeira. Na visão mais convencional, defende-se que a bolha financeira existe quando o preço de um determinado ativo se desvia dos valores que seriam determinados pelos mercados mais eficientes tendo em conta a informação e expectativas racionais. Já a visão contemporânea defende que as decisões tomadas pelos agentes podem ser



sustentadas em estruturas institucionais geradas por meio de convenções comportamentais que se desenvolvem dentro de cenários estruturais agregados, que tanto dão forma às dinâmicas económicas como estabelecem os limites aos resultados compatíveis.

De acordo com Kindleberger (1996), a especulação excessiva é o fator que gera “*overtrading*”, ou seja, os ativos são comprados apenas para serem revendidos novamente em vez de serem usufruídos. Para Kindleberger (1996: 19) a bolha é explicada por “*...um movimento de preço para cima numa série ampliada que depois implode*”. Para Stiglitz (1990: 13) “*se a razão pela qual o preço está alto hoje é decorrente apenas da crença dos investidores ou compradores de que o preço de venda será maior amanhã – quando os fundamentos não parecem justificar tal preço – então uma bolha existe*”. Segundo Shiller (2007, p.93), a formação da bolha é causada por um “*feedback*”: “*The feedback can also be described as a social epidemic, where certain public conceptions and ideas lead to emotional speculative interest in the markets and, therefore, to price increases; these, then, serve to reproduce those public conceptions and ideas in more people*”.

Concluindo do supra exposto retira-se que uma bolha existe quando os preços ficam acima da linha normal por um tempo suficiente e com um valor exagerado. Podemos resumir o processo da geração da bolha da seguinte forma: não tendo em consideração outros fatores externos, quando as autoridades baixam as taxas de juro torna-se mais fácil as pessoas obterem créditos, o que leva a abundância de liquidez no mercado, aumentando o consumo privado, o investimento, o consumo público, bem como a produção e reduz-se o desemprego, gerando com isso a prosperidade económica. Porém, a prosperidade também atrai investimento de especulação que leva a que o preço dos ativos suba até que os mesmos estejam claramente sobrevalorizados. A taxa de juro, o comportamento (ir)racional dos agentes económicos, o balanço entre a procura e a oferta, a especulação, a desregulamentação e as expectativas são os fatores base para o aparecimento da bolha.



Entre estes fatores, a especulação pode ser o mais diretamente relacionado com a expansão da bolha. Segundo Kaldor (1939: 66-68) a especulação pode ser definida como *“a atividade de compra (ou venda) de mercadorias tendo em vista a revenda (ou recompra) numa data posterior, quando o motivo de tal ação é a antecipação de uma mudança nos preços em vigor e não uma vantagem resultante de seu uso, ou uma transformação ou uma transferência de um mercado a outro.”* A especulação está relacionada com a transação de bens (riqueza existente) ou ativos (direitos de propriedade sobre riquezas existentes ou futuras) e envolve valores esperados em momentos temporais distintos sendo o objetivo imediato a realização de lucros e de mais-valias. Em contraposição, as atividades comerciais propriamente ditas abrangem a transformação ou transferência física de bens, tendo também subjacente um caráter temporal e a formação de expectativas mas o seu principal objetivo é o uso ou usufruto desses bens. Assim, ainda que a transação de bens possa derivar tanto de atividade comercial propriamente dita quanto de atividade especulativa, a distinção é relevante devido à existência de determinantes próprios de cada uma dessas atividades.

Quando a especulação se alastra pela economia e atrai agentes que normalmente não participam dessas operações, a bolha ocorre. *“Especulação e lucro afastam-se do comportamento normal e racional em direção ao que tem sido descrito como manias ou bolhas”* (Kindleberger, 1996, p.19). De acordo com Kindleberger (2009), a bolha evolui normalmente em 5 fases: o descolamento, a expansão, a euforia, o auge e o colapso. O descolamento tem a ver com o fator que causa a especulação, por exemplo, uma crise, uma guerra ou uma mudança de política económica. A fase seguinte seria um rápido crescimento do endividamento com forte alavancagem no setor financeiro. Posteriormente vem a fase da euforia. Nesta fase, os preços começam a subir, sendo que esta subida é gerada principalmente pelo fator especulativo, no qual os investidores se aproveitam do cenário económico favorável, aumentando os preços muito além do que poderia ser justificado pelo aumento da procura. A fase do auge ocorre quando, devido à irracionalidade do mercado e ao colapso da bolha, o preço dos ativos cai e a crise financeira ou a recessão económica é gerada.

Já segundo D'Agostini (2013), a bolha imobiliária pode ser dividida em quatro estágios. Na figura 1 observamos que a primeira fase é onde são detetadas as oportunidades, gerando dinheiro de forma inteligente. A segunda fase conta com a entrada de investidores institucionais fazendo os preços descolar do preço médio histórico com pouca especulação. A fase seguinte já é marcada pela especulação, onde os preços sobem de forma vertiginosa no curto prazo. A última fase é caracterizada como o estouro da bolha, na qual os preços dos imóveis caem e o setor fica paralisado, gerando graves danos na economia.

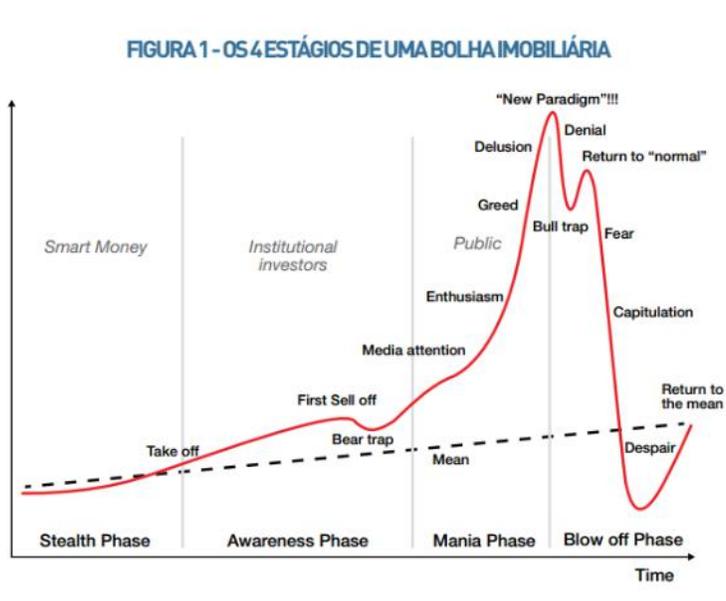


Figura 1: Os 4 estágios de uma bolha imobiliária

Fonte: D'Agostini (2013, p8)

Em resumo, a confiança e o otimismo impedem as pessoas de tomar decisões racionais e alteram os horizontes da economia bem como as oportunidades de lucro. O acréscimo de preços dos ativos incentiva as expectativas sobre um aumento de preço no futuro, ou seja, no caso do imobiliário, as pessoas compram as casas agora não para usufruto mas antes na expectativa de que os preços aumentem no futuro. O aumento de preço dos imóveis não é consequência do aumento dos custos de construção ou de um



incremento de qualidade, sendo antes uma consequência duma expectativa irracional. Porém, quando os investidores se tornam hesitantes pode ocorrer uma quebra que gera pânico financeiro e que pode resultar numa espiral de contágio com proporções mundiais, como aconteceu nos EUA em 2008.

No capítulo seguinte será analisado o mercado imobiliário da China para perceber em que medida existem pontos de analogia com o que se passou nos EUA e em que fase está o mercado imobiliário chinês no esquema de quatro fases apresentado por D'Agostini (2013).

## CAPÍTULO 2 – O SETOR IMOBILIÁRIO NA CHINA

Para analisar em que fase está o mercado imobiliário chinês no esquema de quatro fases apresentado por D'Agostini (2013) é necessário dar a conhecer a história do desenvolvimento do setor imobiliário na China. As ideologias prevalecentes na China e nos EUA são totalmente diferentes pelo que os caminhos do desenvolvimento dos respetivos mercados imobiliários também são diferentes. Para entender o mercado imobiliário chinês precisamos de conhecer primeiro o contexto político do mesmo.

Durante as décadas de 1950 e 1960 a habitação privada foi tratada como um bem social, financiado, produzido, alocado e administrado pelo Estado com as unidades de trabalho e departamentos de habitação locais. Os princípios que orientavam os setores habitacionais foram determinados principalmente por considerações ideológicas e políticas (Zhang, 2001; Wang, 1992). Ao mesmo tempo, o sistema habitacional chinês apresentava muitos problemas como, por exemplo, grave escassez de moradias, investimento insuficiente, corrupção na distribuição, baixas rendas e gestão desadequada (Wang & Murie, 1999).

Desde 1978 a China passou de uma economia planeada para uma economia tendencialmente de mercado. A reforma do sistema habitacional foi uma componente deste processo. Antes de 1978 a provisão habitacional era uma atribuição das empresas



estatais para atender às necessidades dos seus trabalhadores mas o monopólio estatal do sistema habitacional residencial começou a mudar no final da década. Em 1979 um processo de privatização de unidades habitacionais de propriedade estatal começou em várias cidades litorais e logo foi expandido para mais de 100 municípios e depois espalhado pelo país inteiro. Esta reforma levou ao surgimento de um mercado imobiliário privado designado por “moradia de *commodities*”) (Wu *et al.*, 2012).

### 2.1 Reforma da política habitacional e sistema de fornecimento de terreno urbano

Ao longo dos 30 anos posteriores a 1949 a habitação urbana chinesa obedecia à lógica do sistema socialista. As habitações residenciais urbanas eram propriedade do governo central (Wu *et al.*, 2012) que detinha o monopólio do mercado do terreno e controlava a sua quantidade e tempo de desenvolvimento (Deng *et al.*, 2009).

Durante esse período o Estado determinou o plano económico nacional e foi o provedor monopolista de habitação. Os empreendimentos habitacionais estatais eram financiados pelo orçamento anual do Estado e as unidades construídas eram alocadas a famílias individuais através das suas unidades de trabalho com arrendamentos baixos. O mercado imobiliário privado propriamente dito não existia (Zhao & Bourassa, 2003, Wu *et al.*, 2012).

Da mesma forma o terreno urbano na China pertencia ao Estado (diretamente ao governo camarário) e o terreno rural pertencia coletivamente à comunidade rural. Nas áreas urbanas, a gestão de terreno era caracterizada pela distribuição direta dos terrenos pelo Estado a vários usuários de terreno estatal, como os órgãos administrativos, instituições públicas e empresas estatais (Wang & Murie, 1999).

Sob a economia planificada a maioria do terreno dos usuários urbanos foi mantida em propriedade pública. A partir de 1979 a Abertura Económica da China deu-se quando Mao Tse-Tong morreu e Deng Xiaoping conquistou o poder político. Depois da Abertura, o governo chinês realizou uma série de reformas políticas e económicas. Essas reformas



mudaram drasticamente a composição da economia urbana tendo havido um aumento da propriedade não pública (empresas com investimento estrangeiro ou investimento puramente privado) (Wang & Murie, 1999). Em 1987 realizou-se o primeiro leilão de terrenos dum entidade pública a favor do setor privado. No entanto, nos anos subsequentes, a maioria das parcelas de terra não foi vendida publicamente por meio de leilão ou licitação. Em vez disso, para comprar o terreno o promotor normalmente entrou diretamente em contato com o governo local para negociar o preço (Wu *et al.*, 2012).

Em 1990 foi emitida uma Portaria Provisória chamada “Transferência do Direito do Uso do Terreno”, um novo sistema que guiava o mercado do terreno urbano. Sob este novo sistema, não houve mudança na propriedade de terreno ou nos arranjos para a aquisição coletivamente pelo Estado de terrenos rurais para construção urbana (Wang & Murie, 1999). Os agricultores rurais não tinham e ainda não têm o direito de vender terrenos agrícolas a outros usuários. No entanto, as autoridades urbanas receberam o poder de adquirir e vender direitos de uso da terra para quem os pretendia desenvolver.

Os representantes do Estado para realizarem a "Transferência do Direito do Uso do Terreno Urbano" são os governos camarários ou do condado (Wang & Murie, 1999). "Transferência do Direito do Uso" significa que a posse do terreno por um período de tempo acordado é guiada pelo contrato entre o usuário do terreno e o Estado. Em 1990, o Conselho de Estado da China lançou Regulamentos Provisórios sobre a Transferência de Direitos de Uso da Terra de Propriedade Urbana, no qual estabeleceu prazos para diferentes categorias de usos como segue (Conselho de Estado da China, 1990):

Uso Residencial: 70 anos

Uso Industrial: 50 anos

Uso para educação, científico, cultura, saúde e desporto: 50 anos

Uso comercial, turista e recreativo: 40 anos

Outros compreensivos e desenvolvimento: 50 anos



## 2.2 Sistema do financiamento para habitações na China

Depois da reforma do sistema habitacional, o sistema de financiamento para as habitações da China também foi reestruturado. Antes das reformas, o poder económico estava completamente concentrado no governo central. A habitação era financiada exclusivamente pelo governo através de financiamento orçamental o qual levou a graves carências habitacionais, como se disse anteriormente.

A reestruturação do sistema de financiamento habitacional da China foi muito desequilibrada nos seus estágios iniciais. A maior parte dos fundos foi direcionada para o desenvolvimento da produção, restando pouco para o consumo de habitação (Deng *et al.*, 2009). No início dos anos 90, a facilidade da obtenção dos empréstimos para desenvolvimento foi uma das razões para um excesso de oferta de imóveis comerciais em vários mercados imobiliários regionais. Por exemplo, na década de 1990, na província de Hainan, o excesso de oferta levou muitas empresas de desenvolvimento à falência e um grande número de propriedades a permanecerem vagas durante anos (Deng *et al.*, 2009). Desde então, o governo chinês tem sido mais cuidadoso no sentido de evitar bolhas imobiliárias localizadas.

Em 1994, o governo chinês começou a introduzir empréstimos hipotecários para os compradores domésticos em todo o país (Di *et al.*, 2008). No entanto, os bancos não se sentiam à vontade em conceder empréstimos a famílias individuais e, muitas vezes, impunham condições restritas para a concessão de empréstimos. Por exemplo, os empréstimos hipotecários estavam disponíveis apenas para aqueles que tivessem depósitos bancários equivalentes a 30% do valor da casa. Além disso, os empréstimos tinham de ser pagos em cinco anos e o primeiro pagamento tinha de ser de valor superior a 30% do valor total da casa (Zhang, 2000; Deng *et al.*, 2009). A maioria das famílias não conseguia atender aos critérios dos empréstimos dos bancos. Como resultado, as hipotecas individuais permaneceram apenas uma pequena parcela de todos os empréstimos bancários. Em junho de 1998 os bancos chineses originaram o valor total de 264.300.000.000 yuans de empréstimos imobiliários, mas a maioria deles foram



empréstimos para desenvolvimento e apenas 35.000.000.000 yuans (cerca de 13%) foram usados para hipotecas de compra de casas.

Outro desenvolvimento significativo das reformas de 1994 foi o estabelecimento do Fundo de Previdência de Habitação (HPF). Desde então, as famílias urbanas na China puderam obter empréstimos subsidiados do HPF e empréstimos hipotecários comerciais (Deng *et al.*, 2009).

O HPF é um fundo habitacional de longo prazo, compulsório, indemnizatório e de ajuda mútua. É um programa que foi estabelecido pelo governo para auxiliar as pessoas que trabalham em diferentes organizações sociais. Tais organizações incluem organizações estatais, empresas estatais, empresas de investimento estrangeiro, empresas coletivas urbanas, empresas urbanas / privadas e outras empresas urbanas, instituições públicas e trabalhadores em serviço tanto público como privado (Chen & Wu, 2006; Nie, 2004). O objetivo do HPF é aliviar o “stress” financeiro dos compradores de imóveis residenciais e melhorar as condições dos imóveis para classes de baixos rendimentos.

No programa HPF tanto a entidade patronal como o indivíduo fazem contribuições mensais obrigatórias de uma proporção definida do salário do funcionário para a conta da HPF, que é depositada num banco selecionado pelo Centro de Gestão de Fundos de Previdência (Deng *et al.*, 2009). O Banco Popular da China é responsável pela determinação das taxas de juros aplicáveis à HPF, enquanto o Ministério da Construção e o Ministério da Fazenda são responsáveis por supervisionar o esquema nos níveis estratégico e nacional. Ao nível local, os Comitês de Moradia determinam as políticas em associação com os Centros de Gestão. Os bancos designados são responsáveis pela operação diária do programa de HPF (Yeung & Howes, 2006). Os bancos designados também complementam o fundo com empréstimos individuais para habitação através de um sistema de hipotecas (Chen & Wu, 2006).

Além da criação de HPF, o sistema do financiamento comercial também teve uma reforma. Na China, o mercado de empréstimo hipotecário habitacional é dominado pelos cinco bancos estatais, a saber: o Banco Industrial e Comercial da China (ICBC) o Banco



Agrícola da China (ABC) o Banco da China (BC) o Banco de Construção da China (CCB) e o Banco de Comunicação (BOC). Todos eles são supervisionados pelo Banco Popular da China e Comissão Reguladora (CBRC). Estes cinco bancos representam mais de 90% da participação no mercado de hipotecas comerciais (Deng *et al.*, 2009). Embora os bancos comerciais de pequeno e médio porte possam fornecer hipotecas comerciais, as participações deles no mercado é muito pequena. Apresenta-se de seguida uma tabela para explicar a classificação dos empréstimos imobiliários na China:

Classificação	Objetivo
Empréstimo habitacional pessoal	Utilizado para apoiar indivíduos em cidades e vilas da China continental para comprar / construir casas e para reparação de moradias.
Empréstimo para segundas habitações	Usado para apoiar pessoas na compra de segundas habitações.
Empréstimo de fundo de pensão de habitação (HPF)	Crédito bancário e fundos de acumulação habitacional disponíveis para participantes da HPF e usados para comprar vários tipos de habitação.

Tabela1: Tipo de Empréstimo para as Habitações

Fonte: Banco de Construção da China, 2009

O crescimento do mercado de empréstimos habitacionais chinês tem sido rápido na última década, especialmente após a adesão da China à OMC em 2002. Os credores estrangeiros passaram a ter permissão para participar nos mercados bancários chineses e os bancos nacionais e estrangeiros reconheceram as oportunidades de negócios no setor imobiliário.

De acordo com estatísticas do Banco do Povo da China (2003), o saldo de empréstimos para habitação pessoal superou 1,18 trilião de yuans em 2003 (US\$ 142,51



bilhões), 26,64 vezes o valor de 1998. No final de outubro de 2007, os empréstimos residenciais atingiram 4.690.000.000.000 yuans, uma taxa de crescimento de 30,75%, um aumento de 1.010.000.000.000 yuans desde o início de 2007, representando 28,9% do total de novos empréstimos de bancos comerciais durante o mesmo período. Também no final de outubro de 2007 os empréstimos imobiliários residenciais individuais alcançaram 2.600.000.000.000 yuans, 6.192.000.000 yuans a mais do que o início de 2007 (Liu, 2007), o que levou a uma grande procura por empréstimos hipotecários habitacionais.

### 2.3 Urbanização e migração interna na China

Em comparação com outros países, a China difere nos padrões de migração e urbanização devido ao seu sistema único de registo familiar (Hukou) e à enorme base populacional (Zhang *et al.*, 2011). Chen *et al.* (2011) estudaram os possíveis efeitos da migração e urbanização rural-urbana sobre os preços da habitação urbana na China e descobriram que os diferentes processos de urbanização provincial e a situação de migração têm efeitos significativos nos preços das casas.

Urbanização refere-se à expansão na proporção de uma população que vive em áreas urbanas, e é uma das principais transformações sociais que varre o globo. Atualmente, mais da metade da população mundial vive em áreas urbanas e, até 2050, 70% da população mundial será urbana (Yu, 2010). Embora a China tenha a maior população urbana do mundo em número, ela tem um nível de urbanização comparativamente baixo, aproximadamente 10% menor que a média mundial e 30% menor que as regiões mais desenvolvidas (United Nations, 2004).

Desde meados da década de 1990 as reformas económicas da China impulsionaram os processos de migração e urbanização da população a um ritmo extraordinário, principalmente através da migração maciça das áreas rurais para as cidades e do desenvolvimento de novos centros urbanos (Wang & Murie, 1996; Ma, 2002). Entre 1996 e 2005 a população urbana aumentou mais de 50%, de 37.300.000 para pouco mais



de 56.200.000. Desde 2005, 15.000.000 de pessoas novas entram nas áreas urbanas em cada ano (Wu *et al.*, 2012).

A grande migração interna é regulada pelo Sistema de Registo de Domicílios (Hukou). Uma família a migrar para uma nova cidade sem Hukou sofreria por não conseguir aceder rapidamente à saúde, educação e outros serviços públicos. Muitas unidades habitacionais estão sendo compradas por migrantes para conseguirem ter o Hukou do local.

A procura real nas cidades de pequeno e médio porte é impulsionada pelo dinamismo da urbanização. A urbanização gera uma procura substancial por novas habitações nas cidades (Seki, 2012). A população urbana aumentou dramaticamente devido à migração das áreas rurais para as urbanas. Entre 2006 e 2009 a população urbana da China cresceu 44.800.000. A população das cidades de pequeno e médio porte aumentou num total de 42.290.000 durante esse período em comparação com um aumento total de 2.510.000 nas populações de Pequim e Xangai (Seki, 2012).

#### 2.4 As fases do desenvolvimento do setor do imobiliário da China

Como explicado supra, a reforma habitacional, a reforma do sistema do fornecimento do terreno urbano, a reforma do sistema financiamento habitacional e a urbanização são os fatores essenciais que influenciam a mudança do setor imobiliário da China.

Em resumo, o desenvolvimento do setor de imobiliário da China pode ser dividido nas 3 fases seguintes:

##### 1) 1978-1991 - reforma do setor imobiliário em algumas cidades selecionadas

Em 1979 o governo da China selecionou Nanning, Liuzhou, Guilin, Wuzhou e Xi'na como 5 postos exemplares para tentar realizar a comercialização habitacional. Infelizmente, a tentativa falhou porque todas as cidades estavam a ser controladas pelo Sistema de Distribuição de Habitação Pública Orientada pelo Regime de Benefício Social.



Como a China é uma sociedade socialista, antes da Abertura Económica, todos os bens pertenciam ao governo, as habitações também não eram uma exceção. Normalmente as entidades não vendiam as habitações aos funcionários, mas cobravam um arrendamento bastante baixo pelas suas utilizações. No entanto, naquelas cidades selecionadas o governo tentou vender parte das habitações aos funcionários públicos, militares e compatriotas do exterior só pelo preço de custo do terreno mas mesmo assim quase ninguém comprou até 1982 e por isso a reforma parou.

Em 1982, o governo selecionou outras 4 cidades, Changzhou, Zhengzhou, Shashi e Siping, para tentar outra vez a comercialização habitacional. Desta vez decidiu oferecer subsídios a quem comprasse as habitações. A pessoa singular só precisava de pagar um terço do preço total de imóvel e o governo e a empresa assumiam os restantes dois terços do preço total. Com esta política o resultado melhorou um pouco; no entanto, como o governo gastou muito e não conseguiu circular o capital, esta reforma parou novamente.

Em 1986 o governo descobriu o fator de impedimento do processo de comercialização - O Sistema de Distribuição de Habitação Pública Orientada pelo Regime de Benefício Social. Decidiu então eliminar este sistema e aumentar o valor do arrendamento e o salário dos funcionários. Mesmo assim, a situação não melhorou.

Durante 1989-1990, o acréscimo do investimento no setor de imobiliário baixou significativamente gerando-se inclusive crescimento negativo em 1990 o que culminou numa depressão do mercado imobiliário. Um grande número de prédios foi abandonado o que resultou pela primeira vez numa onda de prédios abandonados na China.

#### 1) 1991-1998 - reforma do setor de imobiliário por todo o país

Depois do presidente Deng Xiaoping ter visitado o sul do país, o governo reforçou a comercialização dos imóveis, ao mesmo tempo que acompanhava com a divulgação da semente da economia de mercado. O Governo lançou várias políticas fiscais e financeiras para desenvolver a economia de mercado. Várias empresas privadas foram estabelecidas acompanhando o nascimento da especulação. O setor do imobiliário também sofreu um “Grande Salto em Frente”. Até ao final de 1988 havia só 3124 empresas no setor do



imobiliário, tendo este número crescido até 12.000 no final de 1992 e em 1993 atingiu-se o número de 30.000 empresas. Os bancos e as instituições financeiras também participaram nesta atividade. Com isso, o crescimento do investimento no setor do imobiliário avançou muito mais do que na economia em geral. Em 1992, a taxa do crescimento económico cifrava-se em 14.2% e a taxa do crescimento do investimento no setor imobiliário era de 117,6%; no ano de 1993, a taxa do crescimento económico foi de 13.5% e a taxa do crescimento do investimento no setor de imobiliário foi de 165%. Obviamente, existia uma grande bolha.

Apresenta-se de seguida um exemplo típico: em 1988, a cidade Hainan foi selecionada como a única Zona Económica Especial da China o que atraiu muitas pessoas para investir e trabalhar. No entanto, as infraestruturas estavam ainda muito atrasadas o que fez surgir várias empresas no setor imobiliário. Como cada vez mais pessoas entravam em Hainan; o preço do arrendamento dos terrenos aumentou, seguido do preço dos imóveis. As pessoas que vieram investir noutros setores também começaram a investir no imobiliário. Os preços dos terrenos aumentaram de 100.000 yuans por um Mu (1 Mu=666.6666667 m<sup>2</sup>) para 6 milhões; os preços médios das habitações eram de 1350 yuans / m<sup>2</sup> em 1988, 1400 yuans / m<sup>2</sup> em 1991 e 5000 yuans / m<sup>2</sup> em 1992 e 7500 / m<sup>2</sup> na primeira metade de 1993. Ao mesmo tempo, a especulação também começou. Muitas agências de imobiliário nunca construíram nenhuma habitação e o objetivo principal era apenas de comprar para revender. A taxa de crescimento do investimento no setor do imobiliário durante os anos de 1990 a 1993 foi, respetivamente, de 143%, 123%, 225% e 62%. Nesta altura o salário mensal dum funcionário normal nem atingia 300 yuans o que impossibilitava a compra dos imóveis pelos cidadãos. A bolha do mercado imobiliário de Hainan estourou no final de 1988 e deixou 7.030.000 de metros quadrados de habitações por vender (Chen *et al.*, 2011).

3) depois de 1998 - amadurecimento do setor de imobiliário e a comercialização habitacional em pleno.



A mudança mais emblemática foi, no entanto, impulsionada pela crise asiática de 1997, com a publicação de outro documento político que permitiu que o sistema da construção habitacional começasse a ser desenvolvido pelo setor privado da construção civil em vez de ser desenvolvido pelo governo (Gao & Asami, 2011). Este programa viabilizou uma taxa média de crescimento do setor habitacional da ordem de 27% a 35% no período de 1998 a 2001 - neste último ano o setor representou 30% do crescimento do PIB. Além disso, o governo também adotou medidas para aperfeiçoar o sistema de financiamento habitacional.

Além da criação do fundo previdenciário, foram publicadas medidas regulatórias para ampliar o prazo de pagamento das operações de crédito hipotecário de 5 para 30 anos, e alargamento dos limites da cota de financiamento. Foram estabelecidos também mecanismos de incentivos e controle de preços, bem como programas habitacionais complementares como a locação social e o programa de reassentamento de “bairros de lata”.

Em 1988, o governo iniciou a Estratégia de Reforma de Dez Anos, sendo um dos principais objetivos permitir que os residentes urbanos comprassem as suas casas, estabelecer fundos para o desenvolvimento habitacional e reformar o sistema de alugueres no setor público (Liu, 1989).

Em meados da década de 1990, o governo praticamente interrompeu todo o financiamento direto da habitação, embora o Estado ainda exerça a sua influência no processo de desenvolvimento urbano. O poder do mercado aumentou rapidamente, impulsionando as reformas do mercado imobiliário e reestruturando o sistema de provisão de habitação (Wu, 2003; Ma, 2004; Qian, 2012).

Em 2003, o preço das habitações começou a subir em alta velocidade e em 2004 o governo da China começou a sua primeira ação de controlo e ajustamento.

## 2.5 O mercado imobiliário chinês dos últimos 10 anos

Os preços das habitações chinesas subiram mais de 10 por cento ao ano entre 2003 e 2014 e estão agora entre duas e dez vezes maiores do que o custo de construção de apartamentos. Após uma desaceleração temporária em 2014-2015, o mercado imobiliário na China recuperou fortemente em 2016. As estatísticas oficiais mostram uma duplicação dos preços da habitação entre 2007 e 2014 (Chivakul *et al.*, 2014) e algum grau de moderação recente.

Nas últimas décadas, o setor imobiliário tem sido um motor essencial para o rápido crescimento da China. O investimento no imobiliário cresceu rapidamente de cerca de 4% do PIB em 1997 para o pico de 15% do PIB em 2014. Os empréstimos bancários do setor representam 25% do total dos empréstimos bancários, atingido cerca de metade de todos os novos empréstimos em 2016.

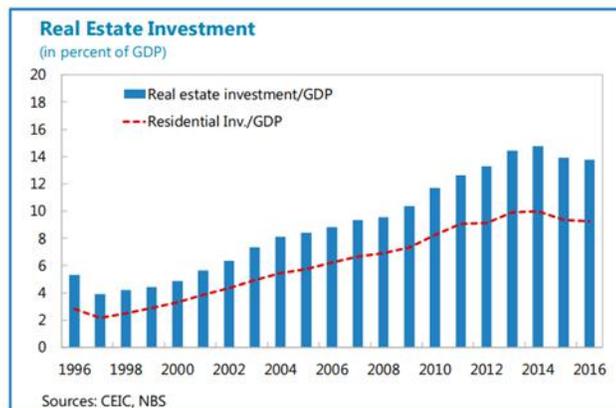


Gráfico2: Investimento no Imobiliário

Fonte: CEIC, NBS

As cidades da China são tipicamente divididas em quatro categorias ou níveis, com base no nível de desenvolvimento económico. O primeiro nível inclui apenas as quatro áreas metropolitanas mais desenvolvidas: Pequim, Xangai, Shenzhen e Guangzhou. Estas são as cidades onde a procura de habitações é mais robusta e a oferta é mais restrita. O segundo nível inclui a maioria das capitais provinciais e algumas cidades de província muito desenvolvidas. As cidades de segundo nível são tipicamente grandes, industrializadas e têm economias locais relativamente fortes. O nível 3 inclui cidades que

têm níveis médios a altos de rendimentos, que são menores mas ainda grandes para os padrões ocidentais. As cidades de nível 4 estão mais abaixo no desenvolvimento económico e no tamanho, mas mesmo assim são muito populosas quando comparadas à média das cidades ocidentais.

Seguem as figuras em baixo, dos últimos 10 anos, onde se verifica que o preço médio da venda per metro quadrado das habitações em Pequim, Shanghai, Tianjin e Guizhou cresceu respetivamente 57.98%, 66.21%, 56.26%, e 50,38% e o salário médio dos cidadãos das 4 cidades cresceu 61.1%, 62.49%, 61.20% e 69.44%. Com este resultado, observamos que tanto nas cidades de nível 1 como nas cidades de níveis 2, 3 e 4 os preços de venda das habitações estão a subir acompanhando a subida dos salários. A velocidade da subida de salário ainda está quase no mesmo nível da subida de preço médio das habitações.

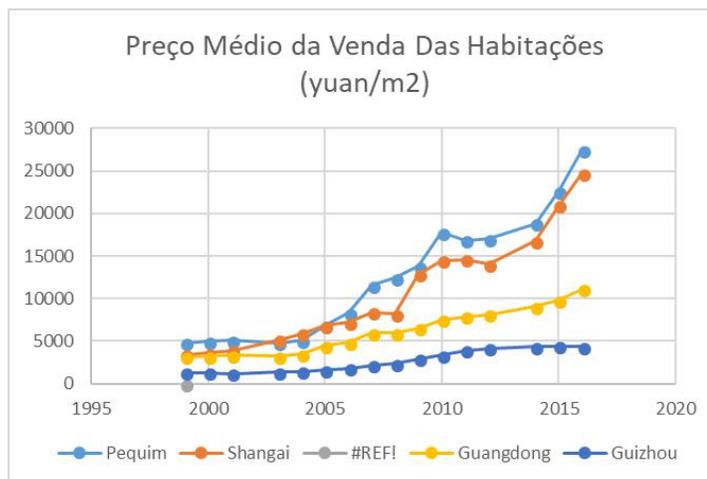


Gráfico 3: Preço Médio da Venda das Habitações

Fonte: China Statistical Yearbook

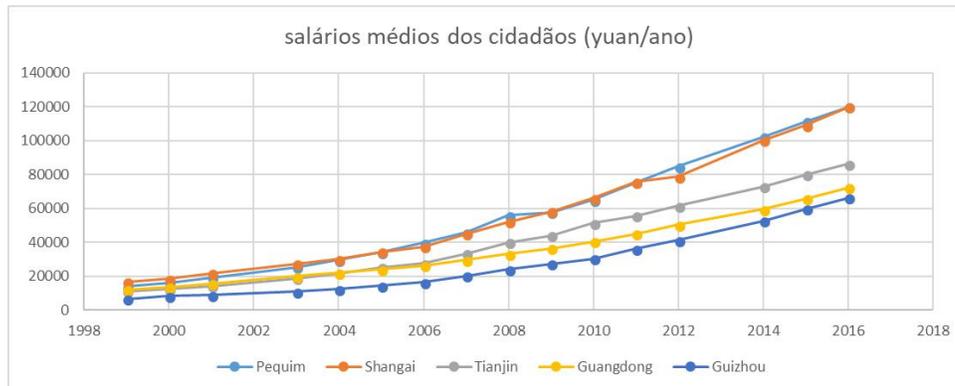


Gráfico 4: Salário Médios das Cidadãos 1998-2018

Fonte: China Statistical Yearbook

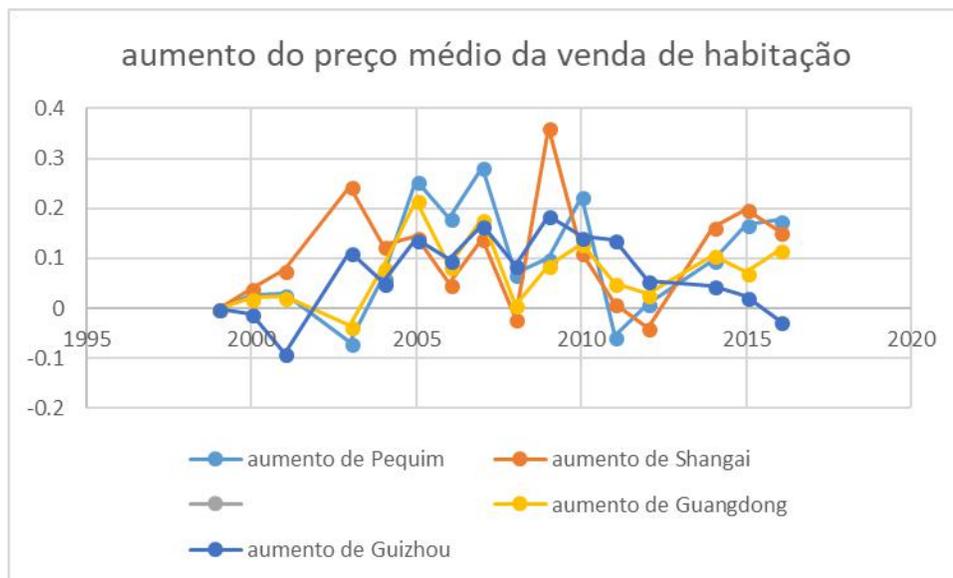


Gráfico: Aumento do Preço Médio da Venda de Habitação

Fonte: China Statistical Yearbook

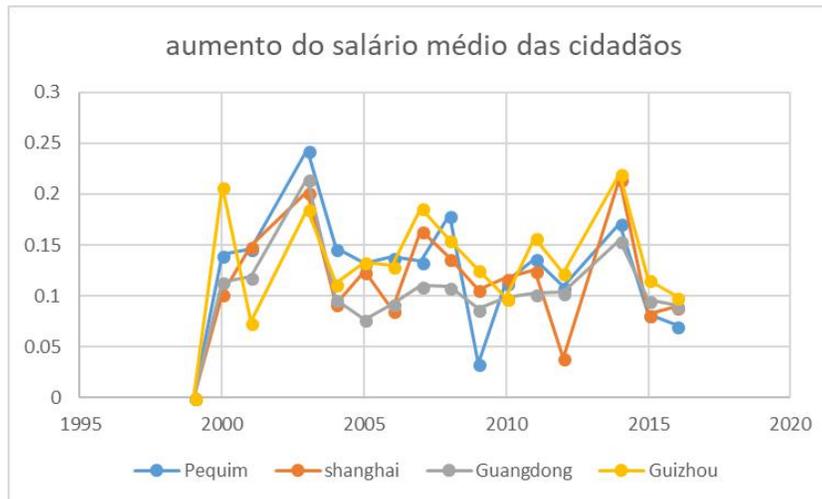


Gráfico: Aumento do Salário Médio das Cidadãos

Fonte: China Statistical Yearbook

Em relação ao investimento imobiliário, verifica-se que até março de 2018, o investimento no setor imobiliário alcançou 2.129.100.000.000 yuans, correspondendo a um aumento nominal de 10,4% em relação ao mesmo período do ano anterior, com a taxa de crescimento 0,5 pp superior à de janeiro-fevereiro. Dentro de investimento imobiliário, o investimento residencial foi de 14.705.000.000.000 yuans, com um aumento de 13,3%, e a taxa de crescimento aumentou em 1pp. O investimento residencial é responsável por 69,1% do investimento imobiliário.

Em relação à situação de venda imobiliária, de janeiro a março a área de vendas de habitações comerciais foi de 300.880.000 de metros quadrados, com um aumento de 3,6% em relação ao ano anterior e a taxa de crescimento caiu 0,5pp de janeiro a fevereiro. Dentro da área de venda de habitações comerciais, a área de vendas residenciais aumentou 2,5%, a área de vendas de edifícios de escritórios diminuiu 2,8% e a área de vendas de edifícios comerciais aumentou 9,6%. As vendas de imóveis comerciais foram de 2.559.700.000.000 yuans, um aumento de 10,4%, e a taxa de crescimento caiu 4,9 pp. Dentro da venda dos imóveis comerciais, as vendas residenciais aumentaram 11,4%, as



vendas de edifícios de escritórios caíram 8,2% e as vendas de edifícios comerciais aumentaram 7,9%.

### CAPÍTULO 3 – O PAPEL DO GOVERNO CHINÊS NA CONTENÇÃO DA BOLHA IMOBILIÁRIA E O POSSÍVEL IMPACTO DUMA EVENTUAL BOLHA SOBRE A ECONOMIA DA CHINA

Comparando com a crise financeira dos EUA em 2008, o mercado imobiliário da China apresenta uma bolha contudo uma bolha controlada. Agora o mercado imobiliário da China está na fase de moda, mas acredito que não acontecerá o colapso como aconteceu nos EUA em 2008.

Por um lado, o rendimento do governo depende muito do desenvolvimento do setor do imobiliário e, por o outro lado, se o preço das habitações subir muito até chegar fora da capacidade dos cidadãos, gera instabilidade social. Nesse caso, o papel do governo chinês é muito importante.

#### 3.1 Uma bolha imobiliária com características chinesas

De acordo com as explicações supra referidas temos já um conhecimento sobre o desenvolvimento do mercado imobiliário da China. Em comparação com a crise dos EUA, será que existe bolha no mercado imobiliário da China? A bolha é regulada? Como mencionei no primeiro capítulo, a relação de procura e oferta, o crédito fácil, a taxa de juro, o *feedback* e a entrada da especulação são fatores importantes à geração da bolha imobiliária. Em seguida, analisarei o mercado imobiliário nestes aspetos também.

##### 3.1.1 A oferta do terreno e a procura das habitações



Por um lado, na China os leilões de terreno são uma importante fonte de receita para os governos locais. De fato, a receita do mercado de terreno tornou-se a fonte de renda *off-budget* mais importante dos governos locais (Wu *et al.*, 2012). A renda bruta dos governos locais provenientes da venda de terreno cresceu de 54.200.000.000 yuans em 2003 para 1.600.000.000.000 yuans em 2009 (Wu *et al.*, 2012). Como fornecedores monopolistas no novo mercado de terrenos urbanos, o comportamento dos governos locais pode afetar claramente o preço e a quantidade de moradias. Em 2016 as vendas de terreno representaram cerca de 30% da receita dos governos locais, enquanto o gasto líquido do governo central financiado pela venda de terrenos representou cerca de 9% da receita. Com isso, o comportamento do governo pode ser um fator essencial para a geração da bolha no mercado imobiliário da China. Os governos locais com economias mais fracas têm sido os mais agressivos na promoção de novas ofertas de habitação, considerando a venda do direito de uso do terreno como um meio de gerar crescimento económico, enquanto os governos locais nas cidades mais ricas estão desacelerando o desenvolvimento.

Por outro lado, a alta velocidade da urbanização torna-se um fator essencial para aumentar a procura das habitações nas cidades. A proporção da população nacional nas cidades cresceu de 46.99% em 2008 para 57.35% em 2016.

A força da procura real nas cidades de pequeno e médio porte é impulsionada pelo dinamismo da urbanização. A urbanização gera uma procura substancial por novas moradias nas cidades (Seki, 2012). A população urbana aumentou dramaticamente devido à migração das áreas rurais para as urbanas.

### 3.1.2 Empréstimos Hipotecários

Tradicionalmente, o povo chinês dependeu dos seus próprios ganhos e tentou economizar dinheiro suficiente para comprar casas (Burell, 2006). A forte recuperação no mercado imobiliário correlaciona-se fortemente com o crescimento do crédito hipotecário devido às condições de financiamento mais fáceis. A parcela de hipotecas dos bancos

aumentou de 20-30% em 2013-2015 para quase 50% em 2016 do total de novos empréstimos bancários, e a taxa de crescimento anual dos empréstimos hipotecários duplicou, de 17% em 2014 para 35%. O sinal pago para comprar um imóvel permaneceu alto para as novas hipotecas (40% dos compradores de uma primeira casa têm uma taxa de pagamento de 25% ou mais), mas a média do *loan-to-value ratio*, calculada como nova relação entre hipoteca e propriedade aumentou de menos de 15% em 2012 para 48% em 2016, sugerindo que os compradores, principalmente os compradores de casas de primeira habitação, estão usando mais alavancagem para comprar propriedades.

Os gráficos seguintes mostram as taxas de juro de depósito e as taxas de juro de empréstimos de 2010 até 2015. De acordo com esses gráficos observamos que o governo da China está mais cauteloso em relação aos créditos por empréstimos, tomando medidas mais rigorosas em relação à política monetária para controlar a alavancagem.

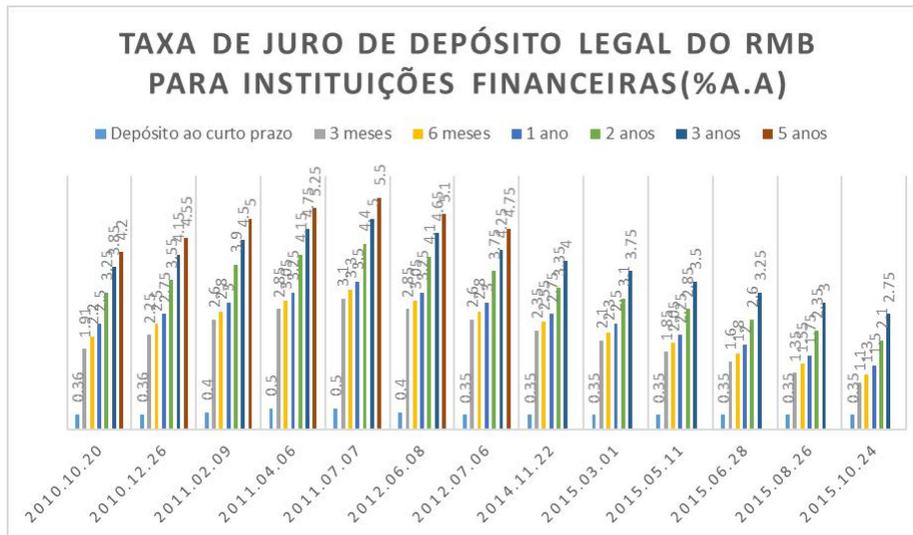


Gráfico7: Taxa de Juro de Depósito Legal do yuans Para Instituições Financeiras 2010-2015

Fonte: China Statistical Yearbook

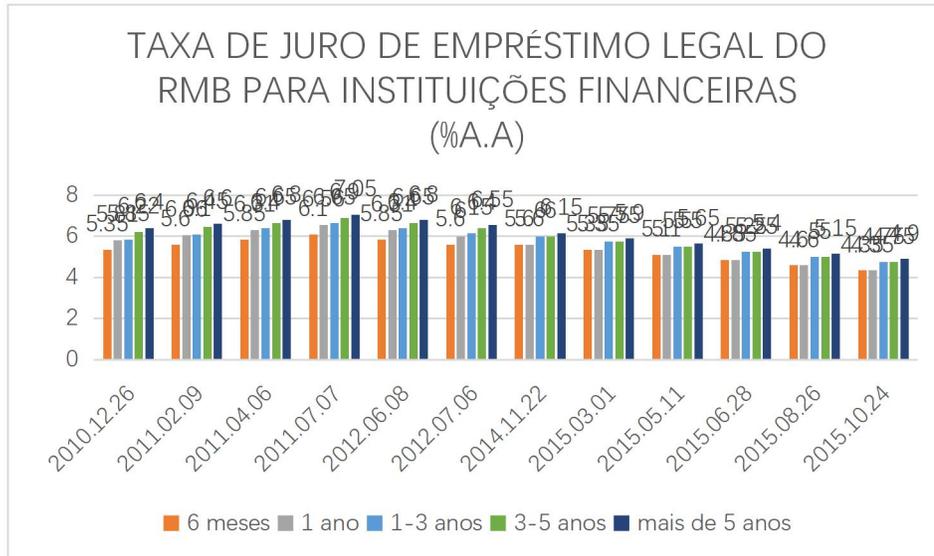


Gráfico8: Taxa de Juro de Empréstimo Legal do yuans para Instituições Financeiras 2010-2015

Fonte: China Statistical Yearbook

Por um lado, o governo precisa de estimular o mercado imobiliário para aumentar o seu próprio rendimento e, por o outro lado, precisa de controlar a liquidez para controlar a bolha.

### 3.1.3 A especulação e o *feedback*

Surgiram novos sinais de especulação nas cidades do nível 1. Pesquisas de mercado feitas por Instituto de Estatística da China sugerem que cerca de 18% das vendas de casas residenciais em 2016 estiveram relacionadas com a procura de investimento (compradores de segundas residências) dobrando o nível médio de 6-10% entre 2012-2015. Isso implicaria que cerca de 10-15% dos novos empréstimos hipotecários provêm de compradores de segundas residências, considerando as suas taxas mais altas de hipotecas. A alavancagem hipotecária doméstica pode ser ainda maior se aceitarmos empréstimos de sinal fornecidos por empreendedores imobiliários.



As razões para a especulação são diversas, entre elas as razões políticas e económicas são as mais destacadas. Ultimamente, a possibilidade de Pyongyang e Washington chegarem a acordo para a desnuclearização da península coreana está a ter efeitos nos preços do imobiliário em Dandong, cidade chinesa que faz fronteira com a Coreia do Norte. Segundo o jornal oficial China Daily, o preço das casas em Dandong aumentou 60% nas últimas semanas, depois de o líder norte-coreano Kim Jong-un ter visitado Pequim e reunido com o Presidente da Coreia do Sul, Moon Jae-in. Já o *Global Times*, jornal oficial do Partido Comunista Chinês, assegura que em alguns casos o preço duplicou, desde 3.000 yuans (390 euros) por metro quadrado para 6.000 yuans. Houve mesmo casas cujo valor subiu 10% num só dia, informou o mesmo jornal. As agências imobiliárias locais estão a aproveitar o rumor de que uma possível abertura da Coreia do Norte poderá converter Dandong num novo polo económico.

Porém, mesmo que no mercado imobiliário da China exista especulação, a bolha imobiliária não iria estourar como a dos EUA em 2008 devido à cultura e ideologia serem diferentes.

Na China o investimento em habitação é alimentado por famílias de meia-idade economizando para a aposentação ou para o casamento dos seus filhos. A propriedade imobiliária sempre desempenhou um papel proeminente na sociedade chinesa e é notavelmente alta, com cerca de 90%, comparada com cerca de 65% nos EUA.

As famílias chinesas são bem conhecidas pelas altas taxas de poupança, motivadas por muitos fatores, da economia à cultura (Chamon e Prasad, 2010). Os aforradores chineses foram empurrados para a compra da habitação como uma forma crucial de investimento, não só porque é fácil contrair empréstimos mas também porque é difícil investir na China. As taxas de hipotecas chinesas têm sido muitas vezes mais altas do que nos EUA e as exigências de adiantamento raramente caíram abaixo de 20%. Para os aforradores chineses comprarem imóveis como um meio de investimento, o custo do seu investimento mais relevante não é a taxa de hipoteca, mas o custo de oportunidade de colocar o seu dinheiro noutra lugar.



A taxa média real de juros sobre os depósitos bancários foi de cerca de zero na última década. O Índice da Bolsa de Valores de Xangai tem retornos reais médios anuais de zero de 2001 a 2016, que são anémicos em relação aos mais de 10% de retorno real anual para os imóveis de Xangai durante o mesmo período. Controlos de capitais apertados também restringem o investimento no exterior. Além disso, a cultura agrária tradicional na China cultiva uma forte preferência por possuir terras e imóveis (Painter, Yang e Yu 2003).

Além de investirem na preservação da riqueza, muitas famílias chinesas acham importante comprar bens imóveis para os seus filhos, já que a propriedade da casa é considerada uma necessidade para o casamento. Isso se reflete numa alta taxa de propriedade residencial entre as famílias chinesas jovens, a maioria das quais comprou as suas propriedades com fundos que, em grande parte, vieram dos seus pais. 55% do total de proprietários residenciais na China têm idade inferior a 35 anos, com base nos dados da Pesquisa de Finanças Domiciliares da China, comparado com 37% nos EUA. De acordo com as evidências detalhadas fornecidas pelo Wei e Zhang (2011) e a Pesquisa de Finanças Domiciliares da China, a maioria dos proprietários de residências são homens jovens não casados e a maior parte destas residências está vazia.

Tanto o motivo do investimento quanto o motivo do casamento contribue para que as famílias chinesas comprem segundas residências mesmo sem ocupá-las. O Inquérito às Famílias Urbanas Chinesas para 2009 contém dados sobre a propriedade de segundas residências. Os dados mostram que esses proprietários são mais ricos e mais instruídos do que a média dos entrevistados. Os proprietários de casas vagas têm um rendimento 34% maior. A idade média dos investidores é de 49 anos e 95% deles são casados. Os investidores chineses são maduros e prósperos. Estimativas de várias fontes sugerem que a habitação representa 70 a 85% do total de ativos das famílias urbanas na China (Huang, 2013; Xie e Jin, 2015). Apesar do grande investimento em imóveis, a proporção do total da dívida das famílias chinesas em relação ao PIB ainda estava abaixo de 40% no final de 2015. Em comparação, no primeiro trimestre de 2008 a dívida das famílias americanas atingiu 99% do PIB.



### 3.2 Política de controlo de empréstimos

Em 5 de junho de 2003, o Banco Popular da China (BPC) emitiu a portaria No.121, que implementou uma nova regra de controlos macroeconómicos para evitar os riscos financeiros do setor bancário na China. A Portaria No.121 exigia que 30% do total do investimento em projetos habitacionais deveria ser capital próprio mas também exigia que os bancos comerciais fossem impedidos de emprestar aos promotores para pagar as taxas relacionadas com o uso da terra. Antes da emissão da Portaria No.121, muitos promotores tinham índices de dívida / ativo bastante grandes e uma grande parte deles contava com empréstimos bancários para adquirir terras (Wang & Liu, 2007).

Além disso, em 23 de agosto de 2003, o BPC emitiu outro aviso para aumentar a taxa de depósito de 6% para 7% após 21 de setembro. Esta foi a primeira tentativa de aumentar a taxa de depósito em 15 anos. Esta política serviu para arrefecer a oferta excessiva de dinheiro na economia e, portanto, também para reduzir o investimento de especulação (Wang & Liu, 2007). Dados do Anuário Imobiliário mostram que em 2003 cerca de 23,8% do investimento em empreendimentos imobiliários foram suportados pelo empréstimo comercial e outros 38,7% do investimento foram de unidades de habitação pré-venda que também dependiam fortemente de programas de empréstimos bancários comerciais para famílias individuais.

### 3.3 Política de regulamentação de fornecimento de terreno

Em 3 de abril de 2002, o Ministério de Terras e Recursos (MLR) promulgou os Regulamentos Provisórios da República Popular da China sobre a concessão do direito da transferência do uso de terras estatais nas cidades e vilas. Em 31 de março de 2004, a Portaria No.71 do MLR foi emitida e determinou que após 31 de agosto de 2004 todas as terras de propriedade do Estado deveriam ser transacionadas por meio de licitações, leilões ou centros de *landleasing*. Devido à Portaria No.71, o volume de transações de



direitos de uso da terra subiu muito dentro deste 5 meses (31.3-31.8). O aumento das transações de terra causou um crescimento nas reservas dos bancos de terras dos incorporadores; esta mudança de regime também elevou os preços da habitação (Wang & Liu, 2007).

### 3.4 Política de controlo abrangente

Como os preços das casas continuaram a subir em Xangai, Pequim e nas cidades do primeiro nível em 2004 e 2005, o governo central reforçou novamente a sua regulamentação do mercado imobiliário. As medidas políticas foram adotadas para desestimular atividades especulativas, bem como controlar o investimento em moradias. Em 17 de março de 2005, o BPC ajustou a taxa de juro de hipotecas de 5,31% para a taxa de juro de longo prazo de 6,12% e iniciou um esquema de gestão de limites mais baixos que permitia aos bancos dar aos tomadores uma taxa de desconto máxima de 5,51% (10% da taxa de referência de 6,12%).

Em 12 de maio de 2005, sete ministérios emitiram uma Portaria para estabilizar os preços da habitação. Por exemplo, os proprietários que revendessem as suas propriedades dentro de dois anos de ocupação teriam um imposto sobre vendas de 5,5% sobre o preço bruto de revenda (Wang & Liu, 2007) e sobre uma terra livre seria cobrada uma taxa extra após a data original de início de sua propriedade. Além disso, se o período de vacância ultrapassasse dois anos, o direito de uso da terra seria confiscado. Compradores de unidades de pré-venda não poderiam revender as suas propriedades antes da conclusão. Essas séries de políticas foram usadas principalmente para melhorar a estrutura de oferta, regular a procura excessiva e limitar a especulação imobiliária (Wang & Liu, 2007).

Além disso, considerando a divergência significativa nos mercados imobiliários da China, as políticas macroprudenciais adaptadas às condições locais devem continuar a ser a primeira linha de defesa.



Na China, as políticas macroprudenciais relacionadas com a habitação consistem principalmente em sinais mínimos para a primeira e segunda residência. Os limites diferenciados por tomadores (compradores de casas pela primeira vez *versus* investidores) e por regiões são apropriados quando podem ser direcionados para os segmentos mais arriscados dos mercados. De acordo com a análise do Instituto Estatística da China, confirmamos que as mudanças nos requisitos de pagamento para as segundas residências têm sido eficazes em conter os ciclos de preços das moradias e, de fato, os governos locais tendem a ajustar esses requisitos em resposta às mudanças nas condições do mercado.

### 3.5 Medidas recentes de contenção

Em 2016, o governo da China tomou várias medidas para controlar o mercado imobiliário da China. Podemos considerar as seguintes:

A nível nacional:

1) O regulador financeiro proibiu empréstimos por plataformas *peer-to-peer* e agentes imobiliários para pagamento de sinais por parte dos compradores

2) O CSRC (Comissão Reguladora de Valores Mobiliários) proíbe o financiamento aos promotores imobiliários em licitações de terra excessivas ou pagamentos de empréstimos bancários

3) reguladores financeiros restringiram o financiamento de promotores via programas de gestão de ativos de empréstimos e corretores

4) limite de emissão de títulos para promotores imobiliários

5) CSRC e NDRC (Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma da República Popular da China) endureceram o financiamento direto para incorporadoras imobiliárias na emissão de títulos em mercados *onshore* e *offshore*



6) NDRC proibiu os promotores de emitir títulos corporativos para projetos de habitação não social

Nas cidades do primeiro nível:

1) as cidades de primeiro nível exigiram que os não-residentes tivessem um mínimo de 3 a 5 anos de contribuições para a segurança social para serem elegíveis para compras de imóveis

2) 14 cidades reforçaram os requisitos de compra de residência, incluindo critérios mais rigorosos para compradores não-locais e definindo o número máximo de casas que uma pessoa pode comprar.

3) 20 cidades de nível 1 e 2 estavam na lista de observação de preços de imóveis pelo governo

4) as cidades de nível 1 (Como Shenzhen e Shanghai) aumentaram a taxa de pagamento do sinal para 40-50% para segundas residências

5) O BPC forneceu orientação para 25 bancos locais em empréstimos hipotecários

6) O BPC Xangai reforçou o escrutínio dos empréstimos relacionados à propriedade. Os bancos cumpriram rigorosamente a taxa mínima de pagamento. Cerca de 60% dos compradores tinham mais de 30% de pagamento do sinal em outubro.

7) Os promotores foram novamente obrigados a aumentar a oferta de apartamentos de tamanho médio nas cidades de nível 1.

8) Várias cidades comprometidas em aumentar o fornecimento de terras para uso residencial.

Na cidade do segundo nível:

1) As cidades de nível 2 restringiam as áreas não-locais para comprar segundas residências se tivessem propriedades em cidades de nível 1.



2) Muitas cidades começaram a aumentar o pagamento do sinal da residência, por exemplo em Hefei, o requisito de pagamento do sinal foi aumentado 40-60% para a segunda e terceira residências.

3) O departamento de terra e desenvolvimento da província de Na'hui exige que a terra seja desenvolvida dentro de dois anos após as vendas.

4) Suzhou, cidade de nível 2, reforçou a regulamentação sobre licitação de terras e planeou aumentar o fornecimento de terras nos próximos três anos.

5) Algumas cidades exigiam o relatório do preço de venda para propriedades recém-construídas antes da concessão de permissões de venda e aumentaram a exigência de depósito de licitação

6) Algumas cidades de nível 2 levantaram a exigência de depósito para licitação de terras e estabeleceram limites de preços para o leilão de terras.

## CONCLUSÃO

Este trabalho teve por objetivo responder a três questões colocadas na introdução, a saber: será que o mercado imobiliário na China regista atualmente uma bolha? Está o Governo chinês a tomar as medidas suficientes e adequadas para evitar a formação e o rebentamento de uma bolha imobiliária? Poderá a China sofrer um abalo financeiro semelhante ao que sofreram os EUA em 2008? Tendo por base a pesquisa que efetuamos, teórica, empírica e documental, julgamos estar agora em condições de apresentar as nossas respostas no espaço reservado a esta conclusão.

De acordo com a pesquisa efetuada, não parece existir uma bolha imobiliária na China pois os aumentos de preços nas cidades de terceiro e quarto nível ainda estão controlados devido a um grande excesso de oferta de apartamentos, embora existam sinais claros de bolhas pontuais. Em termos gerais, constata-se que os preços dos apartamentos a nível regional tendem a desenvolver-se num padrão de expansão e declínio, sendo provável que registem mesmo uma queda moderada no futuro. Além



disso, a dívida hipotecária das famílias relacionada com a compra de habitações na China é ainda relativamente baixa quando comparada com o PIB (40%). Portanto, apesar dos preços elevados, a compra de habitações é sobretudo financiada pela capacidade de poupança das famílias, podendo estas absorver uma grande parte duma eventual queda de preço do património antes de se tornarem insolventes. Esta constatação contrasta com a experiência dos EUA durante a crise do *subprime* quando o rácio *loan-to-value* esteve próximo de 100% e eram exigidos pagamentos muito baixos nos primeiros anos da hipoteca.

Por outro lado, o governo chinês está a tomar várias medidas para controlar uma eventual bolha. Com efeito, as autoridades chinesas parecem estar conscientes dos perigos que acarretaria o estouro de uma bolha imobiliária. Uma das principais prioridades do presidente Xi Jinping e do primeiro-ministro Li Keqiang é evitar essa bolha. A batalha desenrola-se sobretudo a nível local. Atualmente 21 cidades anunciaram medidas de aperto. Porém, o problema é maior nas cidades de primeiro nível (como Pequim e Shanghai), onde o mercado imobiliário é muito volátil com aumentos anuais de preços que podem atingir os 50%.

Em nossa opinião, o instrumento mais adequado para controlar o preço das habitações deve, no entanto, passar por aumentar a oferta imobiliária num ritmo compatível com o da procura, especialmente em cidades de nível mais alto, onde a renda e o crescimento da produtividade é maior. O aumento do suprimento de terra e a construção de habitação de alta densidade nas principais cidades, por exemplo prédios altos com muitos fogos, podem atrair migrantes e facilitar uma transição suave no mercado imobiliário. Isso pode ser complementado com reformas na segurança social e no registo domiciliar (*hukou*) para dar aos migrantes da área rural acesso a serviços públicos. Além disso, a redução da taxa de poupança interna da China e a abertura gradual da conta de capital de maneira bem sequenciada e faseada, em conjunto com outras reformas, ajudariam a reduzir a propensão para os ciclos de inflação dos preços dos ativos. Nesse contexto, uma maior flexibilidade da taxa de câmbio e um quadro de política monetária mais forte são essenciais. Fundamentalmente, a China deve abster-se



de estabelecer metas de crescimento económico anuais que promovam um foco indesejável em medidas de estímulo de baixa qualidade e de curto prazo. O governo tem tido a tendência para aumentar os gastos com infraestruturas, com a atividade imobiliária e com o crédito durante as crises económicas para atingir as metas de crescimento, criando a expectativa de que a habitação é um instrumento de gestão da procura agregada. Essa expectativa pode reforçar o papel da habitação como uma classe de ativos e amplificar os ciclos de expansão. Se a importância das metas de crescimento diminuísse, a dinâmica do mercado imobiliário estaria mais alinhada às condições fundamentais de procura e oferta, o que permitiria que as políticas prudenciais desempenhassem o papel principal na defesa contra os riscos macrofinanceiros.

Contudo, a situação da China é diferente da dos EUA. Fundamentalmente, a China continua a ser um país com uma economia dirigida centralmente enquanto os EUA são uma economia capitalista regida pelos princípios de mercado. Na China, o governo continua a ter poder suficiente para controlar diretamente o mercado. A propriedade dos terrenos urbanos continua a ser do Estado podendo o governo controlar diretamente o custo das habitações através dos preços de venda e dos direitos de uso dos terrenos, instrumentos que não estão diretamente ao dispor do governo americano. Historicamente (por exemplo na década de 90 do século passado) aconteceu por diversas vezes gerar-se uma bolha no mercado de imobiliário chinês mas o governo foi capaz de tomar medidas para salvar o mercado e ultrapassar a crise. Por outro lado, cada vez mais pessoas estão a investir no estrangeiro, comprando imóveis, o que esfria um pouco o mercado interno de imobiliário da China, fenómeno que não se vê com tanta intensidade no caso dos investidores americanos. Por outro lado ainda, verificámos na nossa pesquisa que os investidores chineses são sobretudo da classe média e alta, ao contrário duma parte muito significativa dos investidores americanos que pertenciam a classes baixas e que foram incentivados a comprar habitações sem ter condições económicas para o fazer.

Bibliografia:



BIKHCHANDANI, Sushil; HIRSHLEIFER, David e WELCH, Ivo; “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades”, *The Journal of Political Economy*, 100 (5), p. 992-1026, 1992.

Burell, M. (2006). “China’s Housing Provident Fund: Its Success and Limitations”. *Housing Finance International*, 20(3):38-49.

Chamon, Marcos D., and Eswar S. Prasad. "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2010, 2 (1), 93-130.

Chen, C. & Wu, Z. G. (2006). “China’s Housing Provident Fund: Inequitable and Inefficient”. Paper prepared for the CRIOCM 2006 International Symposium on Advancement of Construction Management and Real Estate.

Chen, J. & Li, X. (2011). “The Income Elasticity of Housing Prices in China and Its Regional Diversity.” School of Management, Fudan University, Shanghai, March 2011.

Chen, J.H., Guo, F. & Wu, Y. (2011), “Chinese urbanization and urban housing growth since the mid-1990s”, *Journal of Housing and the Built Environment*, 26(2) (June 2011): 219-232

Chivakul, Mali, W Raphael Lam, Xiaoguang Liu, Wojciech S Maliszewski, and Alfred Schipke, “Understanding Residential Real Estate in China,” Working Paper, 2015.

D’AGOSTINI, L. O aumento do preço dos imóveis no Brasil 2008-2012. *Revista Economista*, Brasília, p. 6-11, 2013.

Deng, C. R., Ma, Y.K., & Chiang, Y. M. (2009), “The Dynamic Behaviour of Chinese Housing Prices”, *International Real Estate Review*, 12(2):121-134

Di, Z. X., Lan, D. & Hao, H. (2008). “Three Models of Public Housing in the 20th Century”. *Housing: Socioeconomic, Availability, and Development Issues*. Pg 1-44.



FABIANO, Isabela Márcia de Alcântara; RENAULT, Luiz Otávio Linhares. Crise financeira mundial: tempo de socializar prejuízos e ganhos. Revista do TRT da 3ª Região. Belo Horizonte. n.78. 2009.

Gao, X. L. & Asami, Y. (2011), “Preferential Size of Housing in Beijing”, *Habitat International*, 35(2):206-213

Huang, Zhen. “A Study of Household Finance in China,” Working Paper, 2013.

Igan D. and P. Loungani, 2012, “Global Housing Cycle,” IMF Working Paper 12/217

Jin, S. L. (2006). “Housing Problems in the Context of Harmonious Society”. *Study Times*, 27, November.

KALDOR, N. Speculation and economic stability. *Review of Economic Studies*, Bristol, Eng., n. 1,1939,p:66-68

KINDLEBERGER, Charles P. Manias, Pânicos E Crahes: Um Histórico Das Crises Financeiras. Editora Nova Fronteira S.A. Rio de Janeiro, 1996, p.19

Liu, J. J. (1989). “Privatisation of Housing in China”, *People’s Daily (overseas edition)*. 2ed January, Pg2.

Liu, S. Y. (2007). “Earnestly Strengthening Commercial Real Estate Management to Adjust Real Estate Credit Structure and Prevent Credit Risks”. Paper Presented at the Conference on Strengthening Commercial Real Estate Credit Management on December 11th.

Ma, L. J. C. (2004), “Economic reforms, urban spatial restructuring and planning in China”, *Progress in Planning*, 61(3): 237-260.

Ma, L.J.C. (2002). “Urban transformation in China, 1949-2000: a review and research agenda”. *Environment and Planning A*, 34: 98-116

MINSKY, Hyman P.; The financial instability hypothesis”, Working Paper no. 74, Levy Economics Institute of Bard College, 10 p, 1992.



Nie, M.S. (2004). "Policies and Measures on Housing of Chinese Low-income Households". Paper prepared for the World Urban ForumII, Barcelona, Spain

Painter, Gary, Yang, Lihong, and Zhou Yu, "Homeownership Determinants of Chinese&Americans: Assimilation, Ethnic Concentration, and Nativity," Working Paper, 2003.

Qian, Zhu (2012), "Post-reform Urban Restructuring in China: the Case of Hangzhou 1990-2010". *Town Planning Review*, 83(4): 431-456.

Seki, Shinichi (2012). "Risk of a Housing Bubble Collapse in China Extremely Remote". *Pacific Business and Industries*, 7(4):2-16.

SHILLER,R.J. (2007). "UNDERSTANDING RECENT TRENDS IN HOUSE PRICES AND HOMEOWNERSHIP". P93

STIGLITZ J. E. "Symposium on Bubbles", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No. 2., p. 13-18, Spring, 1990.

United Nations (2004), *World urbanization prospects (the 2003 revision)*. Population Division,Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York.

Wang, S. T. & Liu, H. Y. (2007). "Institute of Real Estate Studies Tsinghua University". IRES Working Paper Series, June.

Wang, Y. P. (1992). "Private Sector Housing in Urban China since 1949: the Case of Xi'an". *Housing Studies*, 7(2):119-137

Wang, Y.P. & Murie, A. (1999), "Commercial Housing Development in Urban China", *Urban Studies*, 36(9):1475-1494.

Wang, Y.P. & Murie, A. (1999), "Commercial Housing Development in Urban China", *Urban Studies*, 36(9):1475-1494.

Wei, Shang-Jin, and Xiaobo Zhang. "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China." *Journal of Political Economy*, 2011, 119(3): 511-564.



WRAY, L. Randall; “Minsky Crisis”, Working Paper no. 659, Levy Economics Institute of Bard College, 15 p, 2011.

Wu, J., Gyourko, J. & Deng, Y. H. (2012), “Evaluating conditions in major Chinese housing markets”, *Regional Science and Urban Economics*, 42(3): 531-543.

Xie, Yu, and Yongai Jin. "Household Wealth in China." *Chinese Sociological Review* 47, no. 3 (2015): 203-229.

Yeung, S.C.W. & Howes, R. (2006). “The Role of the Housing Provident Fund in Financing Affordable Housing Development in China”. *Habitat International*, 30: 343-356

Yu Huayi (2010), “China’s House Price: Affected by economic fundamentals or real estate policy?”.*Front. Econ. China*, 5 (1): 25-51.

Zhang, X. (2001). “Risk and Uncertainty in the Chinese Housing Market”. *Journal of Real Estate Literature*, 9 (2):161-173.

Zhang, X. Q. (2000). “The Restructuring of the Housing Finance System in Urban China”. *Cities*, 17(5):339-348.

Zhang, Y.B., Hua, X.P. & Zhao, L. (2011), “Monetary policy and housing prices; A case study of Chinese experience in 1999-2010”. *BOFIT Discussion Papers*, 17/2011

Zhao, Y. & Bourassa S. (2003), “China’s Urban Housing Reform: Recent Achievements and New Inequities”, *Housing Studies*, 18 (5): 721-744.

Outras fontes:

\_\_\_\_\_, 2014, “Staff Guidance Note on Macroprudential Policy—Detailed Guidance on Instruments”.



\_\_\_\_, 2015, “People's Republic of China: 2017 Article IV Consultation Staff Report”, IMF Country Report No. 15/234.

\_\_\_\_, 2017, “People's Republic of China: 2017 Article IV Consultation Staff Report”, IMF Country Report No. 17/247.

\_\_\_\_, 2002, “China Statistical Yearbook”

\_\_\_\_, 2005, “China Statistical Yearbook”

\_\_\_\_, 2010, “China Statistical Yearbook”

\_\_\_\_, 2015, “China Statistical Yearbook”

\_\_\_\_, 2016, “China Statistical Yearbook”

\_\_\_\_, 2017, “China Statistical Yearbook”

\_\_\_\_, 1990, “Regulamentos Provisórios sobre a Transferência e Transferência de Direitos de Uso da Terra de Propriedade Urbana”