

dr Tomasz Bieliński
Uniwersytet Gdański
Wydział Ekonomiczny
e-mail: tomasz.bielinski@ug.edu.pl
ORCID: 0000-0001-5290-3787

Dominika Słotwińska
Uniwersytet Gdański
Wydział Filologiczny
e-mail: dominikaslotwinska@gmail.com
ORCID: 0009-0001-6449-2468

Kryzys i determinanty rozwoju chińskiego rynku nieruchomości

Crisis and determinants of China's real estate market development

Słowa kluczowe:

rynek nieruchomości, Chiny, restrukturyzacja, developer

Streszczenie: Kryzys na chińskim rynku nieruchomości jest postrzegany jako zagrożenie dla drugiej największej gospodarki na świecie. Celem artykułu była identyfikacja czynników mających wpływ na chiński rynek nieruchomości i możliwości jego rozwoju. W artykule dowiedziono także tezy, że możliwa jest skuteczna restrukturyzacja chińskich firm developerskich i ponowne ożywienie rynku nieruchomości w Chinach. Zastosowaną metodą badawczą były studia przypadku wybranych ze względu na ich rolę w kryzysie oraz udział w rynku trzech chińskich spółek developerskich: Evergrande, Country Garden i Sunac China. Wnioski wskazują na możliwość wyjścia z kryzysu poprzez restrukturyzację firm developerskich oraz deregulację rynku nieruchomości w celu pobudzenia popytu. Zidentyfikowanymi czynnikami mającymi pozytywny wpływ na rynek są procesy urbanizacji, zmniejszanie ograniczeń migracji wewnętrznych, podaż gruntów oferowanych przez władze samorządowe oraz programy pomocy państwa dla sektora nieruchomości. Do negatywnych należy natomiast kryzys demograficzny i spadek wielkości populacji Chin.

Keywords:

real estate market, China, restructuring, developer

Abstract: The crisis in China's real estate market is seen as a threat to the world's second largest economy. The aim of this article was to identify the factors affecting the Chinese real estate market and the possibilities for its development. The article also proves the thesis that it is possible to successfully restructure Chinese property developers and revive China's real estate market. The research method used was case studies of three Chinese real estate development companies selected for their role in the crisis and market share: Evergrande, Country Garden and Sunac China. Conclusions point to the possibility of recovery from the crisis through restructuring of developer companies and deregulation

JEL:
R31, R38, P23

of the real estate market to stimulate demand. Identified factors having a positive impact on the market are urbanization processes, reducing restrictions on internal migration, the supply of land offered by local governments and state aid programs for the real estate sector. Negative ones, on the other hand, include the demographic crisis and the decline in the size of China's population.

Wprowadzenie

Na początku 2024 r. w mediach rozpisywano się na temat kryzysu na chińskim rynku nieruchomości, który miał potencjalnie stać się znacznym zagrożeniem dla nominalnie drugiej największe gospodarki na świecie [Figuerola-Ferretti i in., 2024]. Brakuje jednak badań naukowych analizujących zmiany na rynku nieruchomości w Chinach w ostatnich latach, które mogłyby pokazać, czy sytuacja w Państwie Środka jest rzeczywiście tak zła, jak przedstawiają media. Luką badawczą pozostaje także brak publikacji podsumowujących co najbardziej oddziałuje na ten rynek. Dlatego celem niniejszego artykułu była identyfikacja czynników mających wpływ na chiński rynek nieruchomości i możliwości jego rozwoju. W pracy postawiono także tezę, że możliwa jest skuteczna restrukturyzacja chińskich firm developerskich i ponowne ożywienie rynku nieruchomości w Chinach. Metodą badawczą zastosowaną w artykule były studia przypadku trzech firm należących do największych na chińskim rynku developerskim, to znaczy Evergrande, Country Garden oraz Sunac China.

Determinanty rozwoju chińskiego rynku nieruchomości

Pozytywny wpływ na rozwój chińskiego rynku nieruchomości będzie miała w przyszłości dalsza urbanizacja, związana z reformami systemu Hukou. Jest to funkcjonujący od 1958 r. system rejestracji ludności. Ogranicza on możliwość ubiegania się o świadczenia dla bezrobotnych, świadczenia emerytalne, opiekę zdrowotną, edukację, a także pracę na wyższych stanowiskach osobom niezarejestrowanym w danej jednostce terytorialnej [Huang, 2022]. Ten rygorystyczny system spowalniał rozwój rynku mieszkaniowego [Chang, Wei, 2018]. Jest on jednak systematycznie modyfikowany, a w niektórych prowincjach całkowicie z niego zrezygnowano [Froissart, 2024]. Reformy te ułatwiają urbanizację. W 2021 r. już 64,72% Chińczyków mieszkała w miastach, a do 2025 r. zgodnie z obowiązującym planem pięcioletnim, ma to być 65% [Xinhua, 2022]. Z reguły przyjmuje się, że procesy migracji do miast stabilizują się, gdy udział populacji miejskiej osiąga 70% [Matia i in., 2012, s. 124]. Według szacunków proces

urbanizacji, odpowiada za około 80% wzrostu w cenach mieszkań miejskich w Chinach [Chang, Wei, 2018].

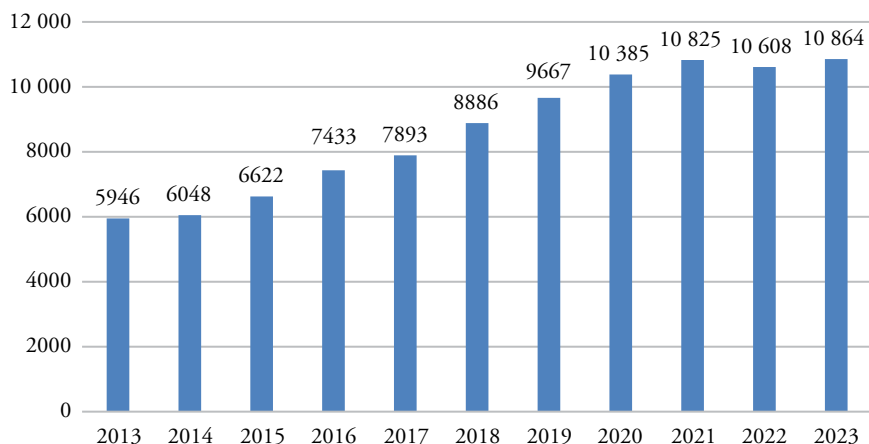
Na rynek nieruchomości w Chinach wpływają także zmiany demograficzne [Xiao, Gao, 2020]. Populacja urodzona w latach 1985–1994 wynosi około 230 mln, natomiast od 1995 r. do 2004 r., w Chinach urodziło się 182 mln osób, generując lukę popytową na rynku nieruchomości. Szacuje się, że okres wkraczania na rynek nieruchomości populacji urodzonej podczas wyżu demograficznego, zakończy się około 2025 r., powodując nieuchronny kryzys na tym rynku [Matia i in., 2012, s. 123]. Według danych podanych przez Narodowe Biuro Statystyczne, w 2023 r. ludność zmniejszyła się o 2,087 mln osób do 1,409 mld [Nabiałek, 2024].

Wielkość rodziny, poziom wykształcenia oraz inne czynniki socjologiczno-demograficzne, odgrywają coraz bardziej istotną rolę w podejmowaniu decyzji zakupu nieruchomości [Xiao, Gao, 2020]. W odpowiedzi na azjatycki kryzys ekonomiczny, który wybuchł w 1998 r., rząd Chin wprowadził niskie stopy procentowe na kredyty hipoteczne, zachęcając obywateli do zakupu nieruchomości. W związku z destabilizacją na giełdzie, nieruchomości szybko zyskały miano bezpiecznej lokaty kapitału, w którą Chińczycy po dziś dzień inwestują dużą część swoich oszczędności. Lokowanie kapitału w nieruchomości wśród Chińczyków ma jeszcze jedno podłoże. Wieloletnia polityka kontroli urodzeń doprowadziła do znaczącej nierówności płci. W Chinach istnieje niedobór kobiet, co sprawia, że rynek matrymonialny jest wysoce konkurencyjny. Posiadanie mieszkania przez kandydata na męża jest wysoce pożądane. Zjawisko to jest odzwierciedlone w wysokim wskaźniku posiadania nieruchomości wśród młodych małżeństw w Chinach, które w większości zostały sfinansowane przez rodziny małżonków. Dane wskazują, że rodziny posiadające młodych niezamężnych synów, są częściej w posiadaniu większej liczby niezamieszkałych nieruchomości [Glaeser i in., 2017]. Czynnikiem pozytywnie wpływającym na chiński rynek nieruchomości jest też zaangażowanie władz samorządowych, które są dysponentami ziemi formalnie należącej w Chinach do Skarbu Państwa. Zyski ze sprzedaży praw do dzierżawy wieczystej gruntów są kluczowym źródłem dochodów dla samorządów lokalnych [Chen i in., 2023].

Zmiany cen mieszkań na chińskim rynku nieruchomości

Od reformy mieszkalnictwa w 1998 r. chiński rynek nieruchomości przez ponad dwie dekady szybko się rozwijał. W 2013 r. średnia krajowa cena m² nieruchomości w Chinach wynosiła 5 946 CNY. W 2021 r. m² kosztował średnio 10825 CNY, natomiast w 2022 r. ceny zmalały do przeciętnie 10608 CNY za m². W 2023 r. ceny wróciły do poziomów bliskich 2021 r. (rysunek 1). Stało się to jednak przy dużo mniejszej liczbie transakcji, co obrazuje wielkość przychodów.

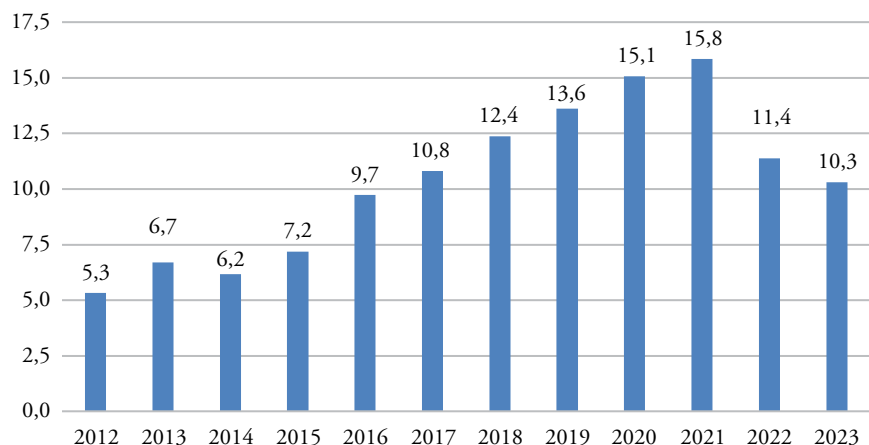
Rysunek 1. Średnia cena nieruchomości mieszkalnych w Chinach w latach 2013–2023 (w CNY za m²)



Źródło: Zhang [2024].

Od 2021 r. zauważalnie zmniejszyły się też przychody ze sprzedaży nieruchomości mieszkalnych. W 2021 r. wynosiły one 15,8 bln CNY, w 2022 r. spadły do 11,4 bln CNY, a w 2023 r. jeszcze zmalały do 10,3 bln CNY (rysunek 2).

Rysunek 2. Przychód z nieruchomości mieszkalnych sprzedanych w Chinach w latach 2012–2023 (w bln CNY)



Źródło: National Bureau of Statistics [2024b].

Według danych opublikowanych przez Narodowe Biuro Danych Statystycznych w marcu 2024 r., ceny mieszkań z rynku pierwotnego w Chinach spadały osiem miesięcy z rzędu [Gao, Woo, 2024].

Inwestycje oraz popyt na chińskim rynku nieruchomości

Bardziej od zmienności cen niepokojący jest spadek wartości inwestycji na rynku nieruchomości. Od stycznia do lutego 2024 r. wartość krajowych inwestycji developerskich wyniosła 1,2 bln CNY, co oznacza spadek o 9% w stosunku do tego samego okresu w roku poprzednim [National Bureau of Statistics, 2024]. W tym czasie same inwestycje mieszkaniowe wynosiły 882,3 mld CNY, co oznacza spadek o 9,7%, w porównaniu z rokiem poprzednim. W wyżej wspomnianym okresie wybudowana przez firmy developerskie powierzchnia budynków mieszkalnych wynosiła w sumie 4 666,36 mln m², czyli o 11,4% mniej niż w roku poprzednim. Powierzchnia budynków mieszkalnych, których budowę rozpoczęto wyniosła 67,96 mln m², co stanowi spadek o 30,6%. Natomiast powierzchnia ukończonych budynków mieszkalnych w tym okresie wyniosła 76,94 mln m², czyli o 20,2% mniej [National Bureau of Statistics, 2024a].

Jeśli chodzi o liczbę sprzedawanych nieruchomości, to od stycznia do lutego 2024 r. sprzedano 113,69 mln m² budynków komercyjnych (spadek o 20,5% w stosunku do roku poprzedniego), przy czym wartość ta zmniejszyła się o 24,8% w przypadku budynków mieszkalnych. Ponadto zyski ze sprzedaży nieruchomości spadły o 29,3%. Dodatkowo powierzchnia nieruchomości komercyjnych wystawionych na sprzedaż wynosiła 15,9% więcej niż rok wcześniej, obrazując mniejsze zainteresowanie zakupem nieruchomości na rynku chińskim [National Bureau of Statistics, 2024a].

W odpowiedzi na wciąż spadkowe tendencje cen nieruchomości, w styczniu 2024 r. chiński rząd uruchomił mechanizm opisanej dalej tzw. „białej listy”. Ponadto duże miasta w tym Szanghaj oraz Shenzhen łagodzą limity na zakup kolejnych nieruchomości w celu ożywienia rynku. Rząd Chin przygotowuje też tzw. pakiet ratunkowy w celu walki z kryzysem nieruchomości. Proponowane zmiany obejmują zniesienie dolnej granicy oprocentowania kredytów hipotecznych, obniżenie wymagań dotyczących wkładu własnego oraz skup pustych mieszkań od developerów.

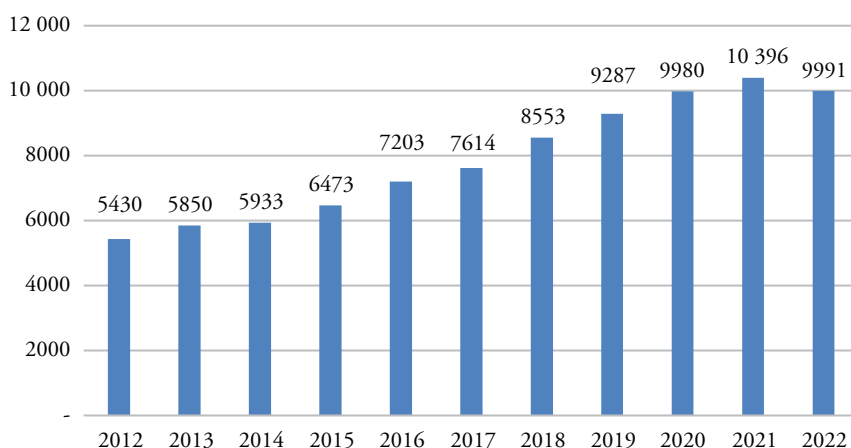
W maju 2024 r. chiński bank centralny obniżył poziom wymaganego wkładu własnego do rekordowych 15% przy zakupie pierwszego mieszkania i do 25% przy zakupie drugiego, co w obu tych przypadkach oznacza obniżenie o 5 pkt proc. Obniżono też stopy procentowe, a tym samym kosztów kredytów, co ma na celu zachęcenie do zakupu mieszkań. Planowaną zmianą jest pomoc firmom developerskim poprzez zakup nadwyżki niesprzedanych mieszkań, które następnie byłyby przekształcone w mieszkania socjalne. Na ten cel rząd chiński planuje przeznaczyć 42 mld USD [Money.pl, 2024].

Spodziewane jest, że wyżej opisane podjęte środki, wraz z zapowiedzianym przez premiera Li Qinga finansowaniem niektórych projektów, ustabilizują sytuację na rynku nieruchomości [Gao, Woo, 2024].

Firmy developerskie na chińskim rynku nieruchomości

W 2022 r. w Chinach zarejestrowanych było 103 tys. firm developerskich, zatrudniających blisko 2,5 mln osób. Od reformy mieszkalnictwa w 1998 r. liczba developerów w Kraju Środka zwiększała się każdego roku. Na chińskim rynku otwierali działalność developerzy z Tajwanu, Makao, Hongkongu oraz innych państw [Zhang, 2010, s. 100]. Jednak od 2020 r. zanotowano spadek w ich liczbie (rysunek 3), zarówno jeśli chodzi o firmy lokalne jak zarejestrowane poza ChRL [Zhang, 2023].

Rysunek 3. Liczba firm developerskich w Chinach w latach 2012–2022



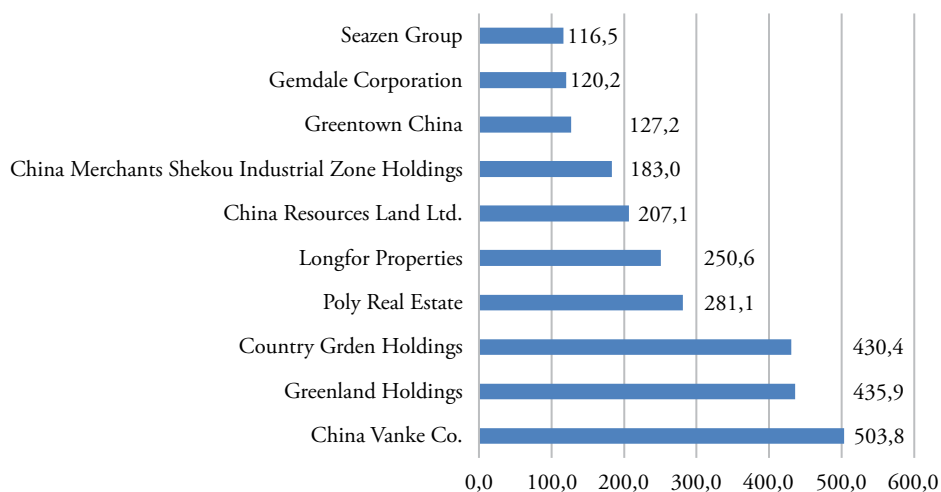
Źródło: China statistical yearbook [2024, s. 191].

W latach 2021–2023 nastąpiły znaczące zmiany w rankingu największych chińskich developerów. W 2023 r. firma China Vanke plasuje się na pierwszym miejscu, osiągając 503 mld CNY przychodu, podczas gdy drugie miejsce zajmuje Greenland Holdings z 436 mld, a trzecie Country Garden z 430 mld (rysunek 4). Firma Poly Real Estate znalazła się poza podium, notując znaczny spadek przychodów. W porównaniu z rankingiem z 2021 r. z listy zniknęli dwaj giganci rynku nieruchomości, developerzy Sunac i Evergrande.

W 2020 r. chiński rząd uruchomił program znany jako „trzy czerwone linie”, mający doprowadzić do zmniejszenia dźwigni finansowej wykorzystywanej na rynku nieru-

chomości. Wprowadzony do życia w sierpniu 2020 r. program miał zredukować ryzyko powstania bańki na chińskim rynku nieruchomości. Polegał on na tym, że developerzy mieli być oceniani pod kątem trzech kryteriów, po czym klasyfikowani do kategorii, decydujących o tym, w jakim stopniu będą mogli zwiększyć swoje zadłużenie w nadchodzącym roku. Do kryteriów, które musiała spełnić spółka, by móc dalej zwiększać swój dług, należało: utrzymanie wskaźnika zobowiązań na poziomie nieprzekraczającym 70% aktywów (z wyłączeniem zaliczek z projektów sprzedawanych na podstawie umowy); zadłużenie netto nie powinno przekraczać 100% kapitału własnego; a rezerwy pieniężne wynosić co najmniej 100% zadłużenia krótkoterminowego. Jeśli wszystkie trzy kryteria były spełnione, firma była klasyfikowana jako bezpieczna i w następnym roku mogła zwiększyć swój dług o 15%. Naruszenie jednego, dwóch i wszystkich trzech kryteriów, wiązało się ze zmniejszeniem wartości, o jaką dana firma mogła zwiększyć swój dług w następnym roku do kolejno: 10, 5 i 0% [Chu i in., 2023].

Rysunek 4. Wiodące chińskie firmy developerskie w rankingu Fortune China 500 w 2023 r., według przychodu (w mld CNY)



Źródło: Fortunechinese [2023].

Z początkiem 2020 r. jedynie 6,3% poddanych ocenie developerów było w stanie spełnić wszystkie trzy kryteria. Dowodzi to, że reakcja ze strony władz na zaistniałą na chińskim rynku nieruchomości sytuację była mocno spóźniona i w momencie wprowadzenia tak silnych obostrzeń, firmy developerskie były już zbyt mocno zadłużone. Nowa polityka jednak początkowo zadziałała i od czerwca do grudnia 2020 r. 90% firm odnotowało poprawę wskaźnika zobowiązań do aktywów, 81% wskaźnika zadłużenia netto do kapitału własnego i 86% wskaźnika gotówki do zadłużenia krótkoterminowego

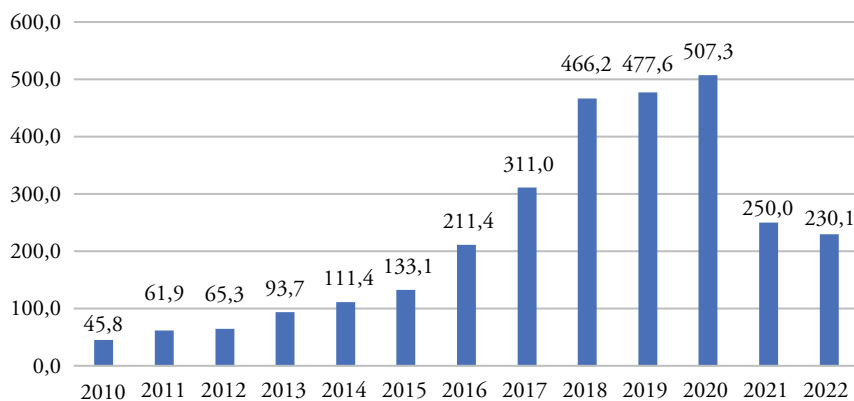
[EAC, 2021]. Developerzy starali się obniżyć swoje zobowiązania poprzez zmniejszenie kwot zaciąganych pożyczek, ograniczając nabywanie nowych gruntów, zmniejszając plany swojej ekspansji. Polityka przy okazji przysporzyła wiele problemów opierającym swoje finansowanie na lewarowaniu pożyczkami gigantom chińskiego rynku nieruchomości. A najbardziej dotkniętą regulacjami spółką stała się najmocniej zadłużona firma w Chinach, Evergrande [Neuman, 2024].

Studium przypadku spółki Evergrande

Jeszcze w 2018 r. Evergrande było największą firmą developerską na świecie. 29 stycznia 2024 r. sąd w Hongkongu nakazał likwidację spółki, po tym, jak nie była ona w stanie spłacić 300 mld USD należności inwestorom.

W 2010 r. przychody wynosiły 45,8 mld CNY, natomiast w swoim punkcie szczytowym, w 2020 r. wynosiły już 507,25 mld CNY. Rosło także zadłużenie firmy. W 2021 r., czyli pierwszym roku po wprowadzeniu polityki „trzech czerwonych linii”, spadły o ponad połowę do 250 mld CNY, a w 2022 r. już do 230 mld CNY (rysunek 5).

Rysunek 5. Przychody spółki Evergrande w latach 2010–2022 (w mld CNY)

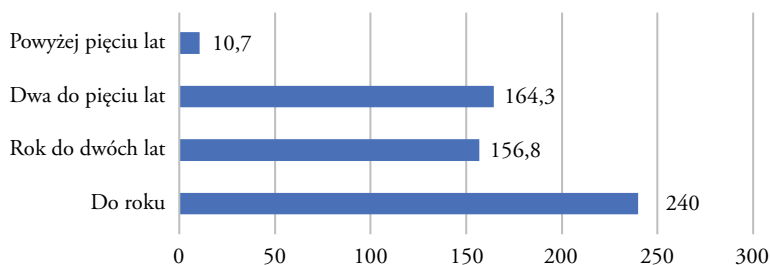


Źródło: Zhang [2024a].

Wzrost przychodów spółki Evergrande wiązał się z rosnącymi długami, których strukturę przedstawiono na rysunku 6. Pod koniec pierwszej połowy 2021 r. długi spółki, których termin spłaty nie przekraczał roku, wynosiły 240 mld CNY i szacowano, że stanowiły aż 42% całości zadłużenia firmy. W porównaniu z poprzednim rokiem Evergrande zmniejszyło swoje zadłużenie długoterminowe, zaciągając pożyczki o krótszym terminie zapadalności. Pod koniec pierwszej połowy 2021 r. pożyczki o terminie spłaty

dłuższym niż 5 lat wynosiły 10,7 mld CNY, czyli zaledwie niecałe 2% wartości całości długu firmy (rysunek 6).

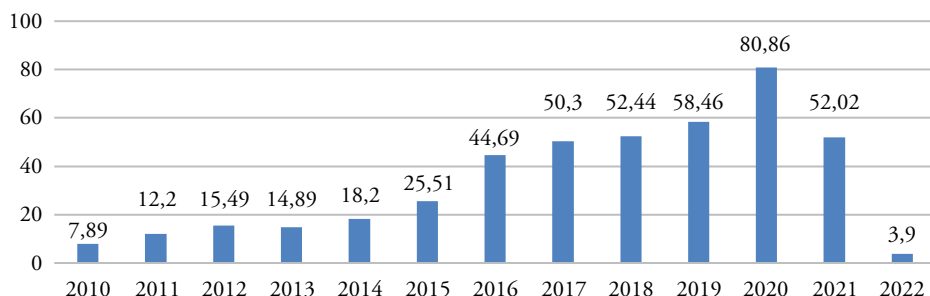
Rysunek 6. Termin zapadalności pożyczek spółki Evergrande w pierwszej połowie 2021 r. na podstawie ich wartości (w mld CNY)



Źródło: Evergrande [2021].

Po uzyskaniu rekordowych wyników sprzedaży przez Evergrande w 2020 r. konieczność dostosowania się do nowej polityki, brak płynności finansowej oraz stagnacja na rynku nieruchomości częściowo wynikająca ze spadającego zaufania do developerów wśród chińczyków, znacząco wpłynęły na działalność firmy. W 2022 r. Evergrande odnotowało straty (netto) w wysokości ponad 125 mld CNY. W tym samym roku firma sprzedała jedynie 3,9 mln m² powierzchni mieszkalnych, co oznacza spadek o prawie 95% w stosunku do najwyższych wskaźników sprzedaży z 2020 r., kiedy powierzchnia ta wynosiła 80,86 mln m² (rysunek 7).

Rysunek 7. Powierzchnia sprzedanych mieszkań przez spółkę Evergrande w latach 2010–2022 (w mln m²)



Źródło: Zhang [2024a].

Założyciel Evergrande, Xu Jiayin, w rozwoju firmy przyjął agresywną strategię, która doprowadziła ją na szczyt krajowego rynku nieruchomości. Oprócz budowy domów

Evergrande zajmowało się także wieloma innymi branżami, między innymi branżą pojazdów elektrycznych, ubezpieczeń na życie oraz sportem [Zhang, 2024a]. W pierwszej połowie 2021 r., sprzedaż nieruchomości oraz zarządzanie nimi przyniosły ponad 217 mld CNY przychodu, natomiast przychody z pozostałej działalności 5,23 mld CNY [Evergrande, 2021, s. 47].

W 2022 r. wartość aktywów grupy Evergrande szacowana była na 1838,39 mld CNY, natomiast jej zobowiązania wynosiły 2580,15 mld CNY [Evergrande, 2022, s. 3]. Problemy z płynnością finansową firmy doprowadziły do zawieszenia obrotu akcjami spółki 21 marca 2022 r. i ostatecznie jej likwidacji dwa lata później. Przez ponad trzy dekady firma Evergrande zaciągała pożyczki, często o wysokich stopach procentowych, spekulując, że rosnące ceny sprzedaży umożliwią spłatę długów. Sprzedawano także nieruchomości, których realizacja jeszcze się nie rozpoczęła. Zarząd firmy nie przewidział jednak, że spadać zacznie liczba kupujących i ceny mieszkań. W wyniku wprowadzenia polityki „trzech czerwonych linii”, ograniczone zostało finansowanie, w rezultacie doprowadzając do niemożności dokończenia rozpoczętych projektów, zostawiając setki tysięcy klientów z zakupionymi nieruchomościami z nieokreślonym terminem realizacji [Neuman, 2024].

W ślad za Evergrande podążyły inne firmy developerskie, niezdolne do spłaty wyemitowanych obligacji, takie jak Fantasia, Modern Land czy Sinic Holdings, a niektóre, w tym Shimao, Seazen Holdings czy Central China Real Estate, zaczęły ostrzegać inwestorów o możliwości problemów z ich płynnością finansową. W następnym roku kolejny trochę mniejszy developer, a mianowicie Country Garden Holdings, zaczął borykać się z podobnymi problemami.

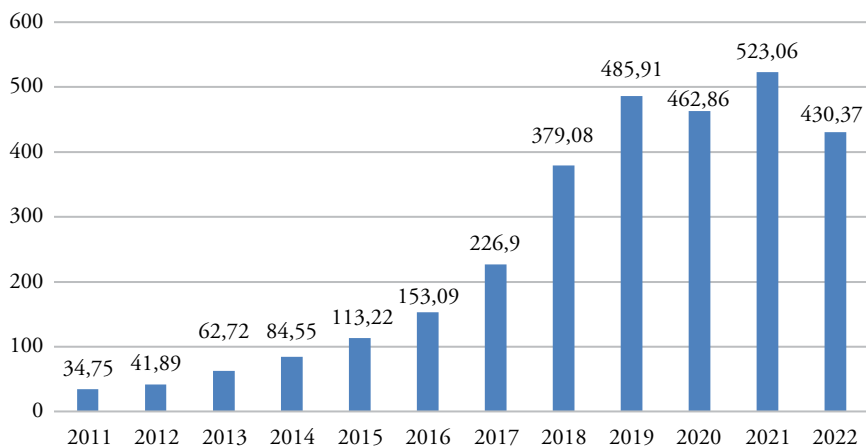
Studium przypadku developera Country Garden

Spółka Country Garden 18 października 2023 r. została uznana za niewypłacalną, po tym jak nie zdołała spłacić wyemitowanych obligacji w terminie zapadalności. Według informacji opublikowanych przez spółkę pod koniec czerwca 2023 r., Country Garden miało około 108 mld CNY długu z terminem spłaty w przeciągu kolejnych 12 miesięcy, a jej zobowiązania całkowite wynosiły 1,36 bln USD [Country Garden, 2023, s. 55].

W przeciwieństwie do Evergrande firma Country Garden niemal do momentu ogłoszenia niewypłacalności cieszyła się renomą na chińskim rynku nieruchomości. Według raportu finansowego z połowy 2023 r. wynika, że jej przychody wynosiły 226,3 mld CNY i były najwyższe wśród chińskich developerów. Ze względu na spadające ceny mieszkań we wspomnianym okresie straty netto przypadające na właścicieli spółki Country Garden wyniosły około 45,4 mld CNY [Country Garden, 2023, s. 6]. W 2022 r. firma wygenerowała około 430 mld CNY przychodów, odnotowując spa-

dek o niemal 100 mld w stosunku do rekordowego roku 2021 (rysunek 8). Wiązało się to ze redukcją liczby realizowanych projektów, na co musiała zdecydować się firma, by zdołać spłacić swoje zobowiązania.

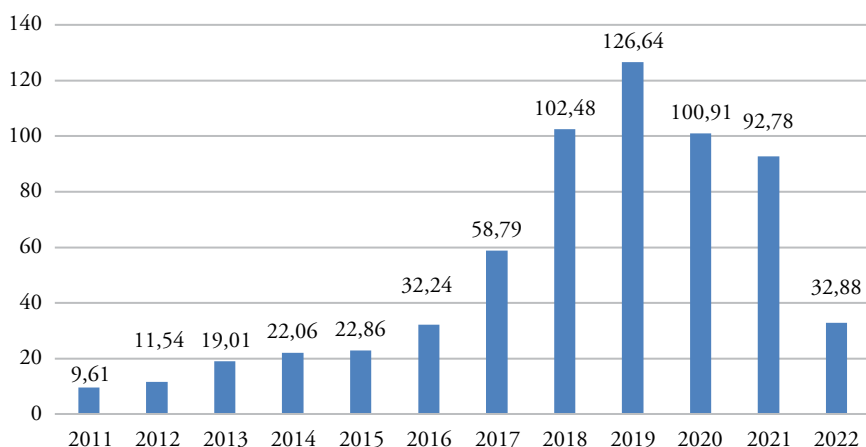
Rysunek 8. Przychody firmy Country Garden w latach 2011–2022 (w mld CNY)



Źródło: Country Garden [2023a, s. 31].

W 2022 r. firma wygenerowała zysk brutto w wysokości około 32,88 mld CNY (rysunek 9), co oznacza drastyczny spadek w stosunku do roku poprzedniego.

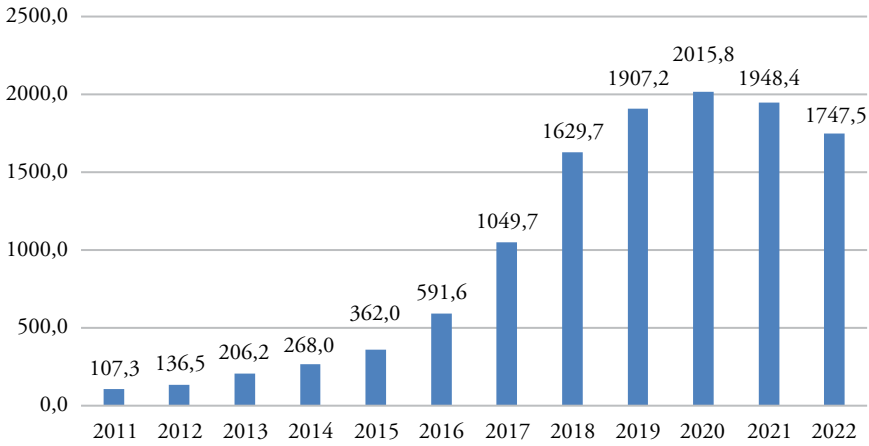
Rysunek 9. Zysk brutto firmy developerskiej Country Garden w latach 2011–2022 (w mld CNY)



Źródło: Country Garden [2023a, s. 31].

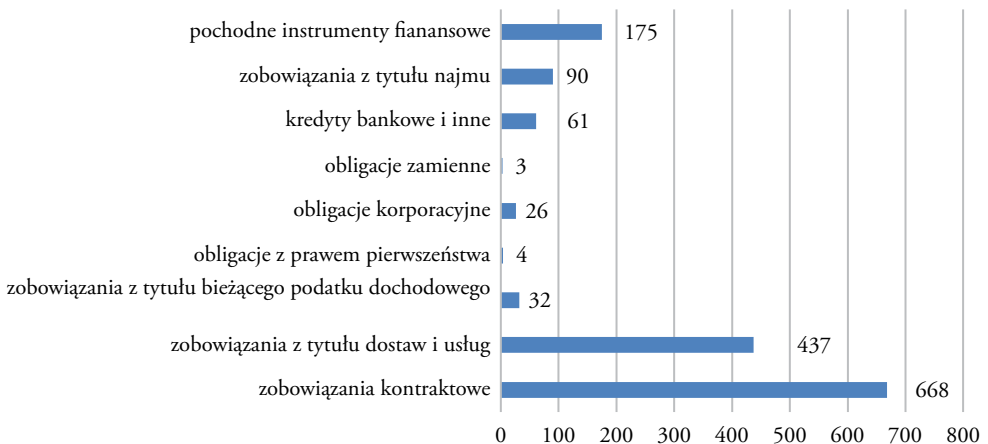
W wyniku zmniejszonej liczby realizowanych budów rok 2022 był pierwszym od dekady, w którym wartość aktywów firmy zaczęła maleć. W 2022 r. wartość aktywów spółki wyniosła 1747,47 mld CNY, czyli o ponad 250 mld CNY mniej niż u szczytu w 2020 r., kiedy wyniosła ona 2015,81 mld CNY (rysunek 10).

Rysunek 10. Łączne aktywa chińskiej firmy developerskiej Country Garden w latach 2011–2022 (w mld CNY)



Źródło: Country Garden [2023a, s. 31].

Rysunek 11. Struktura zobowiązań krótkoterminowych firmy Country Garden (w mld CNY) według rodzaju



Źródło: Country Garden [2023a, s. 126].

Zobowiązania spółki natomiast nie zmniejszały się, tworząc coraz wyższą dźwignię zadłużenia. W 2022 r. zobowiązania Country Garden wynosiły 1,23 bln CNY. Największą kwotę zobowiązań bieżących firmy stanowiły zobowiązania kontraktowe o wartości około 668 mld CNY (rysunek 11).

Po oficjalnym ogłoszeniu niewypłacalności w październiku 2023 r., firma starała się o restrukturyzację i zmianę warunków spłaty zadłużenia, lecz jest to trudne ze względu na spadek sprzedaży. W marcu 2023 r., po osiągnięciu porozumienia z kluczowymi obligatariuszami, spółka ogłosiła nowy plan restrukturyzacji o wartości 9 mld USD. Plan ten osiągnął oficjalną zgodę sądu w Hongkongu. Tym samym Sunac China stał się pierwszą firmą spośród dużych upadłych developerów, która ma szansę na wyjście z trudnej sytuacji finansowej i odbudowanie się na nowo, dając przykład innym firmom właśnie takim jak Country Garden [He, 2023].

Studium przypadku spółki Sunac China

We wrześniu 2023 r. wierzyciele spółki Sunac China zdecydowali o zatwierdzeniu planu restrukturyzacji zadłużenia przedsiębiorstwa. Był to pierwszy zatwierdzony tego typu plan dla firmy developerskiej o tak dużym znaczeniu w Chinach. Restrukturyzacja zadłużenia stała się kluczowym środkiem w celu ratowania sektora nieruchomości stanowiącego prawie ¼ krajowej gospodarki. Od drugiej połowy 2021 r. ponad 50 notowanych na giełdzie przedsiębiorstw z branży nieruchomości rozpoczęło podobne procesy [Globaltimes, 2023a].

Proces ten obejmuje emisję nowych obligacji. Podczas obrad, w których uczestniczyli wierzyciele firmy w sumie posiadający 98,3% należących do niej obligacji, we wrześniu 2023 r. zatwierdzono plan restrukturyzacji zadłużenia Sunac China o wartości 9 mld USD, zgodnie z którym zadłużenie zostanie zamienione na obligacje zamienne zabezpieczone akcjami notowanymi na giełdzie w Hongkongu, wraz z nowymi obligacjami o terminie zapadalności od dwóch do dziewięciu lat [Yu, 2023].

Wcześniej firma swoje finansowanie opierała przede wszystkim na zobowiązaniach krótkoterminowych. W 2021 r. spółka Sunac China zgromadziła w sumie 1052,881 mld CNY zobowiązań, z czego zobowiązania krótkoterminowe wynosiły 937,912 mld CNY (89%) całości zobowiązań firmy (tabela 1).

W celu uzyskania zgody na restrukturyzację, firma podjęła środki, by zwiększyć swoją płynność finansową, takie jak promowanie sprzedaży, pozbywanie się aktywów czy pożyczki finansowania kapitałowego. Według doniesień mediów główny udziałowiec firmy, Sun Hongbin udzielił też jej nieoprocentowanej pożyczki w wysokości 450 mln USD [Globaltimes, 2023a]. Ponadto według opublikowanych w raporcie wyników

śródrocznych, przychody Sunac w pierwszych sześciu miesiącach 2023 r. wzrosły o 20,5% do 58,47 mld CNY, natomiast straty spadły o 18,1% do 15,37 mld CNY [Sunac, 2023].

Wiadomość o zatwierdzeniu planu restrukturyzacji zadłużenia Sunac China poskutkowało wzrostem cen akcji chińskich developerów na hongkońskiej giełdzie. W dniu, kiedy ogłoszono wiadomość o planowanej restrukturyzacji spółki, kapitalizacja spółki wzrosła o 12,02%. Za wzrostem cen akcji stoi również zapowiedziana przez chiński rząd „biała lista”. Jest to lista 50 developerów, kwalifikujących się do szeregu form finansowania, mająca stanowić pomoc rządu wobec obecnej sytuacji na chińskim rynku. Lista ta obejmuje zarówno prywatnych, jak i państwowych developerów, którzy mogą otrzymać pomoc od państwowych instytucji finansowych poprzez finansowanie dłużne oraz kapitałowe [Globaltimes, 2023]. Plan restrukturyzacji spółki Sunac China ostatecznie został oficjalnie zatwierdzony przez sąd w Hongkongu 5 października 2023 r., dając nadzieję innym niewypłacalnym firmom developerskim na odbudowę [Globaltimes, 2023a].

Tabela 1. Zobowiązania długo- i krótkoterminowe firmy Sunac China w latach 2020 i 2021 (w mln CNY)

Zobowiązania długoterminowe	2020	2021
Kredyty i pożyczki	211831,5	86557,9
Pochodne instrumenty finansowe	196,9	182,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	447,8	535,3
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	33878,9	26563,9
Pozostałe zobowiązania	304,2	129,9
Suma	246659,3	113969,0
Zobowiązania krótkoterminowe	2020	2021
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	202075,0	269323,6
Zobowiązania z tytułu umów	273759,5	341867,3
Zobowiązania wobec parterów biznesowych	68896,9	37648,7
Bieżące zobowiązania podatkowe	47285,5	53455,0
Kredyty i pożyczki	91607,4	235147,3
Zobowiązania z tytułu leasingu	212,1	197,8
Pochodne instrumenty finansowe	23,3	36,3
Rezerwy	55,7	235,8
Suma	683915,5	937911,7

Źródło: Sunac China [2022, s. 80].

Podsumowanie i wnioski

Wśród czynników determinujących rozwój chińskiego rynku nieruchomości można wyłonić pozytywne, takie jak postępujące procesy urbanizacji, zaangażowanie władz samorządowych w zwiększenie podaży gruntów pod inwestycje oraz stopniowe znoszenie systemu ograniczającego wewnętrzne migracje Chińczyków (Hukou). Negatywny wpływ na rynek będzie miał niż demograficzny, czego efekty uwidocznią się w najbliższych latach.

Obecny kryzys na chińskim rynku developerskim związany jest głównie z wysokim zadłużeniem i problemami z płynnością firm na nich działających. Stosunkowo niewielki spadek cen nieruchomości i okresowe zmniejszenie się popytu na nie, miał fatalne skutki dla niektórych developerów. Studia przypadku wybranych firm pokazują, że największym problemem było wysokie zadłużenie i lewarowanie inwestycji za pomocą zadłużenia średnio i krótkoterminowego. Należała do nich spółka Evergrande, największy podmiot tego sektora, który upadł. Studium przypadku Sunac China pokazuje jednak, że za pomocą władz państwowych możliwe jest uratowanie wielu firm developerskich, które mają kłopoty z płynnością.

Restrukturyzacja zadłużenia firm developerskich przy wprowadzanych reformach, takich jak obniżenie wkładu własnego przy zakupie nieruchomości czy wykup nadwyżki mieszkań przez rząd, może doprowadzić do ponownego ożywienia rynku. Konieczne wydaje się także utrzymanie niektórych restrykcji dotyczących rocznych limitów wzrostu zadłużenia developerów, by kryzys tego typu nie pojawił się w przyszłości.

Bibliografia

- Chang L., Wei X. [2018], *China's real estate market*, „NBER Working Paper Series”, vol. 25297, s. 1–34.
- Chen M., Chen T., Ruan D., Wang X. [2023], *Land finance, real estate market, and local government debt risk: Evidence from China*, „Land”, vol. 12(8), 1597.
- China statistical yearbook 2023 [2024], China Statistics Press.
- Chu, X., Deng, Y., Tsang, D. [2023]. *Firm leverage and stock price crash risk: The Chinese real estate market and three-red-lines policy*, “The Journal of Real Estate Finance and Economics”, vol. 5, s. 1–24.
- Country Garden [2023], *Country garden holdings interim report 2023*.
- Country Garden [2023a], 碧桂園控股有限公司 年度報告 2022.
- EAC [2021], *Three red lines policy – Regulating China's real estate developers*, eac-consulting.de, 2021 (dostęp: 16.03.2024).
- Evergrande [2021], 中国恒大集团2021中期报告.

- Evergrande [2022], Evergrande Group Announcement of results for the year ended 31 December 2022.
- Figuerola-Ferretti I., Cueto J.M., Marquez J., Bermejo R. [2024], *Leverage-driven bubbles in the Chinese real estate corporate sector*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4776830> (dostęp: 26.08.2024).
- Fortunechinese [2023], 2023年财富中国上市500强分行业榜：房地产, fortunechina.com (dostęp: 12.07.2024).
- Froissart Ch. [2024], *The Chinese Communist Party 100- year trajectory*, Australian National University, Canberra, s. 279–280.
- Gao L., Woo R. [2024], *China's home prices extend declines despite support measures*, reuters.com, (dostęp: 26. 03.2024).
- Glaeser E., Huang W., Ma Y., Shleifer A. [2017], *A real estate boom with Chinese characteristics*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 31(1), s. 105–106.
- Globaltimes [2023], *China drafts list of 50 property firms eligible for funding*, globaltimes.cn, (dostęp: 13.05.2024).
- Globaltimes [2023a], *Sunac emerges as China's first large real estate firm to navigate debt reduction amid policy support*, globaltimes.cn (dostęp: 13.05.2024).
- He L. [2023], *Country Garden has defaulted on its debt. What's next?* edition.cnn.com (dostęp: 11.05.2024).
- Huang J. [2022], *Hukou system influencing the structural, institutional inequalities in China: The multifaceted disadvantages rural Hukou holders face*, „Social Sciences”, vol. 11(5), s. 1–18.
- Matia S., Pandolfi A., Long J., Xie Sh. [2012], *Urbanization and real estate market in China*, Politecnico Di Milano, Mediolan.
- Money.pl [2024], *Chiny odpalają kredytową bombę. To potężny sygnał dla całego świata*, money.pl (dostęp: 18.05.2024).
- Nabiałek J. [2024], *Chiński problem z demografią. Ostatni raz liczba ludności kurczyła się tak w trakcie wielkiego głodu*, forsal.pl (dostęp: 5.01.2024).
- National Bureau of Statistics [2024], 国家统计局局长就2023年全年国民经济运行情况答记者问, stats.gov.cn (dostęp: 27.03.2024).
- National Bureau of Statistics [2024a], 24年1-2月份全国房地产市场基本情况, stats.gov.cn (dostęp: 27.03.2024).
- National Bureau of Statistics [2024b], 2023年全国房地产市场基本情况, stats.gov.cn (dostęp: 27.07.2024).
- Neuman S. [2024], *Here's what to know about the collapse of China's Evergrande property developer*, npr.org (dostęp: 16.03.2024).
- Sunac [2023], Sunac China Holdings Limited interim report, s. 6–8.
- Sunac China [2022], Sunac China Holdings Limited annual report 2021.
- Xiao Y., Gao Y. [2020], *What are the effects of demographic structures on housing consumption?: Evidence from 31 provinces in China*, „Mathematical Problems in Engineering”, vol. 2020, no. 6974276, s. 3.
- Xinhua [2022], *China's urbanization rate hits 64.72% in 2021*, <https://english.www.gov.cn/> (dostęp: 28.07.2024).

- Yu X. [2023], *Sunac wins creditors' approval for offshore debt restructuring plan*, reuters.com (dostęp: 13.05.2024).
- Zhang W. [2023], *Number of real estate developers in China 2012–2022*, statista.com (dostęp: 6.03.2024).
- Zhang W. [2024], *Average real estate sale price of residential real estate in China 2012–2022*, statista.com (dostęp: 24.04.2024).
- Zhang W. [2024a], *Evergrande Group- statistics & facts*, statista.com (dostęp: 19.04.2024).
- Zhang X. [2010], *Competitiveness for real estate developers: a China study*, The Hong Kong Polytechnic University, Hong Kong 2010.

