



OD BOOMU DO BAŃKI

KRYZYS NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI
W CHINACH

Maciej Kalwasiński



PRACE
OSW

NUMER 84
WARSZAWA
LISTOPAD 2024

OD BOOMU DO BAŃKI

KRYZYS NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI W CHINACH

Maciej Kalwasiński



© Copyright by Ośrodek Studiów Wschodnich im. Marka Karpia

REDAKCJA MERYTORYCZNA

Jakub Jakóbowski

REDAKCJA

Katarzyna Kazimierska

WSPÓŁPRACA

Matylda Skibińska, Szymon Szytk

WYKRESY

Urszula Gumińska-Kurek

OPRACOWANIE GRAFICZNE

OSW

SKŁAD

Urszula Gumińska-Kurek

ZDJĘCIE NA OKŁADCE

Songquan Deng / Shutterstock.com



Ośrodek Studiów Wschodnich im. Marka Karpia
ul. Koszykowa 6a, 00-564 Warszawa
tel.: (+48) 22 525 80 00, info@osw.waw.pl

www.osw.waw.pl

ISBN 978-83-68327-06-9

Spis treści

TEZY | 5

WSTĘP | 8

I. SZARY NOSOROŻEC: GENEZA KRYZYSU NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI | 10

1. Spekulacyjna gorączka i „miasta widma” | **12**
2. Błędne koło | **15**
3. Drzewo nie może rosnąć do nieba | **18**

II. „TRZY CZERWONE LINIE” | 23

1. Reakcja łańcuchowa | **24**
2. Korekta kursu | **28**
3. Destrukcja majątku | **34**

III. NIERUCHOMOŚCI „NOWEJ ERY” WEDŁUG XI JINPINGA | 39

1. Państwo posuwa się naprzód | **40**
2. Kryzysowe domino w żelaznej pięści Partii | **46**
3. Tykające bomby na szczeblu lokalnym | **49**
4. Nie ma alternatywy? Jest nowy model | **50**

TEZY

- Decyzja władz Chińskiej Republiki Ludowej (ChRL) z sierpnia 2020 r. o ograniczeniu zadłużenia deweloperów doprowadziła do najgłębszego i najdłuższego kryzysu na tamtejszym rynku nieruchomości od momentu jego powstania w latach 90. W efekcie chińska gospodarka została pozbawiona głównego silnika, który napędzał ją przez minione kilkanaście lat. Inwestycje w sektor mieszkaniowy i infrastrukturę pozwoliły Chinom przejść relatywnie suchą stopą przez globalny kryzys finansowy, były również niezbędne w procesie intensywnej urbanizacji. Decyzja o potrzebie trwałego schłodzenia rynku dojrzewiała jednak na szczytach władz od kilku lat. Wieloletnia polityka stymulacji doprowadziła bowiem do wielu patologii, przekładających się na problemy społeczne, gwałtowny wzrost zadłużenia i systemowe ryzyka dla sektora finansowego. W tym kontekście zmniejszenie roli sektora nieruchomości w gospodarce pozostaje zbieżne z priorytetami władz ChRL.
- Aby zastąpić kluczową rolę nieruchomości oraz wzmocnić bezpieczeństwo narodowe, chińskie władze przekierowują obecnie zasoby na rozbudowę potężnej bazy przemysłowej i infrastruktury energetycznej. Mają one utworzyć „nowy motor” gospodarczy, ograniczyć zależność ChRL od dostaw z zagranicy oraz zagwarantować państwu miano światowego lidera innowacji. Sektor prywatny dostosowuje się do linii Komunistycznej Partii Chin (KPCh). Nowy model nieuchronnie prowadzi do pogłębienia przerostu mocy produkcyjnych, wzrostu eksportu i zmniejszenia zapotrzebowania na import. Stwarza to zagrożenie dla innych gospodarek i będzie skutkowało eskalacją napięcia w relacjach zagranicznych ChRL. W efekcie globalny proces zaostrzania polityki protekcjonistycznej przyspieszy, a ryzyko wojen celnych wyraźnie się zwiększy.
- W obliczu rewizji priorytetów pod rządami Xi Jinpinga kryzys na rynku nieruchomości nie stanowi fundamentalnego problemu dla Pekinu dopóty, dopóki nie zagraża stabilności ChRL. Obecnym celem partii nie jest bowiem maksymalizacja wzrostu gospodarczego, lecz wzmocnienie bezpieczeństwa narodowego i przygotowania na eskalację konfliktu z USA. W sferze ekonomicznej oznacza to mobilizację zasobów publicznych i prywatnych, aby osiągnąć niezależność od zagranicy w kluczowych obszarach, tj. przemyśle, energetyce i rolnictwie, oraz zapewnić stabilność makroekonomiczną, finansową i społeczną. Dalsza ekspansja sektora absorbowwała ograniczone zasoby ludzkie i finansowe, które mogły być wykorzystane zgodnie z wolą

Pekinu, powodowała frustrację osób wykluczonych z rynku z powodu bardzo wysokich cen oraz groziła destabilizacją gospodarki w razie niekontrolowanego pęknięcia spekulacyjnej bańki.

- W wyniku gorączki spekulacyjnej w ostatnich dekadach drastycznie wzrosły ceny mieszkań w największych chińskich metropoliach – jak Pekin czy Szanghaj. W efekcie osiągnęły one najwyższe poziomy na świecie w relacji do dochodów miejscowej ludności. Z kolei w mniejszych ośrodkach masowa spekulacja doprowadziła do powstania „miast widm” i zdecydowanej nadpodaży lokali, w wyniku której wiele z nich pozostaje niezamieszkanymi. Po przejściu pierwszej fali koronawirusa władze chińskie uznały, że nadszedł odpowiedni moment, by uporać się z problemem. Decyzja była racjonalna, jednak moment jej wdrożenia okazał się nieoptymalny, a wpływ ingerencji – silniejszy, niż oczekiwano. Gwałtownie zareagowały banki i inwestorzy, co doprowadziło deweloperów do niewypłacalności i wstrzymywania realizacji projektów budowlanych, a następnie również potencjalni nabywcy lokali, którzy rezygnują z ich zakupu.
- W połowie 2024 r. sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym w Chinach była najmniejsza od ponad 15 lat, a skala rozpoczynanych projektów budowlanych zmalała do najniższego poziomu od blisko dwóch dekad. Najmocniej w historii spadły ceny lokali – zarówno nowych, jak i z drugiej ręki, mimo że władze długo wstrzymywały się ze zgodą na obniżki. Rządzący stopniowo intensyfikują próby stabilizacji rynku, a w niektórych miastach decydują się nawet na „interwencyjny” skup mieszkań. Chociaż polityka w tym obszarze jest już obecnie łagodniejsza niż kiedykolwiek wcześniej, to podejmowane działania wciąż nie przynoszą oczekiwanego skutku. Prawdopodobnie wynika to z utraty przez Chińczyków wiary w nieustanny wzrost cen nieruchomości, przez co nadal nie decydują się oni na zakup mimo sprzyjającej polityki państwa.
- Władze chińskie wykorzystują kryzys do przejęcia przez państwo kontroli nad większą częścią rynku nieruchomości i ograniczenia wpływów lokalnych grup interesu. Pod rządami Xi Jinpinga rośnie rola partii w państwie, a państwa – w gospodarce. Chińczyków od zamożności dzieli „trzy wysokie góry”: koszty edukacji, opieki zdrowotnej i mieszkań. Pierwsze dwa obszary zostały już na podstawowym (choć niewystarczającym) poziomie zagospodarowane przez państwo. W mieszkalnictwie nadal dominuje własność prywatna. Rozszerzenie roli sektora publicznego także w tej sferze byłoby uzasadnione politycznie, ale wymagałoby ogromnych nakładów. Koszt

dokończenia budowy opłaconych przez nabywców lokali jest szacowany na kilka bilionów juanów, a jego pokrycie przekracza możliwości pogrążonych w tarapatach finansowych deweloperów. Na zbliżoną kwotę opiewałby rachunek za skup przez państwowe podmioty lokali od deweloperów w skali pozwalającej wyraźnie zredukować rynkową nierównowagę między podażą a popytem.

- Kryzys na rynku nieruchomości nie wywołał dotychczas kryzysu finansowego w ChRL. Władze zapobiegają rozlewaniu się problemów na kolejne sektory dzięki kontroli nad kluczowymi instytucjami finansowymi i transgranicznymi przepływami kapitału. Potencjalne zagrożenie kryje się jednak na szczeblu regionalnym. Lokalne władze mogą zostać zmuszone do redukcji wsparcia finansowego dla niektórych mocno zadłużonych firm w obliczu spadku dochodów z tytułu sprzedaży praw do użytkowania gruntów. W efekcie zagrożone są również miejscowe, niewielkie banki.
- Konsekwencje kryzysu na chińskim rynku nieruchomości dla reszty świata pozostaną ograniczone, jeżeli Pekin nadal będzie w stanie powstrzymać rozprzestrzenianie się problemów na inne istotne sektory gospodarki, szczególnie finansowy. Ucierpieć mogą przede wszystkim globalni inwestorzy, eksporterzy surowców oraz zagraniczne firmy sprzedające do Chin towary konsumpcyjne i konkurujące z tamtejszymi przedsiębiorstwami na innych rynkach. Poważniejszym wyzwaniem dla świata będzie natomiast adaptacja do nowego modelu gospodarczego ChRL, w którym głównym silnikiem rozwoju mają być przemysł i zaawansowane technologie.

WSTĘP

Boom na rynku nieruchomości był w ostatnich dekadach fundamentem „cudu gospodarczego”, który wywindował ChRL na pozycję drugiej największej gospodarki świata, a z tamtejszych metropolii uczynił symbol rozwoju oraz globalnej potęgi i aspiracji Pekinu. Dziś Chiny szczycą się 5000 lat historii, ale niewiele budynków w kraju ma więcej niż 50 lat.

Włączenie ChRL do globalnych łańcuchów dostaw w rozpoczętym pod koniec lat 70. okresie „reform i otwarcia” wywołało masową migrację ze wsi do miast w poszukiwaniu bardziej dochodowego zajęcia niż uprawa roli oraz wyższego standardu życia. Zakwaterowanie w miastach zapewniały zakłady pracy. W latach 90. władze chińskie podjęły decyzję o uwłaszczeniu lokatorów i utworzeniu rynku nieruchomości, aby sprostać rosnącym potrzebom mieszkaniowym oraz odzyskać poparcie społeczne po stłumieniu protestów na placu Tian’anmen. W obliczu słabo rozwiniętej sieci zabezpieczeń społecznych i szybko rosnących dochodów lokale zaczęły służyć nie tylko jako dach nad głową, lecz także jako lokata kapitału. W kraju wybuchł bezprecedensowy boom inwestycyjny, który doprowadził do powstania największego rynku na świecie, o wartości większej niż amerykańskie rynki akcji i obligacji.

Nieruchomości zaczęły odgrywać kluczową rolę w modelu gospodarczym ChRL. Pod koniec minionej dekady odpowiadały one wraz ze skupionymi wokół siebie branżami za ok. 25% PKB Chin, więcej niż w jakimkolwiek innym państwie G20. Stały się również ulubionym aktywem inwestycyjnym i głównym składnikiem majątku Chińczyków.

W efekcie na rynku pojawiły się symptomy bańki spekulacyjnej. Ceny mieszkań w chińskich metropoliach w porównaniu z dochodami mieszkańców wzrosły do najwyższych na świecie poziomów. Wartość zobowiązań jednego tylko dewelopera – China Evergrande Group – sięgnęła wielkości długu publicznego Polski. Sektor absorbował coraz większe zasoby ludzkie i kapitałowe, co ograniczało rozwój gospodarczy ChRL. Ponadto niebezpiecznie szybko rosły aktywa sektora finansowego i zadłużenie ludności, pogłębiały się nierówności społeczne oraz postępowała degradacja środowiska.

Aby wyhamować nasilanie się negatywnych tendencji, władze w okresach dobrej koniunktury decydowały się na chłodzenie rynku. Za każdym razem, gdy koszty takiej polityki okazywały się zbyt wysokie, a gospodarka wyraźnie zwalniała, wycofywały się jednak z ograniczeń. Z kolei w okresach

dekoniunktury stymulowały popyt i podaż mieszkań, aby pobudzić aktywność gospodarczą. Pekin próbował powtórzyć ten schemat w 2020 r. Korzystając z ożywienia gospodarczego po przejściu pierwszej fali koronawirusa, zastrył regulacje dotyczące finansowania deweloperów. Tym razem efekt przeszedł jednak wszelkie oczekiwania. W trudnym otoczeniu wewnętrznym, spowodowanym pandemią COVID-19, oraz zewnętrznym, zdominowanym przez zaostrzającą się rywalizację z Waszyngtonem, decyzja władz doprowadziła do najgłębszego i najdłuższego kryzysu na chińskim rynku nieruchomości od momentu jego powstania pod koniec lat 90. Jego symbolem stała się w 2021 r. niewypłacalność „najbardziej zadłużonego dewelopera świata” China Evergrande Group. Był to jednak jedynie symptom głębszych problemów.

W ciągu trzech lat sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym skurczyła się o ponad połowę, a skala rozpoczynanych projektów budowlanych – o blisko dwie trzecie. Według oficjalnych danych ceny lokali spadły najmocniej w historii, mimo że statystyki te zapewne zaniżają faktyczny rozmiar przeceny. Sytuacja budzi zrozumiałe obawy w kraju i poza jego granicami, bowiem problemy w tym sektorze wielokrotnie stanowiły zarzewie kryzysów gospodarczych na świecie.

Celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie genezy kryzysu na chińskim rynku nieruchomości, opisanie obecnego stanu sektora i jego wpływu na gospodarkę ChRL oraz nakreślenie perspektyw możliwych rozwiązań zaistniałych problemów i prawdopodobnych konsekwencji dla reszty świata. Tekst składa się z trzech części. Pierwsza opisuje proceder masowej spekulacji mieszkaniami i negatywne efekty zjawiska. Druga prezentuje próby schłodzenia, a następnie pobudzenia rynku przez władze w ostatnich trzech latach. Trzecia rysuje scenariusze rozwoju sytuacji w przyszłości.

I. SZARY NOSOROŻEC¹: GENEZA KRYZYSU NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

W Chińskiej Republice Ludowej mieszkania pełnią dwie zasadnicze funkcje: zaspokajają potrzeby mieszkaniowe oraz służą jako instrument inwestycyjny. W ostatnich trzech dekadach w obu tych obszarach – egzystencjalnym i finansowym – popyt na lokale był bardzo wysoki za sprawą urbanizacji oraz wzrostu dochodów.

Jeszcze w połowie lat 90. chińskie miasta zamieszkiwało niespełna 400 mln osób, a w 2023 r. już przeszło 900 mln. Wskaźnik urbanizacji podniósł się z 31% do ponad 66%². Wraz z zarobkami rosła potrzeba poprawy warunków mieszkaniowych. Powierzchnia mieszkalna na osobę³ zwiększyła się z kilkunastu metrów kwadratowych do 36,5 m². Stare budynki zastąpiono nowymi. Poszerzył się również dostęp do podstawowych udogodnień, tj. bieżącej wody, kanalizacji i elektryczności.

W obliczu słabo rozwiniętej sieci zabezpieczeń społecznych oraz braku atrakcyjnej alternatywy (zob. *Jak inwestują Chińczycy*) nieruchomości stały się preferowanym aktywnem inwestycyjnym. Chińczycy postrzegali mieszkania jako lokatę gwarantującą zysk, a przy tym bezpieczną. Analizowali historycznie wysokie stopy zwrotu i pozostawali przekonani, że ceny będą nadal rosły. W przeciwieństwie do produktów finansowych lokale mają również fizyczny i użytkowy charakter – stanowią rzeczywiste, namacalne aktywa, które mogą być wykorzystywane do zamieszkania lub wynajmu oraz stanowić zabezpieczenie zobowiązania. Ponadto – ze względu na brak podatku katastralnego i niskie opłaty eksploatacyjne – relatywnie niewielki jest koszt ich sfinansowania na kredyt oraz utrzymania.

¹ Mianem „szarego nosorożca” określa się zagrożenia poważne i dostrzegalne (w przeciwieństwie do nieprzewidywalnych „czarnych łabędzi”), ale ignorowane.

² *Statistical Communiqué of the People’s Republic of China on the 2023 National Economic and Social Development*, National Bureau of Statistics of China, 29.02.2024, stats.gov.cn.

³ T. Huang, *Why China’s housing policies have failed*, Peterson Institute for International Economics, czerwiec 2023, piie.com.

Jak inwestują Chińczycy

Chińczycy wyróżniają się silną skłonnością do oszczędzania i poszukują skutecznych sposobów pomnażania kapitału. Osoby, które doświadczyły biedy, głodu i niepewności w okresie wielkiego skoku (1958–1962) oraz rewolucji kulturalnej (1966–1976), uznają przygotowania na czas kolejnego kryzysu za konieczne. Ponadto są gotowe poświęcić część bieżących wygód, aby osiągnąć zysk w przyszłości oraz zagwarantować dobrobyt sobie i rodzinie. Takie zasady wpajają również potomstwu. Umocnieniu tej postawy sprzyja słabo rozwinięta sieć zabezpieczeń społecznych, która sprawia, że Chińczycy muszą w większym stopniu polegać na własnej zaradności i pomocy bliskich niż na wsparciu ze strony państwa w zakresie utrzymania na emeryturze czy dostępu do usług medycznych.

Mieszkańcy ChRL mają do dyspozycji szeroką gamę produktów inwestycyjnych, ale żaden nie jest uważany za równie zyskowny i bezpieczny co nieruchomości. Krajowy rynek kapitałowy od lat razi słabością, fundusze inwestycyjne budzą nieufność, produkty zarządzania majątkiem (WMP) nie gwarantują bezpieczeństwa, złoto przynosi relatywnie niski zysk, oprocentowanie depozytów bankowych jest minimalne, a kryptowaluty zostały de facto zakazane. Możliwość lokowania środków w aktywach zagranicznych, np. akcjach, nieruchomościach czy walutach, pozostaje ograniczona przez władze.

Kwestia własności mieszkań dzieli ludność chińskich miast. Z analizy Ludowego Banku Chin z 2019 r. wynika, że 96% ankietowanych rodzin posiadało własne lokum. Niemal jedna trzecia miała dwa lokale, a co dziesiąty respondent – co najmniej trzy. Aktywa te stanowiły 60–70% ich majątku⁴. Badanie nie objęło jednak zapewne zdecydowanej większości migrantów, którzy pracują w ośrodkach miejskich, lecz nie posiadają lokalnego *hukou* (meldunku). Tymczasem takie osoby to ok. 30% mieszkańców miast. Zazwyczaj żyją oni w hostelach pracowniczych, barakach przy placach budowy czy w przeludnionych, wynajmowanych lokalach. Ich domy rodzinne znajdują się na wsi bądź w mniejszych miejscowościach. Ze spisu powszechnego przeprowadzonego w 2020 r. wynika, że ok. 25% mieszkańców miast stanowią najemcy⁵.

⁴ 2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查, Ludowy Bank Chin, 24.04.2020, finance.sina.cn.

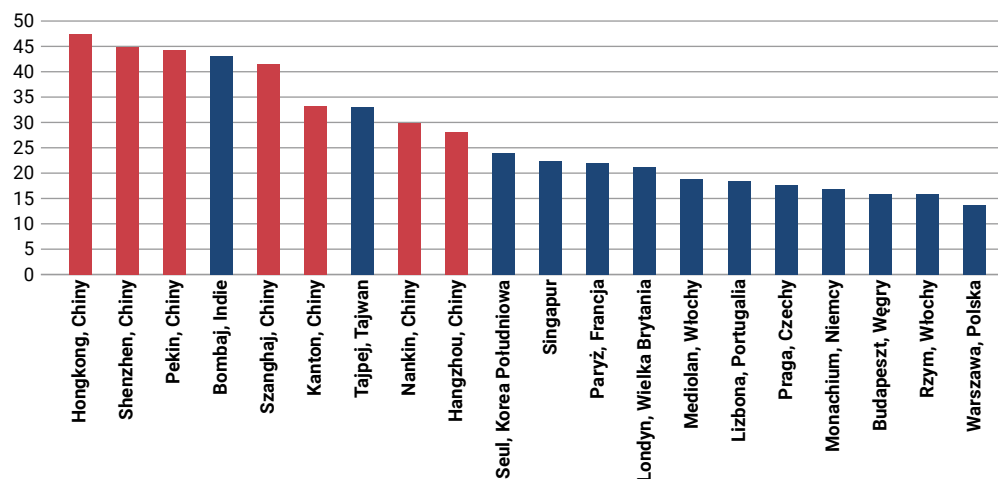
⁵ Yuhan Zhang, *China's Recent Rental Strategy Is a Win for Some, a Strain for Others*, Carnegie China, 28.08.2024, carnegieendowment.org.

1. Spekulacyjna gorączka i „miasta widma”

Katalizatorem kryzysu na chińskim rynku nieruchomości była decyzja władz w Pekinie o ograniczeniu deweloperom dostępu do finansowania, ale u podstaw obecnego załamania leży masowa spekulacja, w którą zaangażowały się miliony Chińczyków i tamtejszych firm.

Mimo że przewodniczący ChRL Xi Jinping jeszcze w 2016 r. publicznie stwierdził, że „mieszkania służą do mieszkania, a nie spekulacji”⁶, ta kwitła w najlepsze. W efekcie ceny lokali rosły jeszcze szybciej niż wynagrodzenia – między 1998 a 2021 r. stosunek tych cen do zarobków w miastach wzrósł czterokrotnie. Mieszkania w największych chińskich metropoliach stały się relatywnie najdroższe na świecie: trzeba było za nie zapłacić przeciętnie 30–50 razy więcej⁷, niż wynosił roczny dochód rozporządzalny przeciętnego mieszkańca, podczas gdy w zachodnich metropoliach stosunek sięgał kilkunastokrotności (zob. wykres 1).

Wykres 1. Stosunek ceny mieszkania do dochodów miejscowej ludności w wybranych miastach świata w 2020 roku



Źródło: Numbeo.

⁶ 中央经济工作会议在京举行 习近平发表重要讲话, Xinhua, 16.12.2016, xinhuanet.com.

⁷ Rzeczywista siła nabywcza mieszkańców głównych miast jest często niedoszacowana, głównie z powodu zatajania dochodów i wykluczenia migrantów z grona potencjalnych nabywców. Ponadto w cenę mieszkania niejako wlicza się dostęp do usług publicznych na wyższym poziomie i pośredni „podatek” płacony z góry (część kosztu budowy stanowi ziemia należąca do państwa), a nie w trakcie użytkowania lokalu, np. w formie podatku katastralnego. Wysokie ceny lokali są również pochodną oczekiwań ludności dotyczących wzrostu gospodarczego i przyszłych dochodów.

Dla wielu młodych Chińczyków zakup własnego lokum stał się nieosiągalny, nawet przy wsparciu rodziny (tzw. sześciu portfeli, czyli rodziców i dziadków młodej pary). Dla innych koszt jego nabycia, w tym wkładu własnego czy spłaty kredytu, jest na tyle wysoki, że zmusza do znacznego ograniczenia pozostałych wydatków. Nie tylko skutkuje to poczuciem braku stabilizacji i bezpieczeństwa oraz rosnącym zniechęceniem wchodzącego w dorosłość pokolenia, lecz także bezpośrednio przekłada się na pogłębienie nierówności i problemów demograficznych ChRL⁸.

Z kolei w mniejszych, wyludniających się miastach (których populacja nierzadko liczy ponad milion ludzi) wyzwaniem jest nadpodaż mieszkań. Większość budowanych w ostatnich latach lokali powstała poza kilkunastoma największymi metropoliami⁹, mimo że to właśnie w nich chcieliby zamieszkać Chińczycy ze względu na szersze możliwości zawodowe, wyższy standard edukacji i opieki zdrowotnej czy prestiż społeczny. Lokalne władze i mieszkańcy, szczególnie w Szanghaju i Pekinie, niechętnie jednak dzielą się „przywilejami” z przyjezdnymi oraz nie dysponują wystarczającymi zasobami, by zaspokoić potrzeby wszystkich chętnych do osiedlenia się. Podaż nowych mieszkań pozostaje ograniczona, podobnie jak możliwość ich nabycia.

Poziomy chińskich miast

Miasta w ChRL klasyfikuje się nieoficjalnie w systemie „poziomów” (ang. *tier*), od najistotniejszych Tier-1 po mniejsze oznaczone kolejnymi cyframi (zwykle wyróżnia się ich pięć). Kryteria klasyfikacji to m.in. wielkość populacji, rozwój gospodarczy, infrastruktura i znaczenie polityczne. Miasta Tier-1 (Pekin, Szanghaj, Shenzhen i Kanton) są określane w tym tekście mianem „metropolii”.

Traktowanie mieszkań jako inwestycji, ograniczenie możliwości ich zakupu osobom migrującym do metropolii oraz budowanie lokali tam, gdzie nie są potrzebne, doprowadziły do powstania ogromnej liczby pustostanów. Z badania China Household Finance Survey z 2017 r. wynika, że w miastach było

⁸ M. Bogusz, *Katastrofa na własne życzenie. Kryzys demograficzny w Chinach*, „Komentarze OSW”, nr 570, 7.02.2024, osw.waw.pl.

⁹ Z wyliczeń Rogoffa i Yanga wynika, że ponad 70% mieszkań budowano w minionej dekadzie w miastach Tier-3. Badacze ci używają trzystopniowej klasyfikacji chińskich miast. K.S. Rogoff, Y. Yang, *A Tale of Tier 3 Cities*, National Bureau of Economic Research, wrzesień 2022, nber.org.

ich nawet 65 mln¹⁰. W 2021 r. Rhodium Group szacowało, że mogłoby w nich zamieszkać 90 mln ludzi – więcej niż liczy populacja Niemiec¹¹. W 2022 r. Beike Research Institute podał, że w największych ośrodkach odsetek niezamieszka-nych lokali wynosi średnio 7%, a w miastach drugiego rzędu – 12%¹². Zdaniem byłego ministra mieszkalnictwa Qiu Baoxinga w całym kraju było ich 15%¹³. Z kolei analityk australijskiego banku centralnego oceniał skalę zjawiska na ok. 25%¹⁴.

Inwestorzy nabywają lokale, ale często ich nie wynajmują, gdyż zniechęcają ich do tego relatywnie niskie kwoty czynszu, sięgające w skali roku ok. 2% ceny nieruchomości (wobec 5–6% w metropoliach w innych państwach). Ponadto niektórzy członkowie aparatu władzy starają się ukryć fakt posiadania kolejnego lokalu przed organami antykorupcyjnymi. Właściciele – poza nielicznymi przypadkami – nie płacą również podatku katastralnego, więc koszt utrzymania mieszkania jest na tyle niski, że nie decydują się na jego wynajem. Duża część lokali kupowanych w celach inwestycyjnych bądź z intencją zamieszkania w nich w przyszłości (np. przez dzieci nabywcy) pozostaje niewykończona i niewyposażona.

Dynamika wzrostu sektora była w ostatnich dekadach tak duża, że wiele nowo budowanych osiedli, a nawet dzielnic przez lata pozostawało niemal niezamieszka-nych. Takie lokalizacje, podobnie jak kompleksy niedokończonych i opuszczonych budów, otrzymywały miano „miast widm”. W niektórych przypadkach – m.in. dzielnicy Kangbashi w Ordosie czy Zhengdong w Zhengzhou – z problemem udało się częściowo uporać wraz ze stopniowym napływem ludności i biznesu. Negatywne perspektywy demograficzne ChRL¹⁵ oraz wewnętrzne procesy migracyjne powodują jednak, że kolejne obszary państwa mogą się wyludniać i przekształcać w nowe „miasta widma”.

¹⁰ L. Gao, C. Jim, *China property firm apologises for vacancy rate report after public debate*, Reuters, 11.08.2022, reuters.com.

¹¹ J. Kynge, S. Yu, *Evergrande and the end of China's 'build, build, build' model*, Financial Times, 22.09.2021, ft.com.

¹² Raport wywołał burzę w chińskich mediach społecznościowych, a think tank przeprosił za publikację i poinformował o popełnieniu błędów metodologicznych. *Survey Report on Housing Vacancy Rates in Major Chinese Cities*, Beike Research Institute, 11.08.2022, chinadigitaltimes.net.

¹³ H. Yu, F. Ding, W. Han, *China aims to ease property crunch via new affordable housing push*, Caixin, 30.12.2023, asia.nikkei.com.

¹⁴ A. Baird, *Urban Residential Construction and Steel Demand in China*, Reserve Bank of Australia, 18.04.2024, rba.gov.au.

¹⁵ M. Bogusz, *Katastrofa na własne życzenie...*, op. cit.

2. Błędne koło

Niepokój władz centralnych budziły również model funkcjonowania sektora oraz jego powiązania z innymi gałęziami gospodarki. W obliczu niemal stale i dynamicznie rosnących cen mieszkań priorytetem deweloperów stało się jak najszybsze zwiększenie skali działalności, a nabywców – zakup lokali. Pokutowało przekonanie, że „sektor jest za duży, by upaść”, a rządzący nie pozwolą na załamanie rynku tak ważnego dla całej gospodarki, wpływowych grup interesu i ludności, ponieważ mogłoby to doprowadzić nie tylko do kryzysu ekonomicznego, lecz także do utraty majątku przez setki milionów Chińczyków i osłabienia poparcia dla KPCh. Dlatego nie zważano na ryzyko i zadłużano się na potęgę.

Agresywna strategia inwestycyjna przynosiła znaczne korzyści, co zachęcało do podejmowania jeszcze większego ryzyka¹⁶. W latach 2012–2021 zadłużenie gospodarstw domowych rosło dwukrotnie szybciej niż ich dochody rozporządzalne – większość stanowiły kredyty hipoteczne. Deweloperzy poszukiwali finansowania w bankach i podmiotach z „bankowości cienia”, na krajowym i zagranicznym rynku obligacji, a także u nabywców mieszkań płacących za nie „z góry”. Według szacunków analityków Nomury w połowie 2021 r. łączne zobowiązania tych firm przekraczały 30 bln juanów (ok. 30% PKB ChRL).

„Bankowość cienia” obejmuje usługi finansowe podobne do tych oferowanych przez tradycyjne banki, ale świadczone przez niebankowe instytucje finansowe, działające poza formalnym systemem. Charakteryzuje się złożoną strukturą organizacyjną, wysoką dźwignią finansową oraz ograniczoną przejrzystością. Ponadto sektor ten jest głęboko zintegrowany z systemem finansowym, co zwiększa ryzyko rozprzestrzeniania się kryzysów. W Chinach ma unikatowy charakter, ponieważ istnieje silny związek między sektorem formalnym a nieformalnym. Regulacje utrudniały bankom możliwość bezpośredniego kredytowania deweloperów i władz lokalnych, więc te robiły to za pośrednictwem podmiotów „bankowości cienia”, inwestując w ich aktywa. Na finansowaniu przez instytucje z tego sektora polegał przede wszystkim mniejsi deweloperzy, którzy mieli ograniczony dostęp do innych źródeł.

¹⁶ Wielu deweloperów rozszerzało działalność poza sektor mieszkaniowy. Zamiast dywersyfikować przedsięwzięcia w celu stabilizacji przepływów finansowych, inwestowali w projekty o charakterze spekulacyjnym czy prestiżowym, takie jak kluby piłkarskie, serwisy streamingowe czy parki rozrywki. Z kolei firmy z innych branż podejmowały działalność deweloperską, zachęcane wizją wielkich zysków.

Problem stanowiły nie tylko potężna skala zadłużenia, lecz także jego częściowo niejawni charakter oraz gęsta sieć powiązań finansowych poprzez wzajemne należności, gwarancje czy pożyczki¹⁷. Pozyskane pieniądze deweloperzy przeznaczali w pierwszej kolejności na zakup kolejnych praw do użytkowania gruntów, które następnie służyły jako zastaw pod dalsze zobowiązania. Ich priorytetami były rozpoczynanie nowych projektów budowlanych i szybka sprzedaż lokali – gwarantujące dopływ świeżych środków – a nie dokończanie mieszkań w budowie i opłaconych przez nabywców, regulowanie zobowiązań wobec wykonawców czy dbanie o wysoką jakość budynków¹⁸. Kupujący zazwyczaj musieli uiścić całą kwotę za nieruchomość i rozpocząć spłatę kredytu hipotecznego jeszcze przed ukończeniem budowy.

Upowszechnienie modelu przedsprzedaży oznaczało wprowadzenie mechanizmu charakterystycznego dla piramidy finansowej, w której nowi nabywcy wpłacają środki niezbędne do sfinalizowania inwestycji wcześniejszych klientów. Deweloperzy zbywali w ten sposób blisko 90% lokali. Regulacje, które obligowały ich do wykorzystania większości środków do realizacji danego projektu, nie były stanowczo egzekwowane przez władze i banki. Wysoki popyt na ziemię pod zabudowę¹⁹ skutkował skokiem cen, co podnosiło jej wartość jako zastawu i przekładało się na wzrost możliwości pożyczkowych. Umożliwiało to jeszcze większe zadłużenie deweloperom, ale i kontrolowanym przez władze lokalne firmom realizującym ich politykę, tzw. *local-government financial vehicles*.

Lokalne budżety uzależnione od rynku mieszkaniowego

Dopływ niezbędnych środków do budżetów władz lokalnych, które po reformie podatkowej z 1994 r. zostały pozbawione istotnej części swoich przychodów na rzecz Pekinu, był gwarantowany przez dynamiczny rozwój rynku nieruchomości. Cała ziemia na terenach miejskich należy do

¹⁷ Zobowiązania bilansowe Evergrande Group sięgały 2 bln juanów, natomiast te pozabilansowe szacowano na kolejny bilion.

¹⁸ W efekcie w Chinach upowszechniło się określenie „budynki z tofu”, które odnosi się do konstrukcji o niskiej jakości, wadliwie wykonanych i często zagrażających bezpieczeństwu. Nazwa ta nawiązuje do tofu, które jest delikatne i łatwo się rozpada, symbolizuje tym samym nietrwałość i słabość tych budowli.

¹⁹ Szybki wzrost cen zakupu działek przeznaczonych na budownictwo mieszkaniowe miał również rekompensować budżetom lokalnym relatywnie niskie opłaty za grunty dzierżawione przedsiębiorstwom produkcyjnym. Tania ziemia stanowiła wsparcie państwa dla firm.

państwa²⁰. Formalnie rządzący nie sprzedają działki, lecz jedynie prawo do jej użytkowania w okresie do 70 lat w przypadku zabudowy mieszkalnej. Władze lokalne często zmuszały rolników do oddawania terenu wiejskiego za kwoty niższe od jego wartości rynkowej bądź za obietnicę otrzymania mieszkania i doprowadzały do rozpadu społeczności lokalnych. Następnie, zmieniając jego przeznaczenie na tereny miejskie, przekazywały deweloperom prawa użytkowania. Takie działania nie tylko uzupełniały braki w budżecie publicznym, lecz także wzmacniały pozycję lokalnych grup interesu.

Wpływy z tytułu sprzedaży praw do użytkowania gruntów wraz z powiązanymi z sektorem nieruchomości podatkami stanowiły w poprzednich 10 latach przeszło 32% lokalnych dochodów budżetowych, w tym 45% dochodów własnych (nieuwzględniających transferów od władz centralnych). W rekordowym 2021 r. pozyskano z tego tytułu blisko 11 bln juanów, czyli równowartość ok. 10% PKB ChRL²¹ (zob. wykres 7). Dochody zapewniały finansowanie projektów infrastrukturalnych i umożliwiały władzom lokalnym pobudzanie aktywności gospodarczej, czego wymagał Pekin, wyznaczając ambitne cele wzrostu PKB.

Błędne koło napędzało wzrost aktywności gospodarczej, zysków przedsiębiorstw i banków oraz wpływów budżetowych władz lokalnych, a także odczuwalnej wartości majątku zgromadzonego przez właścicieli mieszkań. Stanowiło jednak zagrożenie dla stabilności gospodarki i państwa. Dlatego władze co kilka lat decydowały o chłodzeniu rozgrzanego sektora²². Podwyższały obowiązkowy wkład własny, oprocentowanie kredytów hipotecznych i opłaty, ograniczały możliwość sprzedaży lokali i kupna mieszkań (np. rozwodnikom) oraz wykluczały z rynku osoby nieposiadające lokalnego *hukou* (meldunku)²³. W kilku dużych miastach prawo do zakupu trzeba było wygrać na loterii. Rządzący zmniejszali także podaż ziemi i podnosili jej ceny, jak również zaostrzali regulacje obowiązujące deweloperów, w tym te dotyczące pogłębiania zadłużenia.

²⁰ Grunty wiejskie należą do lokalnych kolektywów. Chłopi otrzymują prawa do użytkowania działek, ale nie mogą sprzedawać ziemi ani dysponować nią jak własnością prywatną, np. jako zastawem pod kredyt hipoteczny.

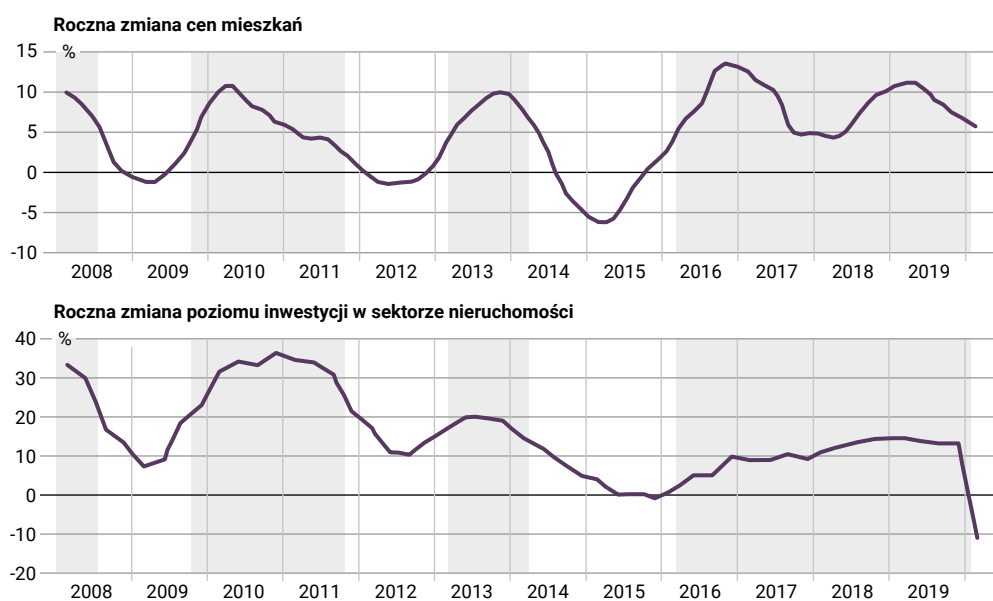
²¹ T. Huang, *Why China's housing policies have failed*, op. cit.

²² J. Kemp, A. Suthakar, T. Williams, *China's Residential Property Sector*, Reserve Bank of Australia, 18.06.2020, rba.gov.au.

²³ *Hukou* to chiński system rejestracji gospodarstw domowych, który formalnie klasyfikuje mieszkańców jako „miejskich” lub „wiejskich”. Dostęp do usług publicznych, takich jak edukacja i opieka zdrowotna, a także możliwość i warunki zatrudnienia czy zakupu mieszkania poza miejscem rejestracji są ograniczone.

Sprzedawcy i kupujący znajdowali jednak sposoby na obejście ograniczeń, a inwestorzy pozostawali przekonani, że trudny okres jest przejściowy, więc wyczekiwali na dogodny moment do kolejnych zakupów. Gdy problemy sektora zbyt silnie rzutowały na resztę gospodarki bądź gdy radziła sobie ona słabo z innych powodów, władze wycofywały się z ograniczeń i na nowo rozkręcały spekulacyjną karuzelę (zob. wykres 2). Stymulowały w ten sposób koniunkturę, chociaż znaczną część kosztów bezpośrednio ponosiły podmioty prywatne motywowane perspektywą zysku, tj. inwestorzy kupujący mieszkania czy deweloperzy.

Wykres 2. Wskaźniki aktywności na rynku nieruchomości w ChRL



Wyszarżono okresy zaostrożenia polityki mieszkaniowej przez rząd ChRL.

Źródło: J. Kemp, A. Suthakar, T. Williams, *China's Residential Property Sector*, op. cit.

3. Drzewo nie może rosnąć do nieba

Równoległe do procesów ekonomicznych w minionej dekadzie zachodziły procesy polityczne, które miały zdeterminować przyszłość rynku nieruchomości i całej gospodarki ChRL. Kumulowanie się negatywnych konsekwencji stymulowania gospodarki w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy w 2008 r. oraz kolejne okresy dekoniunktury doprowadziło do nasilenia konfliktu w kierownictwie KPCh.

Chińska odpowiedź na globalny kryzys finansowy w 2008 roku

Według pierwotnych założeń pakiet stymulacyjny miał opiewać na kwotę 4 bln juanów, czyli ok. 12,5% PKB ChRL w 2008 r. Program przerodził się jednak w „kredytowe tsunami” po tym, jak premier Wen Jiabao zaapelował, by był on „duży, szybki i efektywny”. Z ostrożnych szacunków Christine Wong wynika, że w ciągu 27 miesięcy, począwszy od czwartego kwartału 2008 r., wartość pakietu sięgnęła 9,5 bln juanów, czyli blisko 30% PKB z 2008 r.²⁴ Zadłużenie sektora publicznego, gospodarstw domowych i firm niefinansowych wzrosło z niespełna 135% PKB na koniec 2008 r. do blisko 175% półtora roku później (zob. wykres 3). Na koniec 2012 r. aktywa bankowe były dwukrotnie wyższe niż cztery lata wcześniej.

Oś sporu przebiegała pomiędzy zwolennikami utrzymania dotychczasowego kursu polityki gospodarczej, której priorytet stanowiło wspieranie wzrostu dochodów, a postulującymi konieczność reformy modelu bazującego na pobudzaniu aktywności poprzez zwiększanie zadłużenia. Prominentnym reprezentantem pierwszej grupy miał być były premier Li Keqiang, natomiast drugiej – Liu He, bliski doradca przewodniczącego Xi Jinpinga, a następnie wicepremier odpowiedzialny za gospodarkę. Konflikt na szczytach władzy wydawał się na tyle znaczący, że zaczynał przebijać do sfery publicznej – w postaci anonimowych artykułów umieszczanych w „Dzienniku Ludowym” oraz licznych wypowiedzi byłych i aktywnych wówczas urzędników banku centralnego czy chińskiego resortu finansów.

Równocześnie postępował proces konsolidacji władzy w rękach Xi Jinpinga i jego otoczenia. Po objęciu stanowiska sekretarza generalnego KPCh w 2012 r. doprowadził on do marginalizacji i rozbicia konkurencyjnych partyjnych frakcji, do czego wykorzystał m.in. największą w historii kampanię antykorupcyjną²⁵. Stopniowo rósł również jego wpływ na politykę gospodarczą²⁶, tradycyjnie będącą domeną premiera ChRL.

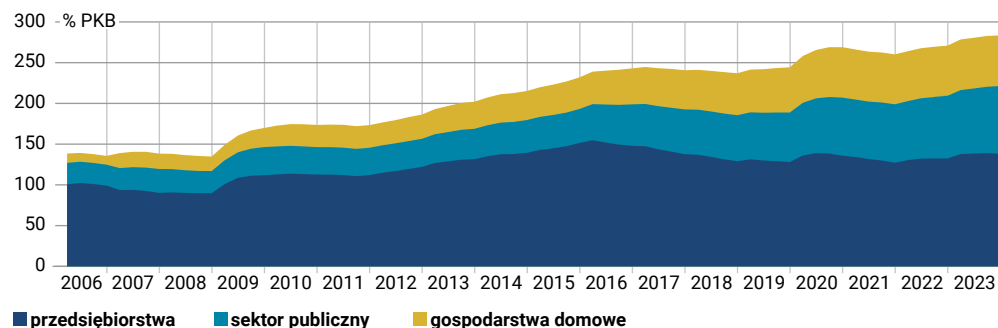
²⁴ Ch. Wong, *The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China*, „Journal on Budgeting”, vol. 11/3, 2011, OECD.

²⁵ M. Bogusz, J. Jakóbowski, *Komunistyczna Partia Chin i jej państwo. Konserwatywny zwrot Xi Jinpinga*, OSW, Warszawa 2019, osw.waw.pl.

²⁶ Xi Jinping objął m.in. stanowisko przewodniczącego Grupy Kierowniczej ds. Pogłębiania Reform i kilku innych kluczowych grup, w tym istniejącej od początku okresu „reform i otwarcia” Małej Grupy Kierowniczej ds. Gospodarki i Finansów; zob. J. Jakóbowski, *Dryf chińskich reform. Polityka gospodarcza pierwszej kadencji Xi Jinpinga*, OSW, Warszawa 2017, osw.waw.pl.

W wyniku bezprecedensowego w swojej skali boomu kredytowego w latach 2009–2016 zadłużenie sektora publicznego, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych wzrosło z niespełna 140% do ponad 240% PKB ChRL (zob. wykres 3), czyli o ok. 140 bln juanów (równowartość ok. 20 bln dolarów). Kolejne epizody turbulencji na chińskich rynkach finansowych, będące pokłosiem masowej stymulacji, a jednocześnie spowalniająca gospodarka czyniły rozstrzygnięcie partyjnego sporu o politykę stymulacji kwestią naglącą. Oficjalne tempo wzrostu PKB zwolniło z przeszło 10% notowanych na początku 2011 r. do ok. 7% w okresie od połowy 2014 r. do połowy 2018 r. Władze ChRL musiały się zmierzyć również z kryzysem płynnościowym na rynku międzybankowym w czerwcu 2013 r., przeszło dwuletnim odpływem kapitału z kraju i osłabieniem juana wobec dolara, począwszy od 2014 r., oraz z pęknięciem giełdowej bańki w czerwcu 2015 r.

Wykres 3. Zadłużenie chińskiego sektora niefinansowego



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

W 2016 r. przewagę zyskali zwolennicy ograniczenia procesu dynamicznego wzrostu długu, napędzanego rozbudową miast, infrastruktury i sektora mieszkaniowego. Symptomatyczna była majowa publikacja wywiadu z anonimową „osobą obdarzoną autorytetem” na łamach partyjnego „Dziennika Ludowego”, wyznaczająca symboliczny początek kampanii delewarowania. Według większości komentatorów rozmówcą miał być sam Liu He. Anonimowy ekonomista ocenił, że „dług jest grzechem pierworodnym”, a „drzewo nie może rosnąć do nieba i wysoka dźwignia finansowa nieuchronnie prowadzi do wysokiego ryzyka”. „Nieodpowiednia kontrola może wywołać systemowy kryzys finansowy, spowodować negatywny wzrost gospodarczy, a nawet doprowadzić do utraty oszczędności przez obywateli” – ostrzegł. Zwrócił również uwagę, że „przywracanie normalnego funkcjonowania rynku nieruchomości i eliminowanie niektórych nieaktualnych środków administracyjnych jest konieczne,

ale jeśli zostanie zastosowane zbyt intensywne stymulowanie, nieuchronnie spowoduje to powstanie bańki spekulacyjnej. Tę lekcję należy przyswoić”²⁷.

Pod koniec października 2016 r. Politbiuro zwróciło uwagę na konieczność ograniczenia baniek spekulacyjnych oraz zapobiegania ryzykom gospodarczym i finansowym²⁸. W raporcie za czwarty kwartał Ludowy Bank Chin skoncentrował się na rynku nieruchomości, podkreślając negatywne skutki bańki oraz potrzebę zmniejszenia impulsu kredytowego, aby zapobiec spekulacjom finansowym²⁹.

Pomimo kampanii delewarowania zadłużenie sektora niefinansowego nie spadało znacząco, lecz jedynie utrzymywało się na stabilnym poziomie ok. 240% PKB przez kolejne dwa lata (zob. wykres 3). Jej głównym celem była jednak redukcja ryzyk w systemie finansowym, m.in. ograniczenie „bankowości cienia” i poszerzenie kontroli nad procesem alokacji kredytu, a w efekcie – centralizacja władzy.

Wśród partyjnych elit wyraźnie wzrosła świadomość zagrożeń wynikających z szybkiego zwiększania zadłużenia oraz pojawiło się przekonanie, że krótkookresowe korzyści ze stymulacji gospodarki często nie rekompensują potencjalnych długoterminowych kosztów. W latach 2016–2020 sektor „bankowości cienia” skurczył się z ponad 60% PKB do ok. 40%, a według definicji obejmującej szerszą grupę podmiotów – z ok. 120% do niespełna 90%³⁰. Nie oznaczało to jednak całkowitej rezygnacji z pogłębiania zadłużenia w celu pobudzenia gospodarki. W obliczu kolejnych epizodów silnego spowolnienia rządzący ponownie decydowali się na stymulację aktywności, choć w wyraźnie mniejszej skali niż w latach 2008–2010.

W sierpniu 2020 r. ówczesny wiceprezes banku centralnego Guo Shuqing ostrzegł na łamach partyjnego dwumiesięcznika „Qiushi”, że „bańka na rynku nieruchomości to największy «szary nosorożec», który może zagrozić stabilności finansowej” oraz że Chiny „muszą unikać większych ryzyk wywołanych nadmierną koncentracją środków w sektorze nieruchomości”. Bezpośrednio i pośrednio związane z nieruchomościami aktywa stanowiły wówczas ponad 40% aktywów banków, w tym 27% udzielonych przez nie kredytów. Sektor

²⁷ 开局首季问大势——权威人士谈当前中国经济, People’s Daily Online, 9.05.2016, politics.people.com.cn.

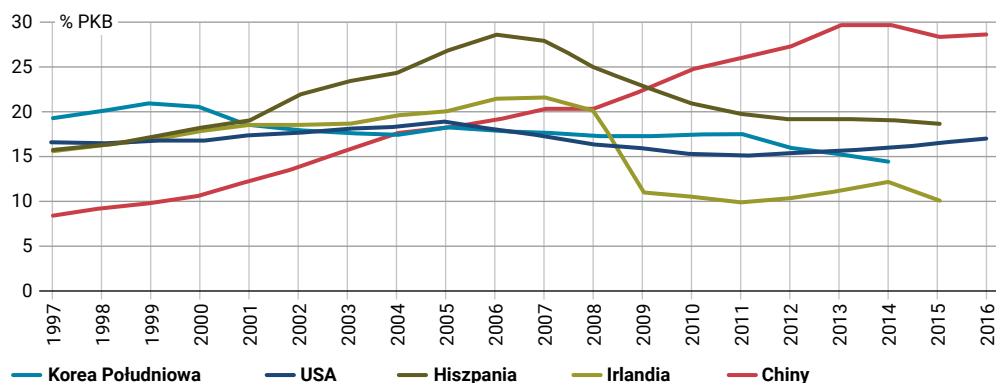
²⁸ 中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作, Xinhua, 28.10.2016, xinhuanet.com.

²⁹ *China Monetary Policy Report, Quarter Four, 2016*, Ludowy Bank Chin, 14.03.2017, pbc.gov.cn.

³⁰ M. Sutton, G. Taylor, *Shadow Financing in China*, Reserve Bank of Australia, 10.12.2020, rb.gov.au.

nieruchomości wraz z powiązаныmi branżami odpowiadał za ok. 25% PKB ChRL³¹ i był jednym z kluczowych silników napędzających dynamiczny wzrost tamtejszej gospodarki.

Wykres 4. Udział działalności związanych z nieruchomościami w PKB wybranych państw



Źródło: K. Rogoff, Y. Yang, *Has China's Housing Production Peaked?*, National Bureau of Economic Research, 2020.

³¹ Jego bezpośredni udział w PKB wzrósł z 4% w 1998 r. do 7,2% w 2020 r. Kalkulacja ta nie uwzględnia jednak budowy czy wyposażenia lokali, a jedynie ich komponent usługowy, czyli sprzedaż, wynajem i zarządzanie. Ekonomiści Azjatyckiego Banku Rozwoju szacują, że cała aktywność prowadząca do powstania finalnego, kompletnego produktu – mieszkania – i przekazania go odbiorcy końcowemu odpowiadała w drugiej dekadzie XXI wieku za przeszło 20% PKB Chin. Inni eksperci wskazują na poziom 20–30% (zob. wykres 4).

II. „TRZY CZERWONE LINIE”

Najsilniejsze rządowe uderzenie w niekontrolowany wzrost sektora nieruchomości wiązało się z polityką „trzech czerwonych linii” i miało miejsce w sierpniu 2020 r. Po przejściu pierwszej fali koronawirusa i otwarciu gospodarki po okresie lockdownów aktywność w Chinach rosła, m.in. wskutek silnego popytu zagranicznego. Kiedy świat pogrążał się w lockdownach i recesji, ChRL – odgródzona od innych państw i chroniona przez skuteczną początkowo strategię „zero COVID” – wydawała się ostoją stabilności i wzrostu gospodarczego. Pekin najpewniej postanowił więc wykorzystać ten moment, by rozwiązać nabrzmiewający od lat problem niepohamowanej spekulacji na rynku nieruchomości i przestawić gospodarkę na nowe tory.

Możliwe, że wybierając moment chłodzenia sektora mieszkaniowego, władze ChRL mogły uwierzyć we własną propagandę, iż COVID-19 nie zagraża krajowej koniunkturze, a nieudolnie rządzona reszta świata pozostanie zależna od chińskich dostaw. Źródła tych decyzji można jednak szukać głębiej – Xi Jinping, który ograniczył regułę kolektywnego przywództwa na szczytach KPCh, już wcześniej postanowił fundamentalnie zredefiniować priorytety polityki państwa. Istotniejsze niż stymulowanie wzrostu stały się wzmacnianie bezpieczeństwa gospodarczego i przygotowania na eskalację konfliktu z USA. Przerośnięty rynek nieruchomości nie tylko miał potencjał destabilizacji sytuacji makroekonomicznej, finansowej i społecznej w Chinach, lecz także absorbował zasoby (kapitał czy talent i wysiłek pracowników), które mogłyby zostać wykorzystane do kształtowania państwa zgodnie z wizją sekretarza generalnego KPCh. Doprowadziło to do decyzji o schłodzeniu rynku nieruchomości.

W sierpniu 2020 r. władze nakreśliły „trzy czerwone linie” krępujące deweloperom możliwość zaciągania kolejnych długów. Dodatkowo w grudniu wprowadziły regulacje ograniczające ekspozycję banków na sektor nieruchomości. Na mocy tych przepisów w największych bankach udział kredytów dla deweloperów w sumie wszystkich udzielonych kredytów miał nie przekraczać 40%, a kredytów hipotecznych – 32,5%. Wymagania wobec mniejszych banków były jeszcze bardziej rygorystyczne. Instytucje finansowe formalnie otrzymały kilka lat, by dostosować się do nowych regulacji.

„Trzy czerwone linie”

„Trzy czerwone linie” to:

1. relacja zobowiązań firmy do aktywów przekraczająca 70%;
2. dług netto wyższy niż kapitały własne;
3. krótkoterminowe zadłużenie większe niż zapasy gotówki (aktywa pieniężne).

Zwiększyć skalę zobowiązań o maksymalnie 15% rocznie mógł deweloper, który nie przekroczył żadnej z „czerwonych linii”. W przypadku spółki, która nie spełniła jednego z kryteriów, było to do 10%, a dwóch – do 5%. Natomiast firmom raportującym zadłużenie wyższe niż to wyznaczone przez wszystkie limity zakazano zwiększania zobowiązań. Kryteria były tylko nieco bardziej rygorystyczne niż wskaźniki raportowane przez przeciętnych dużych deweloperów w 2020 r., jednak niektóre firmy znacznie przekraczały „czerwone linie” nakreślone przez władze.

1. Reakcja łańcuchowa

Nie jest jasne, czy decydenci byli świadomi, że implementacja regulacji zainicjuje reakcję łańcuchową prowadzącą do głębokiego i długotrwałego kryzysu, czy też nie przewidzieli skali konsekwencji, a ich zamiarem było jedynie wyeliminowanie z rynku najbardziej zadłużonych podmiotów i ograniczenie spekulacji. Przepisy uderzyły jednak w fundament działalności deweloperów, zależnych od pozyskiwania nowych środków na pokrycie wcześniejszych zobowiązań. Wysłały również jasny sygnał, że Pekin nie toleruje dotychczasowego modelu, dodatkowo zniechęcając potencjalnych inwestorów do pożyczania pieniędzy firmom z sektora.

Po sierpniu 2020 r. deweloperzy napotkali poważne przeszkody w pozyskiwaniu finansowania na rynku krajowym. Poza motywacjami finansowymi – głównie obawami o zwrot pożyczonych środków – pracownicy chińskich instytucji stosowali zbyt restrykcyjną interpretację nowych przepisów. Bankierzy nie tylko odmawiali udzielania kredytów zwiększających zobowiązania deweloperów, lecz także uchylali się od rolowania dotychczasowych długów, mimo że prawo ich do tego nie obligowało³².

³² Taka postawa jest symptomatyczna dla systemu, w którym wola partii góruje nad prawem, a obok formalnych regulacji funkcjonują nieformalne zalecenia. Ich adekwatna interpretacja i adaptacja do

Wzrost ryzyka niewypłacalności przełożył się na problemy deweloperów z emisją obligacji na rynku offshore, gdzie pozyskiwali waluty zagraniczne. W efekcie nie byli oni w stanie spłacać swoich zobowiązań. Symbolem kryzysu stała się firma China Evergrande – drugi największy i najbardziej zadłużony przedstawiciel branży w ChRL – która w grudniu 2021 r. została formalnie uznana za niewypłacalną po tym, jak nie uregulowała płatności wobec nabywców swoich obligacji dolarowych wyemitowanych w Hongkongu. Inwestorzy byli jednak świadomi, że problem zadłużenia nie dotyczy pojedynczych deweloperów, lecz ma charakter systemowy.

Fala niewypłacalności chińskich deweloperów

W obliczu ograniczeń w pozyskiwaniu kapitału na rynku krajowym chińscy deweloperzy zwrócili się ku inwestorom zagranicznym, emitując obligacje denominowane najczęściej w dolarze amerykańskim na rynkach offshore, głównie w Hongkongu. Raportowana skala zobowiązań z tego tytułu stanowiła istotną, sięgającą ok. 25%³³ część długu odsetkowego dużych podmiotów, ale na tle wszystkich środków zaangażowanych w finansowanie działalności całego sektora pozostawała minimalna – wynosiła oficjalnie raptem 0,1%³⁴.

Mimo to za symboliczny początek kryzysu na chińskim rynku nieruchomości uznaje się wrzesień 2021 r., gdy w światowych mediach finansowych dominowały doniesienia o tym, że Evergrande Group – drugi największy deweloper w ChRL – nie będzie w stanie uregulować zobowiązań wobec zagranicznych obligatariuszy. Inwestorzy obawiali się powtórzenia scenariusza Lehman Brothers, którego upadek w 2008 r. stał się katalizatorem globalnego kryzysu finansowego.

Przypadek Evergrande nie był odosobniony. Analitycy Barclays szacują, że od początku 2020 r. co najmniej 60 chińskich deweloperów, którzy wyemitowali obligacje na kwotę ponad 140 mld dolarów, stało się niewypłacalnych. „Financial Times” ocenia, że wśród nich znalazła się ponad połowa z czołowych 50 przedstawicieli sektora. Wbrew obawom wciąż nie doprowadziło

intencji władz ułatwiają pięcie się po szczeblach kariery i zwiększają szanse na osiągnięcie sukcesu finansowego. Ostrożną postawę bankierów umocniły kampania antykorupcyjna zainicjowana przez Xi Jinpinga oraz centralizacja władzy w rękach obecnego lidera ChRL.

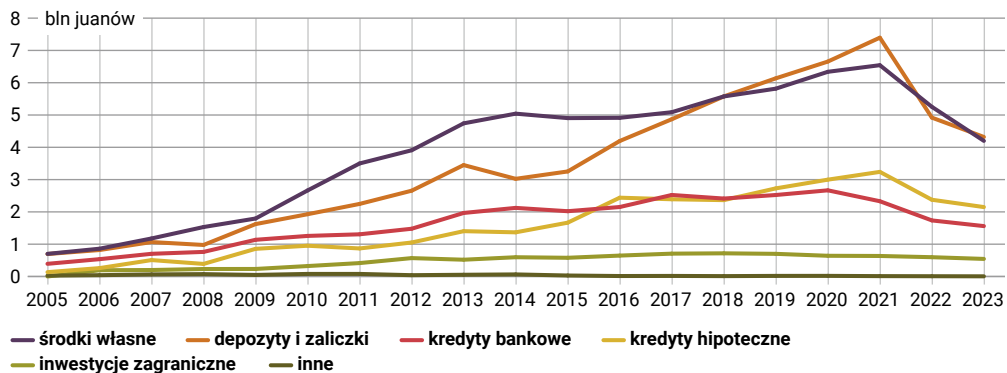
³³ P. Hendy, *Evolving Financial Stress in China's Property Development Sector*, Reserve Bank of Australia, 15.09.2022, rba.gov.au.

³⁴ T. Huang, *Why China's housing policies have failed*, op. cit.

to jednak do kryzysu finansowego w ChRL ani na świecie. Straty ponieśli natomiast m.in. zagraniczni inwestorzy instytucjonalni, tj. BlackRock i HSBC.

Problemy z dostępem do finansowania spowodowały, że deweloperzy przestali płacić wykonawcom i dostawcom materiałów, przez co prace na wielu budowach zostały wstrzymane. To wraz z obawami przed bankructwami firm z branży i „antyspekulacyjną” narracją Pekinu zniechęciło potencjalnych nabywców i ograniczyło sprzedaż mieszkań. Istotny spadek przychodów deweloperów z kluczowego źródła³⁵ – odpowiadającego za około jedną trzecią przychodów (zob. wykres 5) – doprowadził do tego, że jeszcze częściej nie byli oni w stanie kontynuować finansowania prac budowlanych czy regulować zobowiązań wobec inwestorów. W związku z obawami przed nieukończeniem inwestycji władze zwiększyły nadzór nad środkami przechowywanymi na rachunkach powierniczych³⁶.

Wykres 5. Źródła finansowania deweloperów



Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

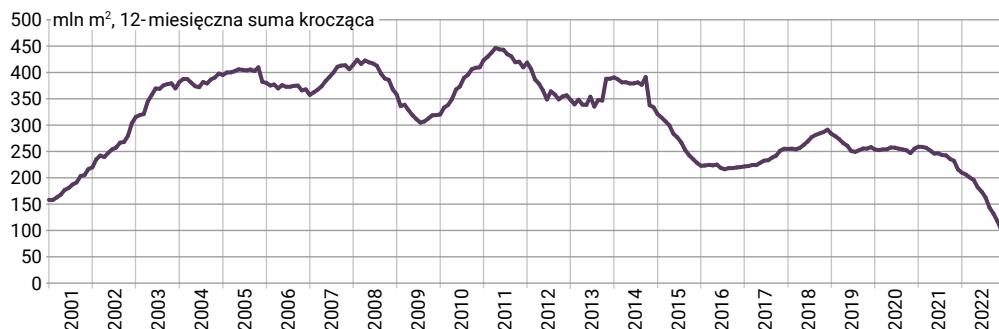
To z kolei skutkowało wzmocnieniem przekonania wśród potencjalnych klientów, że budowy mogą w ogóle nie zostać ukończone, więc nie warto ryzykować zakupu mieszkania, a wśród potencjalnych inwestorów – że mogą nie otrzymać z powrotem pożyczonych środków. W 2022 r. niepewność spotęgowała strategia „zero COVID”, ograniczająca aktywność gospodarczą w ChRL. Deweloperzy nie dysponowali więc pieniędzmi, by kontynuować prace, oraz zmniejszyli liczbę

³⁵ Wpływy z tego tytułu zyskały na znaczeniu po tym, jak w 2016 r. władze postanowiły ograniczyć rozwój sektora „bankowości cienia”.

³⁶ Xie Yu, C. Jim, *China gives property firms easier access to escrow funds – report*, Reuters, 11.02.2022, reuters.com.

rozpoczynanych projektów. W związku z tym nie potrzebowali tyle ziemi, ile wcześniej (zob. wykres 6). W efekcie spadły wpływy budżetowe lokalnych władz i jej wartość³⁷ (zob. wykres 7), przez co kurczyła się przestrzeń do fiskalnej stymulacji gospodarki, a nawet brakowało środków na realizację podstawowych zadań, tj. wypłat pensji pracownikom sektora budżetowego czy emerytur. Błędnę koło zaczęło się obracać w drugą stronę.

Wykres 6. Powierzchnia nowo nabytych przez deweloperów gruntów (praw do ich użytkowania)



Z końcem 2022 r. Urząd Statystyczny ChRL zaprzestał publikowania tych danych.

Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

Wykres 7. Dochody budżetowe z tytułu sprzedaży praw do użytkowania gruntów



Źródło: Ministerstwo Finansów ChRL.

³⁷ Aby ograniczyć spadek wpływów budżetowych z tego tytułu, firmy powiązane z władzami lokalnymi zaczęły w większej skali nabywać prawa do użytkowania gruntów. Realizację projektów budowlanych na tych terenach podejmują jednak sporadycznie – jak wynika z danych China Real Estate Information, prace rozpoczęły na zaledwie jednej piątej działek kupionych od początku 2021 r. do maja 2024 r.

Sytuację mogłaby częściowo poprawić znacząca obniżka cen mieszkań, przekonująca potencjalnych nabywców do zakupu. Na zastosowanie mechanizmu rynkowego nie było jednak zgody władz ani tych mieszkańców, którzy wcześniej zainwestowali w lokale w tych samych lokalizacjach. Pekin polecił lokalnym władzom stabilizację rynków, a te zareagowały, zakazując deweloperom zbyt silnych cięć cen (zob. *Regulowane ceny mieszkań*). Z kolei dotychczasowi kupcy protestowali przeciw obniżkom i żądali rekompensat za poniesione „straty”. Doprowadziło to do paradoksalnych sytuacji – deweloperzy obchodzili regulacje ograniczające spadki nominalnych cen m.in. poprzez dołączanie do lokalu nieodpłatnego garażu lub wyposażenia, a nawet wręczanie nowym nabywcom mieszkań sztabek złota w ramach prezentu³⁸ oraz przyjmowanie części płatności w czosnku i pszenicy³⁹.

Regulowane ceny mieszkań

Przed wprowadzeniem lokalu na rynek deweloper jest zobowiązany zadeklarować jego wstępną cenę, która musi uzyskać akceptację lokalnego urzędnika. Mimo znacznego spadku zainteresowania kupujących władze długo nie godziły się na istotne obniżki w przypadku mieszkań już wystawionych na sprzedaż i wymagających zgody na wprowadzenie do obrotu. Politycy próbują również ingerować w rynek wtórny – poprzez mechanizm „ceny referencyjnej”, który stanowi wytyczną dla stron transakcji.

2. Korekta kursu

Wprowadzając silne restrykcje w sektorze w 2020 r., Pekin był gotów zaakceptować krótkoterminowe koszty korekty, aby osiągnąć większe korzyści w przyszłości. Nie docenił jednak wpływu swojej ingerencji w działanie rynku w nowym otoczeniu krajowym i międzynarodowym. Po dynamicznym polockdownowym odbiciu w 2021 r. w kolejnym roku realizacja chińskiej strategii „zero COVID” ponownie poważnie zaburzyła funkcjonowanie gospodarki. Doprowadziła do ograniczenia aktywności oraz pogorszenia nastrojów konsumentów i inwestorów, także zagranicznych. Rzeczywistość, w której chińskie władze podjęły się największego od dekad chłodzenia sektora nieruchomości, znacznie się skomplikowała.

³⁸ R. Feng, C. Li, *Desperate Chinese Property Developers Resort to Bizarre Marketing Tactics*, The Wall Street Journal, 23.01.2024, wsj.com.

³⁹ M. Kalwasiński, *Chiny: mieszkanie za czosnek*, Bankier.pl, 22.06.2022.

Wzrost obaw o kondycję i perspektywy całej gospodarki dodatkowo wzmocnił zmianę postaw finansowych Chińczyków. W obliczu braku istotnego wsparcia rządu dla gospodarstw domowych, jak miało to miejsce na Zachodzie, mieszkańcy Chin ograniczyli kosztowniejsze i trudniejsze do upłynnienia inwestycje, np. w nieruchomości, na rzecz gromadzenia gotówki na czarną godzinę. Ze względu na opóźnienia w pracach budowlanych osoby znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej były zmuszone do podjęcia decyzji o przeprowadzce do nieukończonego budynku, bez dostępu do bieżącej wody czy prądu. Setki tysięcy kredytobiorców zagroziło zawieszeniem spłaty kredytów. Ich protesty pokazały, że kwestia ta stała się istotnym problemem społecznym, którego nasilenie może okazać się niebezpieczne dla stabilności społeczno-politycznej.

Bojkot kredytobiorców – problem dla Pekinu

W lipcu 2022 r. masową skalę przybrały protesty kredytobiorców, grożących odmową spłaty kredytów hipotecznych związanych z nieukończonymi, przedłużającymi się projektami deweloperskimi⁴⁰. Niezależne szacunki wskazywały, że w szczytowym momencie – w sierpniu – objęły one ponad 320 przedsięwzięć z ok. 100 miast. Od połowy 2022 r. Freedom House odnotował przeszło 1800 protestów odnoszących się do sytuacji na rynku nieruchomości. Dwie trzecie przypadków dotyczyło opóźnień w budowach i słabej jakości wykonania lokali, a pozostałe – głównie braku wypłaty wynagrodzeń pracownikom budowlanym.

Sytuacja stanowiła potencjalne zagrożenie dla stabilności sektora bankowego, ale przede wszystkim – wyzwanie polityczne dla KPCh w okresie przed XX zjazdem partii. W odróżnieniu od licznych izolowanych protestów na podłożu nadużyć w sektorze finansowym mogła się bowiem przekształcić w ruchy sprzeciwu obejmujące całe Chiny, skierowane przeciw władzom centralnym, a nie lokalnym.

O ile władze lokalne, które mają pewną autonomię w kształtowaniu lokalnej polityki mieszkaniowej, podjęły próby pobudzania rynku jeszcze w 2021 r., o tyle Pekin początkowo ograniczał się do stosunkowo niewielkich interwencji słownych, nieznacznych obniżek stóp procentowych oraz utworzenia funduszy inwestycyjnych wspierających deweloperów w dokańczaniu rozpoczętych projektów. Do zmiany stanowiska partijną centralę przekonały dopiero

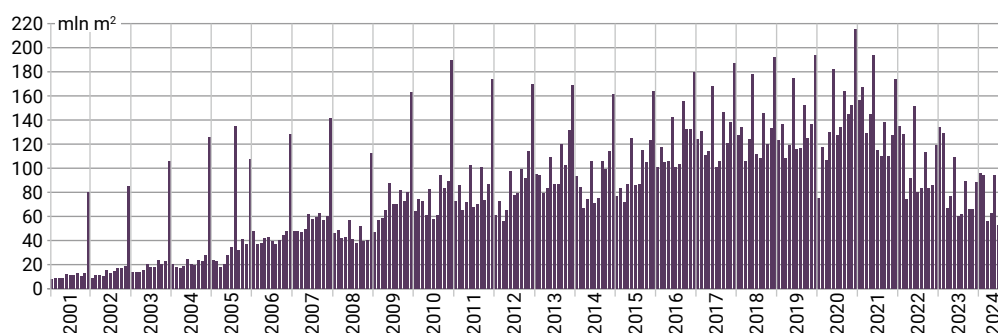
⁴⁰ J. Jakóbowski, *Bojkot kredytobiorców w Chinach i lokalne kryzysy bankowe*, OSW, 21.07.2022, osw.waw.pl.

po głębokim się załamaniu, fala niewypłacalności rozlewająca się od deweloperów do wykonawców i dostawców⁴¹ oraz bojkot kredytobiorców odmawiających spłaty kredytów hipotecznych zaciągniętych na zakup wciąż niewybudowanych mieszkań.

Wszystkie główne silniki wzrostu PKB – poza eksportem – działały suboptymalnie. Typową dla chińskich władz odpowiedzią byłoby wdrożenie istotnego pakietu stymulacyjnego, obejmującego woltę w kwestii polityki dotyczącej rynku nieruchomości i rozległe inwestycje infrastrukturalne. Tymczasem tym razem postawa Pekinu była bardziej zachowawcza, a władze lokalne nie dysponowały wystarczającymi środkami po latach strategii „zero COVID”. Dopiero pod koniec 2022 r. i na początku 2023 r. wprowadzono znaczące rozwiązania poprawiające płynność sektora, m.in. faktyczne zawieszenie obowiązywania „trzech czerwonych linii”⁴² w przypadku wybranych deweloperów.

Pozytywna reakcja okazała się krótkotrwała – po odbiciu w pierwszym kwartale, wspartym przez rezygnację ze strategii „zero COVID”, sprzedaż mieszkań znów zaczęła maleć (zob. wykres 8). W lipcu 2023 r. była o niemal połowę mniejsza niż dwa lata wcześniej i przed pandemią oraz sięgnęła najniższego poziomu pod względem metrażu od kwietnia 2012 r.⁴³ Równocześnie deweloperzy rozpoczęli budowę najmniejszej powierzchni mieszkaniowej od 2008 r. (zob. wykres 9).

Wykres 8. Sprzedaż mieszkań w Chinach



Dane za styczeń i luty łącznie.

Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

⁴¹ W połowie 2023 r. analitycy Gavekal Research szacowali zaległe płatności wobec dostawców na ponad 3 bln juanów. Firmy budowlane są coraz częściej zmuszane do przyjmowania niesprzedanych lub niedokończonych lokali jako formy płatności.

⁴² T. Hale, S. Yu, C. Leng, *China eases curbs on property developers to counter downturn*, Financial Times, 12.01.2023, ft.com.

⁴³ Przy zastrzeżeniu, że dane za styczeń i luty – okres, w którym przypadają ruchome obchody Nowego Roku księżycowego – są raportowane łącznie.

W kolejnym miesiącu ujawniły się poważne problemy finansowe Country Garden, do poprzedniego roku największego chińskiego dewelopera, oraz Zhongzhi Enterprise Group, instytucji „bankowości cienia” zarządzającej aktywami wycenianymi na bilion juanów.

Kryzys na rynku nieruchomości a „bankowość cienia”

W obliczu niskiego oprocentowania depozytów bankowych w ChRL instytucje „bankowości cienia” sprzedają klientom detalicznym i biznesowym produkty finansowe obiecujące wyższą stopę zwrotu. Otrzymane środki pożyczają spółkom, przede wszystkim prywatnym, które nie są w stanie pozyskać wystarczającego wsparcia państwowych banków, nastawionych na finansowanie przedsiębiorstw państwowych i władz lokalnych. Wśród nich byli m.in. deweloperzy. Z oficjalnych danych wynika, że branża trustowa, będąca segmentem „bankowości cienia”, ma aktywa wyceniane na 21 bln juanów (ok. 17% PKB). Oficjalnie z sektorem nieruchomości wiąże się bezpośrednio raptem ok. 6% aktywów, jednak analitycy ANZ Research szacują całkowitą ekspozycję na ok. 30%. Formalnie tych produktów inwestycyjnych nie objęto państwowym system gwarancji. Mimo to ich nabywcy uważają (m.in. z uwagi na fakt, że dystrybuują je banki państwowe), że władze de facto zapewniają ochronę zainwestowanego kapitału.

Pod koniec sierpnia 2023 r. Ludowy Bank Chin i Narodowa Administracja ds. Regulacji Finansowych ogłosiły obniżenie minimalnego poziomu wkładu własnego, rozszerzenie preferencyjnych warunków kredytu na większą grupę kredytobiorców oraz poleciły bankom zredukowanie oprocentowania uprzednio zawartych umów. Pekin dał również zielone światło władzom lokalnym na złagodzenie miejscowych polityk mieszkaniowych, w tym poluzowanie kontroli cen minimalnych.

Złagodzenie regulacji oraz jasny sygnał, że wzrosła tolerancja władz dla spekulacji stabilizującej rynek, pobudziły popyt na mieszkania w głównych metropoliach. Podobnie jak na początku roku, również tym razem ożywienie okazało się przejściowe. Wizję zażegnania kryzysu oddalały kolejne głośnie problemy deweloperów. We wrześniu Evergrande poinformował, że stojący na czele grupy Hui Ka Yan został objęty „środkami przymusu” w związku z podejrzeniem popełnienia „przestępstw niezgodnych z prawem”⁴⁴. W październiku

⁴⁴ *Inside Information*, China Evergrande Group, 28.09.2023, hkexnews.hk.

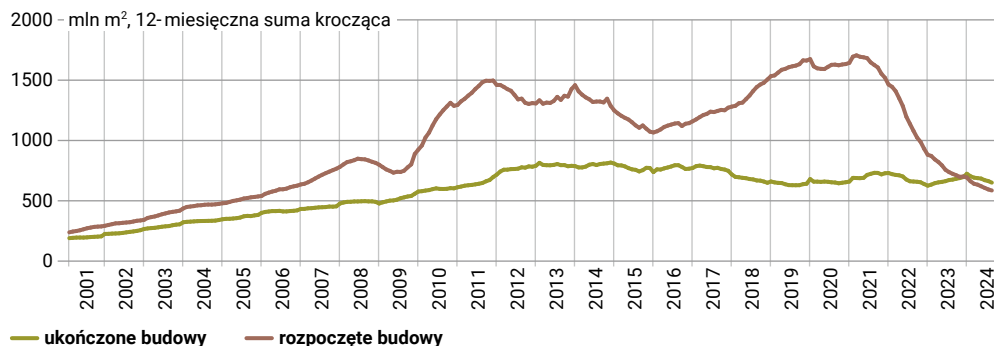
firmę Country Garden uznano za niewypłacalną po tym, jak nie uregulowała ona dolarowego zobowiązania wobec obligatariuszy w ostatecznym terminie. W styczniu 2024 r. sąd w Hongkongu zarządził likwidację Evergrande Group. Dwa miesiące później zaniepokojenie wzbudziły doniesienia o możliwej niewypłacalności kolejnego dużego dewelopera – Vanke Group. Wydarzenia pokazały, że poważne problemy nie omijają nawet kontrolowanych przez władze firm, które otrzymują silniejsze wsparcie państwa. W marcu regulator rynku kapitałowego oskarżył główny podmiot należący do grupy Evergrande o bezprecedensowe w skali światowej oszustwo księgowe: zawyżenie przychodów w 2019 r. o 214 mld juanów, a w 2020 r. – o 350 mld juanów, co stanowiło odpowiednio około połowy i blisko 80% przychodów spółki w tych latach. Zapewne nie był to odosobniony przypadek fałszowania wyników w sektorze.

W kwietniu 2024 r. Pekin zasygnalizował kolejną fazę wsparcia koniunktury na rynku. Biuro Polityczne Komitetu Centralnego zwróciło uwagę na kwestię niesprzedanych mieszkań oraz zaapelowało o stworzenie „nowego modelu rozwoju rynku nieruchomości”⁴⁵. W maju władze ChRL ogłosiły pakiet rozwiązań obejmujący m.in. finansowanie z banku centralnego w kwocie do 300 mld juanów zakupu ukończonych mieszkań przez przedsiębiorstwa państwowe i przekształcanie ich w przystępne cenowo lokale, zniesienie ogólnokrajowej minimalnej stawki oprocentowania kredytów hipotecznych oraz obniżenie minimalnego wkładu własnego. Na rozluźnienie lokalnych restrykcji ograniczających dostępność mieszkań zdecydowały się władze największych metropolii jak Szanghaj, Shenzhen i Guangzhou, a w czerwcu – także Pekin.

Podobnie jak w przypadku poprzednich rund luzowania regulacji, również tym razem efekt okazał się krótkotrwały. W czerwcu sprzedaż mieszkań była najwyższa od roku, jednak już w lipcu spadła do najniższego poziomu od przeszło 15 lat (zob. wykres 8). Firmy rozpoczęły budowę najmniejszej liczby lokali od blisko dwóch dekad. Zważywszy na deklarowane priorytety władz, niepokoić może ponowny spadek tempa oddawania nieruchomości do użytku (zob. wykres 9).

⁴⁵ 中共中央政治局召开会议 习近平主持会议, 30.04.2024, gov.cn.

Wykres 9. Budowa mieszkań w Chinach



Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

Nowych, przełomowych rozwiązań nie ogłoszono podczas wyczekiwanego III Plenum KC KPCh, które odbyło się w lipcu⁴⁶. Partia powtórzyła obietnicę wprowadzenia nowego modelu rynku nieruchomości, przyspieszenia budowy subsydiowanych lokali oraz poszerzenia autonomii władz miejskich w zakresie regulacji lokalnych rynków w zależności od miejscowych uwarunkowań. Niespełna tydzień później bank centralny ogłosił drugą w tym roku obniżkę pięcioletniej stopy procentowej (*Loan Prime Rate*), będącej punktem odniesienia dla oprocentowania kredytów hipotecznych. Na początku sierpnia była ona na najniższym poziomie w swojej historii sięgającej 2019 r. i wynosiła 3,85% (wobec 4,65% przed wybuchem kryzysu). Według danych banku centralnego średnie oprocentowanie nowych hipotek spadło z 5,63% na koniec 2021 r. do 3,45% w czerwcu 2024 r.

We wrześniu – tradycyjnie dobrym miesiącu dla deweloperów – sprzedaż mieszkań przez 100 czołowych reprezentantów branży spadła o blisko 38% r/r, czyli najmocniej od kwietnia. Rządzący podjęli kolejną próbę stabilizacji rynku. W ramach szerokiego pakietu stymulacyjnego⁴⁷ ogłosili m.in. dostosowanie oprocentowania istniejących kredytów hipotecznych do bieżących warunków rynkowych, obniżenie ogólnokrajowego minimalnego poziomu wkładu własnego w przypadku drugiego mieszkania z 25% do 15%, rozszerzenie skali refinansowania kredytów dla firm państwowych na zakup lokali oraz przedłużenie terminu spłaty kredytów dla deweloperów. Władze Pekinu, Szanghaju i Shenzhen złagodziły ograniczenia dotyczące zakupu mieszkań, a Kantonu – zniósł

⁴⁶ M. Kalwasiński, *Gospodarka według Xi Jinpinga: technologiczna „ucieczka do przodu”*, „Komentarze OSW”, nr 621, 21.08.2024, osw.waw.pl.

⁴⁷ *Idem*, *Strzelba, nie bazooka. Nowy pakiet stymulacyjny w Chinach*, OSW, 1.10.2024, osw.waw.pl.

je całkowicie. Stanowczy komunikat wystosowało Biuro Polityczne, które podkreśliło, że „zatrzymanie spadków i przywrócenie stabilności” na rynku nieruchomości to konieczność.

3. Destrukcja majątku

Przeszło trzy lata po symbolicznym początku kryzysu, wyznaczonym przez niewypłacalność Evergrande Group, sytuacja na chińskim rynku nieruchomości pozostaje nieustabilizowana mimo wysiłków władz centralnych i lokalnych. Rządzący rozluźniają kontrolę nad cenami oraz regulacje ograniczające właścicielom mieszkań i osobom nieposiadającym miejscowego *hukou* (meldunku) nabycie nieruchomości, wprowadzają dopłaty do zakupu lokali i budownictwa socjalnego, programy finansowania nieukończonych projektów oraz zamiany starych lokali na nowe. Zaczęli również wywierać większy nacisk na banki, by te wsparły wybranych deweloperów liniami kredytowymi oraz nie dyskryminowały firm prywatnych na rzecz tych kontrolowanych przez władze⁴⁸. Problemy finansowe deweloperów, masowe wstrzymywanie prac budowlanych oraz głęboka korekta cen na rynku wtórnym sprawiły, że wzrosło zainteresowanie Chińczyków mieszkaniami gotowymi do użytku. Ich udział w transakcjach na rynku pierwotnym zwiększył się z 10% w 2021 r. do 25% w połowie 2024 r. Ponadto w 2023 r. w 30 dużych miastach po raz pierwszy sprzedano więcej lokali z drugiej ręki niż nowych⁴⁹.

Giełdowe wyceny czołowych do niedawna deweloperów – jak Country Garden czy Sunac – spadły o ponad 95% od szczytów, a akcje Evergrande stały się bezwartościowe. Jak wynika z analizy Debtwire z sierpnia 2023 r.⁵⁰, rynkowa wycena obligacji dolarowych wyemitowanych przez spółki z sektora skurczyła się w stosunku do ich wartości nominalnej o blisko 90% – z ok. 155 mld dolarów do niespełna 20 mld dolarów.

⁴⁸ Banki znalazły się między młotem a kowadłem. Z jednej strony władze wymagają od nich wsparcia sektora nieruchomości, a z drugiej – prowadzenia rentownego biznesu. W obliczu rosnącej liczby zagrożonych kredytów, malejących marż, trwającej kampanii antykorupcyjnej oraz krytyki ich „rozrzutnego” trybu życia pracownicy instytucji finansowych wykazują opieszałość w finansowaniu deweloperów, zwłaszcza prywatnych, w przypadku których istniały większe obawy przed bankructwem.

⁴⁹ T. Hale *et al.*, *Chinese homebuyers favour ‘second-hand’ houses as property crisis bites*, Financial Times, 6.05.2024, ft.com.

⁵⁰ J. Wilkins, *China’s property crisis deepens with 87% value wipeout in developers’ dollar bonds*, Business Insider, 1.09.2023, za: finance.yahoo.com.

Wieloletni kryzys na rynku nieruchomości komercyjnych

Kryzys widać również w segmencie nieruchomości komercyjnych. Z danych MSCI Real Assets wynika, że w przypadku ponad 20% transakcji na tym rynku sprzedawca był zmuszony do sprzedaży ze względu na trudną sytuację finansową bądź też zbywany budynek znajdował się pod zarządem komisarycznym⁵¹. Deweloperzy upłyniali aktywa, by pozyskać gotówkę niezbędną do finansowania bieżącej działalności i spłaty zobowiązań, a także odzyskania zaufania wierzycieli.

Symptomatyczna jest sytuacja na rynku biurowym, który mierzy się z recesją zapoczątkowaną jeszcze przed wybuchem kryzysu na rynku mieszkaniowym. We wszystkich większych miastach ChRL ponad 20% powierzchni biurowej pozostaje niewykorzystane, co stanowi najgorszy wynik na świecie. Od 2018 r. spadają kwoty odstępnego, a wyceny biurowców zostały skorygowane o 15–30%⁵². Pomimo to deweloperzy budują kolejne nieruchomości i wprowadzają je na nasycony rynek. Dzieje się to w obliczu spowolnienia gospodarczego, ograniczenia przez władze rozwoju sektora technologii konsumenckich oraz wzrostu popularności pracy zdalnej.

Wciąż spadają inwestycje w sektorze, maleje powierzchnia mieszkań w budowie, zmniejszają się sprzedaż lokali i ich ceny oraz przychody budżetowe z tytułu zbycia praw do użytkowania gruntów (zob. wykresy 10–12). Przedłużający się kryzys hamuje tempo ożywienia gospodarczego po porzuceniu przez władze strategii „zero COVID”. Według oficjalnych danych PKB Chin w 2023 r. wzrósł tylko o 5,2%⁵³, mimo że punkt odniesienia stanowił okres pandemiczny, gdy aktywność pozostawała ograniczona przez drastyczne obostrzenia⁵⁴.

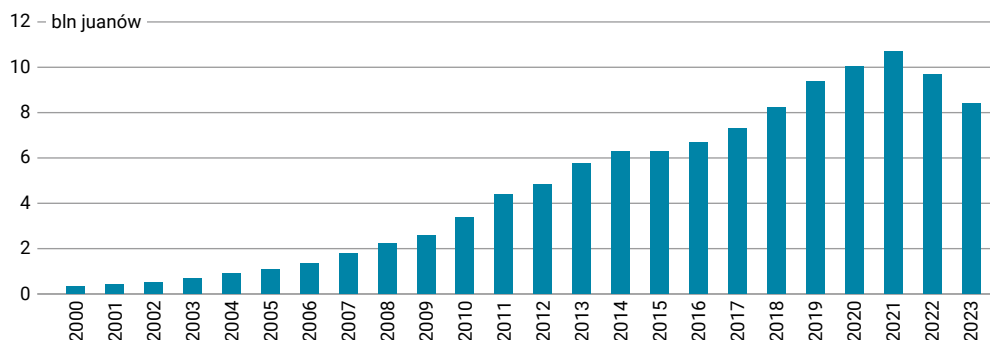
⁵¹ *China's commercial real estate woes spark distressed sales surge*, CIO Bulletin, 14.03.2024, ciobulletin.com.

⁵² N. Wilson, *Chinese office markets look set for a lost decade*, Oxford Economics, 2.05.2024, oxfordeconomics.com.

⁵³ Wiarygodność tych wyliczeń jest wątpliwa, ponieważ wskaźnik PKB stanowi narzędzie propagandy Pekinu. Zob. M. Kalwasiński, *Bezpieczeństwo ważniejsze niż wzrost. Chińska gospodarka na progu 2024 roku*, OSW, 5.03.2024, osw.waw.pl.

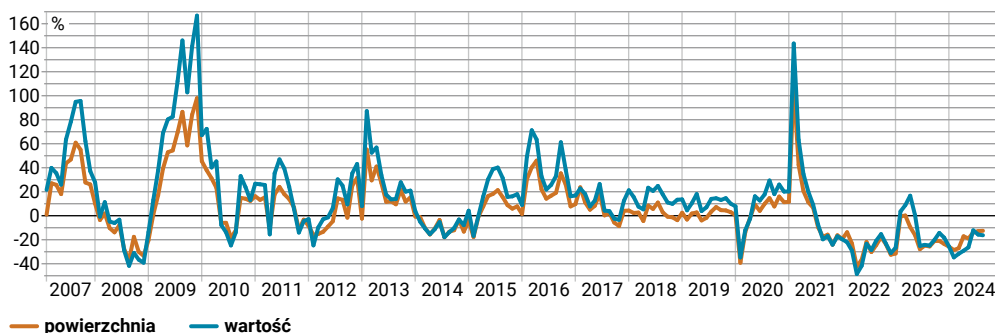
⁵⁴ M. Bogusz, *ChRL po nagłym porzuceniu strategii „zero COVID”*, OSW, 16.01.2023, osw.waw.pl.

Wykres 10. Inwestycje w sektorze mieszkaniowym



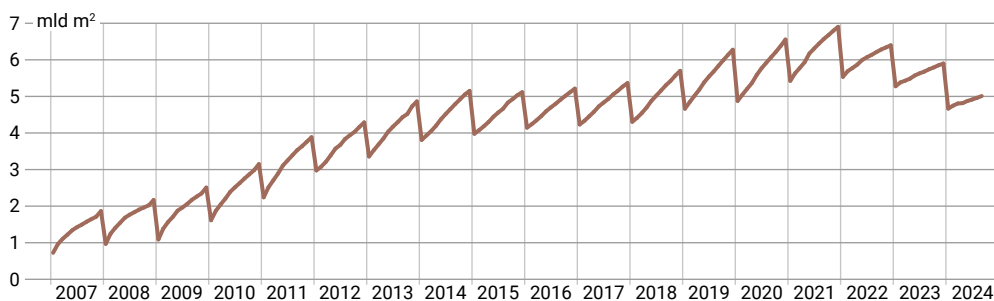
Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

Wykres 11. Roczna dynamika sprzedaży mieszkań



Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

Wykres 12. Powierzchnia mieszkalna w budowie



Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

Wpływ recesji w sektorze na całą gospodarkę ma charakter zarówno bezpośredni – widoczny we wskaźnikach aktywności czy inwestycji (zob. wykres 10), jak i pośredni – przejawiający się pogorszeniem nastrojów ludności. Przed pandemią nieruchomości stanowiły większość majątku rodzin mieszkających w miastach. Ponad 40% z nich było właścicielami co najmniej dwóch mieszkań.

Goldman Sachs szacował wartość całego rynku na ok. 400 bln juanów. Wynosząca 10% obniżka wyceny przekłada się więc na „destrukcję” majątku sięgającą 40 bln juanów.

Według oficjalnych statystyk do końca sierpnia 2024 r. w porównaniu ze szczytem z 2021 r. ceny spadły najmocniej w historii – o ok. 8% na rynku pierwotnym i ok. 14% na rynku wtórnym. Szacunki budzą jednak istotne wątpliwości. Niezależne od władz źródła wskazują na zdecydowanie głębszą korektę, szczególnie w przypadku lokali z drugiej ręki, które nie podlegają tak restrykcyjnej kontroli rządzących jak nowe mieszkania (zob. *Regulowane ceny mieszkań*). Ponadto znaczące są dysproporcje regionalne. Z danych chińskiego pośrednika nieruchomości Centaline Group, na które powołuje się Bloomberg, wynika, że na rynku wtórnym w Shenzhen przecena przekracza 35%, a w Pekinie, Szanghaju i Guangzhou – 25%⁵⁵. W efekcie ceny w stolicy ChRL miały wrócić do poziomu z 2016 r.⁵⁶ Grupa CSLA donosiła o spadkach sięgających 40% w mniejszych ośrodkach⁵⁷. Reuters informował, że w niektórych lokalizacjach cięcia sięgnęły nawet dwóch trzecich⁵⁸, a według „Financial Times” – aż 75%⁵⁹. Wraz z rosnącą akceptacją władz dla procesu dostosowania sytuacji na rynku pierwotnym do głębokiej korekty zachodzącej na rynku wtórnym spadki oficjalnych cen nowych mieszkań powinny przyspieszyć.

Naturalną konsekwencją – znaną w naukach ekonomicznych pod nazwą „efektu majątkowego” – jest ograniczenie wydatków konsumpcyjnych, szczególnie wówczas gdy zakup nieruchomości miał charakter inwestycyjny, a nie użytkowy. Z kolei osoby spłacające kredyt mieszkaniowy również są niezadowolone, ponieważ mają poczucie, że przepłacają za lokal. Spadek cen mógłby mieć przeciwny skutek i wesprzeć konsumpcję, gdyby potencjalni przyszli nabywcy uznali, że nie muszą już tyle oszczędzać na zakup mieszkania, a większą część dochodów mogą przeznaczać na bieżące wydatki. Pomimo przeceny koszt lokalu w największych chińskich miastach pozostaje jednak relatywnie wyższy niż w innych światowych metropoliach (zob. wykres 13). Ponadto obecny kryzys na rynku nieruchomości wpisuje się w szerszą słabość chińskiej

⁵⁵ *China Unleashes Rapid Drop in New-Home Prices With Relaxed Curbs*, Bloomberg News, 20.08.2024, bloomberg.com.

⁵⁶ Niu Mujiangqu, Denise Jia, *Lower Down Payments Boost Beijing's Pre-owned House Sales But Prices Still Fall*, Caixin Global, 3.09.2024, caixinglobal.com.

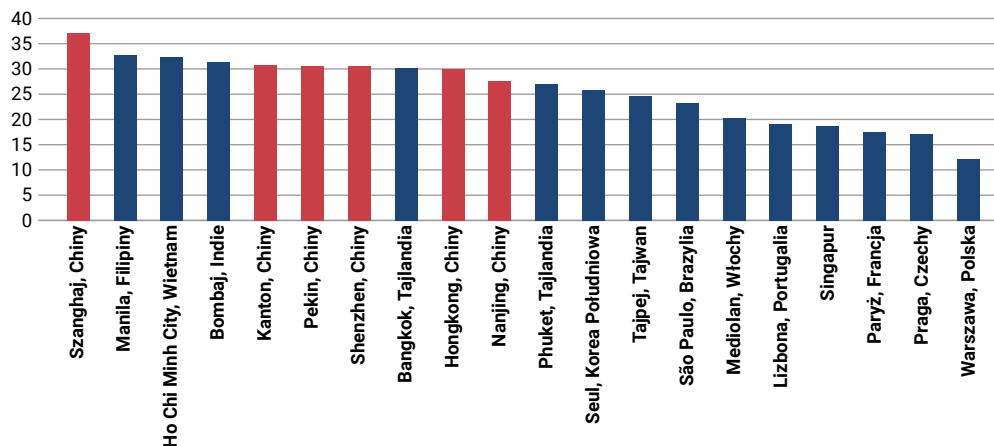
⁵⁷ Wang Xiaoqing, Wang Rui, Denise Jia, *China's Falling House Prices an Expected Adjustment as Economy Develops, Says Analyst*, Caixin Global, 13.09.2024, caixinglobal.com.

⁵⁸ C. Hall, *For many in China, the economy feels like it is in recession*, The Japan Times, 18.01.2024, japan-times.co.jp.

⁵⁹ C. Long, *China's big housing correction is not over*, Financial Times, 26.06.2024, ft.com.

gospodarki i podkopuje wiarę Chińczyków w jej świetlaną przyszłość. W efekcie rośnie pula środków gromadzonych „na czarną godzinę”, m.in. w postaci depozytów bankowych.

Wykres 13. Stosunek ceny mieszkania do dochodów miejscowej ludności w wybranych miastach świata w połowie 2024 roku



Źródło: Numbeo.

Wbrew obawom poważne problemy w sektorze nieruchomości nie doprowadziły jednak do kryzysu finansowego – nie doszło do masowych upadłości banków czy bankructw administracji lokalnych i powiązanych z nimi wehikułów inwestycyjnych. Kontrola władz nad kluczowymi podmiotami gospodarczymi, przede wszystkim instytucjami finansowymi, oraz transgranicznym przepływem kapitału okazuje się wystarczająco skuteczna. Zgodnie z intencją Pekinu udało się również zredukować wpływ sektora na kondycję całej gospodarki. Z szacunków Bloomberg Economics wynika, że udział aktywności prowadzącej do powstania finalnego, kompletnego produktu mieszkaniowego i dostarczenia go do odbiorcy końcowego zredukowano z ok. 24% PKB w latach 2015–2019 do ok. 19% w 2023 r.⁶⁰ Analitycy Banku Finlandii wskazują na nawet głębszy spadek – z ok. 26% PKB w 2021 r. do 16% dwa lata później⁶¹. Trend powinien być kontynuowany w kolejnych latach, ponieważ w okresie od 2021 do 2024 r. liczba rozpoczynanych projektów budowlanych zmniejszyła się o ponad 60% i obecnie jest już niższa niż liczba finalizowanych budów (zob. wykres 9).

⁶⁰ T. Hancock, *China's Tech Sector May Rival Property as Growth Driver, BE Says*, Bloomberg, 25.03.2024, bloomberg.com.

⁶¹ *China's real estate sector continues to sink*, BOFIT Weekly Review 2024/18, The Bank of Finland Institute for Emerging Economies, 3.05.2024, bofit.fi.

III. NIERUCHOMOŚCI „NOWEJ ERY” WEDŁUG XI JINPINGA

Kryzys na rynku nieruchomości jest nieuniknioną konsekwencją decyzji partii komunistycznej o konieczności zmierzenia się z narastającym od lat problemem. Hamując spadki cen oraz stopniowo luzując politykę mieszkaniową, władze nie dopuściły do gwałtownej korekty, lecz ugruntowały płytsze, ale długotrwałe dostosowanie. W ten sposób zapobiegły realizacji czarnego scenariusza, czyli możliwej destabilizacji państwa, lecz zarazem naraziły chińską gospodarkę na przewlekłą słabość. Wydaje się, że rządzący przeliczyli się jednak, wierząc, że będą w stanie kontrolować przebieg procesu i – w razie potrzeby – szybko uporać się z kryzysem.

W ciągu ostatnich trzech lat władze wprowadziły liczne rozwiązania mające na celu złagodzenie zapaści. Nie oznacza to absolutnie, że Xi Jinping zmienił stanowisko w sprawie roli sektora, a Pekin wycofał się z prób reformy modelu gospodarczego skoncentrowanego wokół spekulacji na nieruchomościach, ale świadczy o rosnącym niepokoju. Mimo to korekty nadal nie udało się zatrzymać.

Partyjne władze szukają rozwiązania, które ustabilizuje sytuację, ale nie zagrozi realizacji innych celów stawianych przez Xi Jinpinga, a w optymalnym scenariuszu – nawet je wesprze. Należy się spodziewać przebudowy rynku nieruchomości na kształt zgodny z wizją obecnego przywódcy ChRL. Złota era, gdy zakup mieszkania był bezpieczną inwestycją gwarantującą pokaźny zysk, dobiegła końca. Pekin jest przekonany, że zredukowany i kontrolowany przez państwo sektor zdoła zaspokoić potrzeby mieszkaniowe Chińczyków.

Im dłużej trwa kryzys, tym trudniej go przezwyciężyć bez wdrożenia zdecydowanych reform. Centralizacja władzy pod przywództwem Xi Jinpinga oraz jego bezpośrednie wsparcie dla inicjatyw ograniczających spekulację na rynku nieruchomości zawęziły pole do wykonania politycznej woltę, choć – jak pokażało niespodziewane porzucenie strategii „zero COVID” – jej nie wykluczyły.

Optymalnym sposobem na spuszczenie powietrza ze spekulacyjnej bańki byłyaby kilkuletnia stabilizacja cen mieszkań w okresie wzrostu dochodów. Doniesienia medialne wskazują, że w ostatnim czasie – wbrew oficjalnym informacjom – zarobki w miastach nie rosną już tak szybko jak przed kilkoma laty, a nawet spadają⁶². Inne rozwiązanie bardziej trwale stabilizujące

⁶² T. Hancock, *More of China's White-Collar Workers Say Wages Are Falling*, Bloomberg, 30.01.2024, bloomberg.com.

sytuację to zachęcanie ludności do osiedlania się w mniejszych ośrodkach⁶³, które odpowiadają za 80% rynku pierwotnego w Chinach. Dzięki potężnym inwestycjom infrastrukturalnym w ostatnich latach już dziś są one połączone z metropoliami gęstą siecią komunikacyjną. Kolejnym krokiem powinno być zagwarantowanie mieszkańcom średniej wielkości miast usług publicznych na wyższym poziomie, co skutkowałoby ograniczeniem presji popytowej w głównych ośrodkach i wzrostem zainteresowania lokalami w pozostałych. To rozwiązanie wymaga jednak niebagatelnych nakładów finansowych, co wydaje się niezgodne z wizją silnej i niezależnej ChRL Xi Jinpinga, w której gros zasobów należy poświęcić nie na wydatki socjalne, lecz na wzmacnianie bezpieczeństwa ekonomicznego państwa oraz redukcję zależności od zagranicy.

1. Państwo posuwa się naprzód

Dokonując zmiany priorytetów, chińskie władze postanowiły zwiększyć rolę państwa w sektorze nieruchomości, który do 2021 r. pozostawał zdominowany przez firmy prywatne – powiązane z partią na różnych poziomach, ale niebędące pod kontrolą państwa (zob. *Sektor prywatny się cofa*). Rządzący deklarują, że zapewnią dokończenie rozpoczętych projektów, które opłacili nabywcy w ramach przedsprzedaży. Ponadto planują rozszerzenie programów budowy tanich mieszkań komunalnych i wymiany starych lokali na nowe oraz intensyfikację prac nad renowacją slumsów⁶⁴. Polityka mieszkaniowa ma być dostosowana do lokalnych uwarunkowań. Władze ponad dwudziestu miast rozpoczęły również proces skupu mieszkań z rynku pierwotnego, aby zredukować nierównowagę między podażą a popytem i wesprzeć finansowo deweloperów⁶⁵.

Sektor prywatny się cofa

W 2021 r. największym deweloperem w Chinach pod względem sprzedanej powierzchni mieszkaniowej była spółka Country Garden, a drugie miejsce zajmowała Evergrande Group. W kolejnym roku niewypłacalna

⁶³ Już dziś, w obliczu spadającej populacji i odpływu ludności do dużych miast, władze mniejszych ośrodków konkurują o pracowników – nie tylko tych dobrze wykształconych, lecz także o „niebieskie kołnierzyki”.

⁶⁴ Programy renowacji slumsów, określane mianem 棚户区改造 (*shanty-town renovation*), polegają na burzeniu starych domostw i budowie nowych. Dotychczasowi mieszkańcy otrzymują lokale o wyższym standardzie bądź rekompensatę pieniężną, którą mogą przeznaczyć na zakup nowego lokum lub inne cele. Realizacja programów przyczyniła się w ostatniej dekadzie do pobudzenia aktywności w sektorze i wzrostu cen mieszkań.

⁶⁵ *China's Unworkable Housing Rescue Math Is Prolonging Crisis*, Bloomberg News, 11.09.2024, bloomberg.com.

firma opuściła ranking, a dotychczasowy lider utrzymał pozycję. W 2023 r. wypadł zaś poza czołową piątkę, w której skład wchodzi obecnie wyłącznie firmy kontrolowane przez władze. W okresie od połowy 2021 do połowy 2023 r. sprzedaż domów przez największe państwowe przedsiębiorstwa zmniejszyła się o 25%, natomiast w czołowych prywatnych firmach spadek ten wyniósł aż 90%⁶⁶.

Perspektywy prywatnych deweloperów rysują się w ciemnych barwach. Większość dużych podmiotów po latach intensywnej ekspansji przy użyciu ogromnej dźwigni finansowej jest obecnie niewypłacalna i ma problemy z utrzymaniem płynności, ponieważ władze zdecydowały się oczyścić rynek. Mimo apeli Pekinu o równe traktowanie firm państwowych i prywatnych, te drugie postrzegają się jako mniej wiarygodne, więc inwestorzy ograniczają ich finansowanie.

Należy się spodziewać, że kolejni prywatni deweloperzy będą zamykać albo przynajmniej redukować działalność bądź zmieniać jej profil, przekształcając spółki np. w firmy budowlane czy świadczące usługi zarządzania nieruchomościami. Państwo może ratować podmioty o zdrowszych podstawach, ale kosztem przejęcia większej kontroli nad ich funkcjonowaniem od dotychczasowych właścicieli.

Krótkoterminowym efektem przyjętej strategii jest oczyszczenie branży deweloperskiej z „chorych” firm i zatrzymanie efektu domina, za sprawą którego problemy sektora rozlałyby się na instytucje finansowe i finanse publiczne. W dłuższej perspektywie realnym scenariuszem wydaje się zwiększenie udziału państwa na rynku podzielonym na dwie części: publiczną i komercyjną. Podstawowe potrzeby mieszkaniowe ludności byłyby zaspokajane przez przystępne cenowo lokale zapewniane przez władze, podczas gdy rynek odpowiadałby na zapotrzebowanie na apartamenty o wyższym standardzie. Handel mieszkaniami socjalnymi zostałby ograniczony, natomiast pole do spekulacji nieruchomościami – pozostawione segmentowi komercyjnemu.

⁶⁶ *China's state is eating the private property market*, The Economist, 11.04.2024, economist.com.

Ile jeszcze mieszkań potrzebują Chińczycy?

Popyt fundamentalny na mieszkania powinien w najbliższych latach stopniowo spadać – wraz z malejącą populacją ChRL, zakończeniem fazy gwałtownej urbanizacji oraz ograniczeniem zasobu mieszkaniowego wymagającego wymiany. Procesy urbanizacji i zastępowania starych lokali nowymi wraz z redukcją liczebności przeciętnego gospodarstwa domowego⁶⁷ mają jednak zdaniem analityków podtrzymywać zapotrzebowanie na poziomie przynajmniej kilkuset milionów metrów kwadratowych rocznie. Skala zjawiska będzie zapewne zróżnicowana regionalnie – popyt na nowe nieruchomości w północno-wschodniej części kraju powinien maleć, w przeciwieństwie do metropolii na zachodzie i południu. Zasadniczą kwestią jest, jaką część tego popytu zaspokoją istniejące lokale, znajdujące się w rękach deweloperów i osób prywatnych. Goldman Sachs szacuje, że w Chinach jest od 90 mln do 100 mln mieszkań, które zakupiono jako lokaty kapitału i nigdy nie były zamieszkane⁶⁸.

Niezbędny do ustabilizowania sytuacji na rynku pozostaje popyt inwestycyjny. Chińczycy nadal są zmuszeni gromadzić istotne oszczędności, a nie mają atrakcyjnej alternatywy dla ich lokowania w mieszkania. Klucz do odbudowy popytu stanowi przekonanie ludności, że ceny nieruchomości przestały spadać, a koniunktura i perspektywy całej gospodarki poprawiły się. Tymczasem w sierpniu 2024 r. odsetek osób deklarujących oczekiwanie na dalsze obniżki wzrósł do najwyższego od lat poziomu blisko 40%, pięciokrotnie przewyższając odsetek ankietowanych uważających, że ceny wzrosną. Według ankiety UBS rekordowe 47% respondentów nie planuje obecnie zakupu mieszkania.

Koncepcja wpisuje się w szerszą politykę zwiększania kontroli nad gospodarką⁶⁹ przez partię pod przywództwem Xi Jinpinga w ramach walki

⁶⁷ W 1989 r. urbanizacja w Japonii wynosiła blisko 80%, w dzisiejszej ChRL jest to ok. 65%. Średnia liczba osób w chińskim gospodarstwie domowym nadal przewyższa wartości notowane w Japonii i Korei Południowej, będących na porównywalnym etapie starzenia się społeczeństwa. Prognozy wskazują, że w kolejnej dekadzie liczebność przeciętnego gospodarstwa domowego w Chinach będzie maleć, co zrekompensuje negatywny wpływ spadku populacji na popyt na mieszkania.

⁶⁸ B. Hurl, *China's Bold Move To Rescue Its Housing Market: Will It Work?*, Global Financial Market Review, 29.05.2024, gfmreview.com.

⁶⁹ Inne przykłady obejmują m.in. zacieśnienie kontroli nad spółkami z sektora technologii konsumentkich, w tym fintechów, gier czy edukacji online, a także przekierowanie większej puli środków na wsparcie rozwoju branż uznanych przez władze za strategiczne, np. produkcji półprzewodników, energetyki odnawialnej czy aut elektrycznych.

z „nieuporządkowaną ekspansją kapitału”⁷⁰ oraz podporządkowywania przez Pekin lokalnych grup interesu, które przez lata czerpały zyski z ekspansji sektora nieruchomości. Zwiększenie dostępności tanich mieszkań koresponduje również z nieco zapomnianym sloganem „wspólnego dobrobytu”⁷¹ i wpisuje się w powolny proces dążenia przez państwo do zaspokojenia podstawowych potrzeb ludności. Inicjatywy skoncentrowane na zapewnieniu przystępnych cenowo mieszkań mogą przyczynić się do poprawy standardu życia uboższych i wesprzeć konsumpcję, choć budzą niezadowolenie tych, którzy zainwestowali pokaźne środki w zakup lokum.

Obecnie przeszkodą dla wdrożenia tego rozwiązania są napięte budżety władz lokalnych, które w przeszłości pokrywały lwia część wydatków związanych z subsydiowanymi mieszkaniami na wynajem. Finansowanie mogłoby zostać jednak pozyskane poprzez emisję specjalnych, długoterminowych obligacji skarbowych lub poszerzenie programów pomocowych banku centralnego. Na razie Pekin pozostaje ostrożny i koncentruje się na innych priorytetach, więc nie chce brać na swoje barki dodatkowych, sporych zobowiązań. Miejscowi urzędnicy i lokalne firmy państwowe nie kwapią się natomiast do skorzystania ze wsparcia Ludowego Banku Chin, ponieważ musieliby dopłacać do inwestycji mimo dogodnych warunków finansowych pożyczki. Z szacunków Bloomberg’a wynika, że w połowie 2024 r. wykorzystano raptem 8% z dostępnych 580 mld juanów w jego ramach⁷². W związku z tym należy się spodziewać narastania konfliktu między władzami centralnymi a regionalnymi o to, kto ma pokryć wysokie koszty restrukturyzacji sektora. Lokalni politycy są również świadomi, że kwestia nieruchomości nie znajduje się obecnie w centrum uwagi Pekinu, który koncentruje się na modernizacji gospodarki. W związku z tym zaangażowanie w rozwiązanie tego problemu może nie tylko nie przynieść im istotnych korzyści zawodowych, lecz także narazić ich na konsekwencje za błędne decyzje i wzrost zadłużenia.

Analitycy Międzynarodowego Funduszu Walutowego szacują, że finalizacja rozpoczętych projektów budowlanych będzie kosztowała ok. 5% PKB ChRL, czyli ok. 6 bln juanów⁷³. Według ekspertów banku Nomura opóźniona jest budowa 20 mln opłaconych przez nabywców mieszkań, a deweloperom brakuje

⁷⁰ 解读中央经济工作会议精神：防止资本无序扩张，27.12.2020, gov.cn.

⁷¹ M. Bogusz, *Chiny po XX Zjeździe KPCh: nowy etap rewolucji Xi Jinpinga*, „Komentarze OSW”, nr 475, 7.11.2022, osw.waw.pl.

⁷² *China May Let Local Governments Sell Bonds to Buy Homes*, Bloomberg News, 20.08.2024, bloomberg.com.

⁷³ Analitycy MFW przyznają, że z powodu znaczących luk w danych określenie skali kosztów jest nieprecyzyjne. Ich szacunki wynoszą od około dwóch do kilkunastu bilionów juanów.

3,2 bln juanów na ich dokończenie⁷⁴. Z kolei analityk UBS twierdzi, że problem dotyczy 7 mln lokali, a niedobór środków wynosi 2 bln juanów⁷⁵. Z oficjalnych danych wynika, że od początku 2018 r. deweloperzy sprzedali blisko 30 mln więcej mieszkań, niż oddali do użytku.

Potężnych nakładów wymaga również koncepcja skupu przez państwo mieszkań bezpośrednio od deweloperów, którzy nie są w stanie ich sprzedać z powodu spadku popytu. Z oficjalnych danych wynika, że powierzchnia oferowanych na rynku pierwotnym lokali wynosi blisko 400 mln m², czyli tyle, ile łączna powierzchnia mieszkalna w blisko 70 największych miastach Polski. Ekonomiści J.P. Morgan oceniają, że w przypadku uwzględnienia obiektów w budowie pula niesprzedanych mieszkań sięgnie blisko 2 mld m². Jeszcze wyższe szacunki podają analitycy ANZ⁷⁶ – wskazują oni na prawie 3 mld m². Eksperti z Bloomberg Economics twierdzą zaś, że należy mówić o ok. 60 mln lokali. Ekonomiści Goldman Sachs, Tianfeng Securities i GROW Investment Group szacują koszt operacji na 7–8 bln juanów⁷⁷, natomiast proste przemnożenie niesprzedanej powierzchni i średniej ceny na rynku pierwotnym daje kwotę ok. 4 bln juanów. Bloomberg ocenia, że bez wsparcia rządu redukcja różnicy między podażą a popytem na rynku pierwotnym zajmie co najmniej cztery lata⁷⁸.

Recepty Międzynarodowego Funduszu Walutowego na kryzys na chińskim rynku nieruchomości

MFW prowadzi doroczne konsultacje dwustronne z państwami członkowskimi, w ramach których przygotowuje opracowania analityczne i rekomendacje dla polityki gospodarczej. W 2023 r. eksperci tej organizacji przedstawili następujące zalecenia dotyczące sektora nieruchomości ChRL:

- większa elastyczność cen w oparciu o mechanizm rynkowy oraz szybka restrukturyzacja niewypłacalnych deweloperów;

⁷⁴ E. Cheng, *China's unfinished property projects are 20 times the size of Country Garden*, CNBC, 14.11.2023, cnbc.com.

⁷⁵ *UBS Analyst Who Took On Evergrande Now Bullish on China Property*, Bloomberg News, 25.04.2024, bloomberg.com.

⁷⁶ C. Jim, *Explainer: China's latest property market support package – its contents and what's at stake*, Reuters, 24.05.2024, reuters.com.

⁷⁷ *GROW Investment's Hong on China's Economy, Property Market, Stocks*, Daybreak Asia, 20.05.2024, bloomberg.com.

⁷⁸ *Beijing Becomes Last Mega China City to Ease Housing Rules*, Bloomberg News, 26.06.2024, bloomberg.com.

- stopniowe wycofywanie zasad pozwalających bankom na nieuznawanie złych pożyczek udzielonych deweloperom;
- wsparcie dla deweloperów o stabilnej sytuacji finansowej oraz zaostreżenie przepisów, aby zapobiegać przyszłym nagromadzeniom ryzyka;
- ubezpieczenie nabywców domów przed ryzykiem niewywiązania się deweloperów z obietnic ukończenia zakupionych mieszkań;
- surowsze zasady dotyczące wykorzystania środków pozyskanych z przedsprzedaży w celu poprawy ochrony prawnej nabywców;
- wprowadzenie ogólnokrajowego podatku od nieruchomości oraz wzmocnienie systemu emerytalnego lub innych opcji oszczędzania;
- reformy fiskalne mające na celu redukcję strukturalnej rozbieżności między dochodami a zobowiązaniami wydatkowymi władz lokalnych;
- dopasowanie polityki mieszkaniowej do uwarunkowań lokalnych: korzystanie z dostępnego zasobu lokali tam, gdzie pokrywa on potrzeby mieszkaniowe, oraz rekompensaty finansowe dla nabywców – zamiast finalizowania projektów w obszarach z nadwyżką nieruchomości.

Implementacja zaleceń MFW przyspieszyłaby przezwyciężenie kryzysu, jednak nie pasują one do chińskiej specyfiki. Liberalizacja cen zdestabilizowałaby rynek i wywołałaby falę niezadowolenia bardzo licznej grupy właścicieli-inwestorów. Ignorowanie złych kredytów to fundament chińskiego systemu bankowego, umożliwiający funkcjonowanie sektora pomimo ryzykownego wzrostu skali działalności w ostatnich dekadach. Zaksięgowanie aktywów zgodnie ze stanem faktycznym mogłoby spowodować kryzys bankowy. W ChRL przepisy stosuje się arbitralnie, więc samo uchwalenie regulacji nie wystarczy do odbudowy zaufania. Wprowadzenie podatku od nieruchomości napotkałoby opór populacji, która od lat inwestuje w lokale. Ponadto sporządzenie ewidencji właścicieli mieszkań wyeksponowałoby rozmiary korupcji w szeregach partii. Reforma fiskalna ograniczyłaby też przewagę władzy centralnej nad administracjami lokalnymi. Jest mało prawdopodobne, aby Pekin dobrowolnie zrezygnował z tego mechanizmu kontroli.

W 2024 r. analitycy MFW zasugerowali chińskim władzom, by sfinansowały zakup i dokończenie mieszkań opłaconych przez nabywców lub zwróciły im poniesione wydatki. Koszt czteroletniej operacji oszacowali na ok. 5,5% PKB, czyli ok. 7 bln juanów. Pekin propozycję odrzucił.

Źródło: *People's Republic of China: Selected Issues*, IMF Country Report No. 24/50, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, luty 2021.

2. Kryzysowe domino w żelaznej pięści Partii

Dopóki zawirowania pogłębiają jedynie – akceptowalne dla władz – strukturalne spowolnienie gospodarki ChRL i nie skutkują jej gwałtowną destabilizacją, wygaszenie kryzysu na rynku nieruchomości nie jest kwestią nagłą dla kierownictwa KPCh. Jak dotąd Pekin nie dopuścił, by sytuacja stała się zarzewiem kryzysu w sektorze finansowym. Władze – poprzez struktury partyjne i państwowe – kontrolują kluczowe instytucje finansowe i utrzymują ograniczenia w transgranicznych przepływach kapitału. Mogą wprost nakazać państwowym bankom transfer środków do wybranego podmiotu czy wymusić restrukturyzację jego zadłużenia. Ludowy Bank Chin w razie potrzeby zapewni finansowanie takich operacji. Z kolei „komercyjne” instytucje finansowe w swych decyzjach biznesowych muszą się kierować nie tylko kalkulacją ekonomiczną, lecz przede wszystkim określonym przez partię interesem narodowym. Należy założyć, że Pekin nadal będzie podejmował niezbędne działania, by kryzys na rynku nieruchomości nie zagroził stabilności finansowej państwa⁷⁹.

Dotychczasowe sukcesy w tym obszarze nie gwarantują jednak podobnych osiągnięć w przyszłości. Jeżeli sytuacja wciąż będzie się rozwijała w dotychczasowym kierunku, coraz większym wyzwaniem będzie ograniczanie jej negatywnego wpływu na resztę gospodarki. We wrześniu 2024 r. Pekin zapowiedział dokapitalizowanie sześciu największych banków. Media donosiły, że operacja może opiewać na kwotę biliona juanów⁸⁰. Najmocniej narażone na poważne perturbacje są jednak małe i średnie instytucje finansowe oraz władze niektórych regionów i powiązane z nimi podmioty. W przypadku dużych banków krajowych czy głównych deweloperów rządzący mają większy dostęp do informacji i możliwości reagowania na kryzysy. Sektory finansowe na szczęblu

⁷⁹ Ugruntowaniu stabilności systemu sprzyjałoby m.in. ograniczenie przedsprzedaży mieszkań, ponieważ wspiera ona postawy spekulacyjne wśród nabywców i sprzedawców.

⁸⁰ *China Weighs \$142 Billion Capital Injection Into Top Banks*, Bloomberg News, 26.09.2024, bloomberg.com.

lokalnym – miejskim, prowincjonalnym – podlegają jednak mniejszemu nadzorowi, do czego przyczynia się dynamika polityczna i niechęć władz lokalnych do przekazywania pełni danych Pekinowi.

Małe i średnie banki zapewniają finansowanie firmom prywatnym, w tym małym i mikroprzedsiębiorstwom, które mają trudności z pozyskaniem środków w dużych, państwowych instytucjach, preferujących kredytobiorców państwowych. Borykają się jednak z szeregiem wyzwań, w tym niską rentownością i obciążeniem bilansów zagrożonymi aktywami⁸¹, a także z nieprzejrzystymi strukturami akcjonariatu, nieadekwatnymi bazami kapitałowymi oraz uzależnieniem od krótkoterminowego finansowania pozyskiwanego na rynku międzybankowym i depozytów dystrybuowanych poprzez platformy internetowe, co sprawia, że są podatne na kryzysy płynnościowe. Słabe zarządzanie ryzykiem, korupcja oraz brak nadzoru skutkują wysoką ekspozycją na kredytobiorców indywidualnych oraz geograficzną koncentracją ryzyka. Niektóre banki są wykorzystywane przez lokalne grupy interesu jako „maszyny do drukowania pieniędzy”.

Małe i średnie chińskie banki

W skład chińskiego sektora bankowego wchodzi niemal 4 tys. podmiotów, których łączne aktywa bilansowe opiewają na ponad 400 bln juanów – najwięcej na świecie w ujęciu nominalnym, kwota ta odpowiada przeszło trzykrotności PKB ChRL. Na koniec czerwca 2023 r. bank centralny zaklasyfikował 3968 instytucji jako małe i średnie banki⁸², a ponad 330 z nich – o łącznych aktywach stanowiących niespełna 2% sektora – jako instytucje wysokiego ryzyka.

Małe banki nierzadko padają ofiarą runów (gwałtownego, masowego wypłacania depozytów przez klientów), będących skutkiem utraty zaufania deponentów. Ostatnie głośne przypadki tego zjawiska miały miejsce w kwietniu 2022 r. w Henanie, gdzie cztery instytucje wstrzymały wypłaty środków zgromadzonych na kontach, co wywołało masowe protesty klientów. Demonstracje zostały brutalnie rozbite, m.in. przez osoby nieumundurowane, a władze miały użyć

⁸¹ Wskaźnik kredytów zagrożonych w chińskich bankach nie osiągnął alarmujących poziomów, jednak rzeczywista jakość portfela kredytowego pozostaje nieznana, gdyż codzienną praktyką jest przedłużanie terminów spłaty długu czy udostępnianie finansowania na spłatę starych zobowiązań.

⁸² Banki te są niewielkie w porównaniu z państwowymi gigantami, ale relatywnie duże z perspektywy międzynarodowej. Największy z nich ma większe aktywa niż PKO BP, czołowy bank w Polsce.

aplikacji do ustalania obowiązku kwarantanny COVID-19, aby zatrzymać manifestantów w domach.

Wiele małych i średnich banków ma silną ekspozycję na rynek nieruchomości, ponieważ przez lata były one wykorzystywane przez lokalne grupy interesu do finansowania ekspansji inwestycyjnej. Tymczasem jeszcze przed pandemią COVID-19 podmioty te borykały się z dostępem do stabilnych źródeł finansowania, co doprowadziło część z nich na skraj niewypłacalności. W obliczu przedłużającego się kryzysu mieszkaniowego, relatywnie wolnego nominalnego tempa wzrostu gospodarczego i niskich stóp procentowych proces konsolidacji sektora bankowego powinien przyspieszyć.

Jeżeli chińskie władze nadal będą w stanie zapobiegać wybuchowi zawirowań w sektorze finansowym bez gwałtownego luzowania polityki pieniężnej, wpływ samego kryzysu nieruchomościowego na gospodarkę światową pozostanie ograniczony. Spadek popytu odczują eksporterzy surowców, choć do niedawna zmniejszenie zapotrzebowania sektora mieszkaniowego na stal czy miedź było rekompensowane przez rozbudowę infrastruktury, inwestycje w zwiększanie mocy produkcyjnej przemysłu czy gromadzenie zapasów. Związane z sytuacją na rynku nieruchomości pogorszenie nastrojów ludności prowadzi do rezygnacji z zakupów droższych zagranicznych produktów na rzecz tańszych, krajowych. Zagraniczne firmy muszą się również liczyć ze zwiększoną presją ze strony chińskich konkurentów, którzy w obliczu zredukowanego popytu w ChRL na ich produkty, np. metale, meble czy sprzęt budowlany, zintensyfikują próby ekspansji zagranicznej.

Rozwój sytuacji może również rzutować na rynki finansowe. W 2021 r. lęk przed konsekwencjami bankructwa Evergrande Group spowodował gwałtowne spadki na światowych giełdach. W kolejnych latach doniesienia o problemach deweloperów i inicjatywach władz wpływały głównie na wyceny chińskich aktywów. Ewentualny powrót niepewności związanej z rozprzestrzenieniem się kryzysu może wywołać wzrost awersji inwestorów do ryzyka i odpływ kapitału do tzw. bezpiecznych przystani⁸³. Bez ożywienia na rynku nieruchomości będzie trudno o przyspieszenie gospodarcze w Chinach. W efekcie rośnie prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych na niskich poziomach.

⁸³ Mianem „bezpiecznych przystani” określa się aktywa uznawane za inwestycje o niskim ryzyku, takie jak złoto, obligacje skarbowe czy główne waluty. Przyciągają one inwestorów poszukujących ochrony kapitału w okresach podwyższonej niepewności i niestabilności na rynkach finansowych.

Przekłada się to na wzrost cen chińskich obligacji oraz sprzyja osłabieniu tamtejszej waluty, co dodatkowo wzmacnia konkurencyjność eksportu z ChRL.

3. Tykające bomby na szczelbu lokalnym

O ile sytuacja na poziomie centralnym wygląda na stabilną, o tyle kryzys na rynku nieruchomości ma potencjał, by stać się zarzewiem regionalnych kryzysów finansowych w ChRL. Zmniejszenie wpływów z tytułu sprzedaży praw do użytkowania gruntów oraz spadek wyceny aktywów będących zabezpieczeniem zobowiązań finansowych pogłębiają dziurę w publicznych kasach na szczelbu lokalnym. Już teraz w kilkunastu prowincjach koszty obsługi długu są wyższe od dochodów budżetowych⁸⁴. Jeszcze poważniejszy problem stanowi ogromne zadłużenie *local government financing vehicles* (LGFV), które jako podmioty kontrolowane przez miejscowe władze służą pozyskiwaniu finansowania oraz realizacji projektów infrastrukturalnych i innych inwestycji publicznych. Dzięki temu LGFV zapewniają miejscowym politykom narzędzie do stymulowania gospodarki i oferują im częściową niezależność od władz centralnych.

Pierwsze LGFV utworzono w latach 90., aby obejść przepisy zakazujące władzom lokalnym zaciągania długu bez zgody Pekinu. Obecnie w Chinach funkcjonuje ok. 12 tys. takich jednostek. Raportowaną wielkość ich aktywów i zobowiązań szacuje się na 120% i 75% PKB ChRL. LGFV pozostają zależne od zaciągania nowego długu, niezbędnego do zapewnienia ciągłości działalności operacyjnej oraz finansowania projektów, co stawia pod znakiem zapytania długoterminową stabilność ich modelu finansowego. Przepływy pieniężne generowane przez LGFV nie są wystarczające, aby pokryć bieżące wydatki operacyjne, a średni koszt kapitału znacznie przewyższa ich zwrot z aktywów.

Z konserwatywnych szacunków MFW wynika, że dług oprocentowany tych firm przekracza 60 bln juanów, czyli blisko 50% PKB ChRL⁸⁵. Ekonomiści spierają się, jaka część tej kwoty jest w rzeczywistości ukrytym⁸⁶ długiem publicznym. Bez znacznej pomocy z centrali władze regionalne mogą zostać zmuszone do zaakceptowania niewypłacalności niektórych LGFV. Niosłoby to wiele poważnych skutków: zachwiałoby zaufaniem do rządzących, pozbawiło władze lokalne istotnego komponentu częściowej niezależności od Pekinu,

⁸⁴ V. Shih, J. Elkobi, *Local Government Debt Dynamics in China*, UC San Diego, 27.11.2023, china.ucsd.edu.

⁸⁵ Wyliczenia te dotyczą tylko niespełna 3 tys. LGFV, które wyemitowały obligacje. Uwzględniające pozostałe 9 tys. firm szacunki mówią o ok. 75 bln juanów, czyli 60% PKB.

⁸⁶ Znajdującym się formalnie poza bilansem sektora publicznego, ale faktycznie gwarantowanym przez państwo.

utrudniło im pozyskiwanie finansowania w przyszłości, ograniczyło pole do stymulacji gospodarki i zakres usług publicznych, pogłębiło różnice regionalne oraz naraziło na spore straty finansowe państwowe banki, firmy i gospodarstwa domowe.

W obliczu spadku dochodów budżetowych z tytułu podatków i sprzedaży praw do użytkowania gruntów (wynikającego ze spowolnienia nominalnego wzrostu gospodarczego) władze lokalne mogą zostać zmuszone do ograniczenia wsparcia finansowego dla niektórych LGFV, co może doprowadzić do ich bankructw. W konsekwencji zagrożone są również banki regionalne, w których kredyty dla LGFV stanowią blisko jedną trzecią aktywów. Pekin sygnalizuje, że wsparcie w formie dokapitalizowania lub specjalnego finansowania przez bank centralny będzie dostępne tylko dla kluczowych instytucji, podczas gdy za rozwiązanie problemów lokalnych odpowiadają miejscowe władze.

W razie urzeczywistnienia się tego scenariusza koszty upadłości LGFV zostaną zapewne uspołecznione: straty poniosą inwestorzy, np. nabywcy obligacji, kontrahenci, którzy nie otrzymają należności, oraz instytucje finansowe zmuszone do akceptacji warunków restrukturyzacji długu LGFV. Z kolei obywatele ucierpią na skutek cięć w wydatkach publicznych czy podwyżek podatków i opłat, koniecznych z powodu trudnej sytuacji finansowej władz lokalnych. Pogorszenie nastrojów społecznych dodatkowo pogłębi się wskutek spowolnienia gospodarczego.

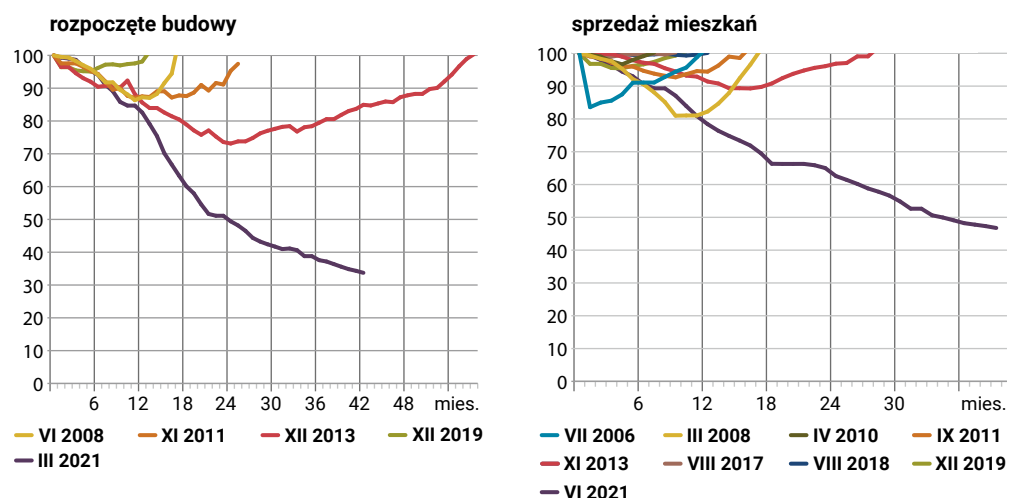
W obliczu potencjalnej niewypłacalności LGFV mogą podjąć próbę upłynnienia aktywów w celu pozyskania środków na spłatę zobowiązań, co powinno wywierać presję na dalszą przecenę gruntów będących podstawowym zabezpieczeniem kredytów bankowych. Brak pomocy Pekinu dla powiązanych z państwem podmiotów doprowadzi do systemowych zaburzeń finansowych oraz pogłębienia awersji do ryzyka na rynkach krajowych. W efekcie wzrośnie ryzyko wystąpienia kolejnych kryzysów płynnościowych, potęgujących negatywne skutki dla całej gospodarki chińskiej, a w konsekwencji – poprzez handel i przepływy kapitału oraz wpływ na nastroje inwestorów – również światowej.

4. Nie ma alternatywy? Jest nowy model

Decyzja o przerwaniu gwałtownej ekspansji chińskich deweloperów doprowadziła do najgłębszego i najdłuższego kryzysu na tamtejszym rynku nieruchomości od momentu jego powstania w latach 90. W nadchodzących miesiącach sytuacja w sektorze powinna się powoli stabilizować, ale okres jego świetności

definitywnie się zakończył – zostanie on zredukowany do wyraźnie mniejszych rozmiarów niż przed 2022 r., ale pozostanie istotnym elementem struktury ekonomicznej ChRL.

Wykres 14. Rozpoczęte budowy oraz sprzedaż mieszkań w porównaniu z cyklicznym szczytem



Wartości na osi pionowej ilustrują zmianę wobec poziomu 100 punktów w miesiącach startowych, od których nazwano poszczególne linie. Wartości na osi poziomej wskazują upływ czasu w miesiącach. Podstawę wyliczeń stanowią roczne sumy kroczące.

Przykład: W okresie od lipca 2007 do czerwca 2008 r. w Chinach rozpoczęto budowę mieszkań o łącznej powierzchni 850 mln m². Poziom ten określono indeksem o wartości 100. 11 miesięcy później wielkość ta spadła do 733 mln m², czyli o ok. 14%. Indeks wyniósł więc wówczas ok. 86 punktów. Następnie znów zaczęła rosnąć i po upływie 17 miesięcy od spadków zapoczątkowanych w lipcu 2008 r. skala rozpoczynanych inwestycji ponownie przekroczyła poziom z czerwca 2008 r.

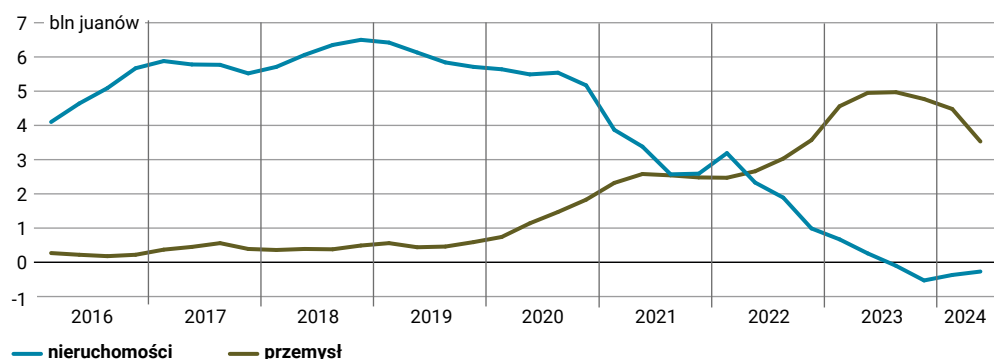
Źródło: Urząd Statystyczny ChRL.

Trwałe zastąpienie wielowymiarowej roli sektora nieruchomości stanowi niebagatelne wyzwanie. Zapewne niezbędne okaże się wdrożenie rozwiązania hybrydowego: uruchomienia nowych silników wzrostu, reformy systemu podatkowego i wskazania inwestycyjnej alternatywy dla oszczędzających. Nieuchronnie obniża to trajektorię wzrostu gospodarczego Chin w średnim okresie, ale tworzy przy tym fundament pod bardziej zrównoważony rozwój państwa w przyszłości. Pekin akceptuje taki scenariusz tak długo, jak wstrząsy wtórne wywołane kryzysem mieszkaniowym nie zagrażają dominującej pozycji KPCh.

Dla reszty świata większe znaczenie ma to, w jakim kierunku rozwijają się Chiny, a nie jak szybko rośnie ich PKB. Koniec spekulacyjnego rajy na tamtejszym rynku nieruchomości nie oznacza upadku chińskiej potęgi przemysłowej. Już dziś wyzwanie stanowi adaptacja do nowego modelu gospodarczego ChRL, w którym rola nieruchomości została istotnie zredukowana. Głównymi

priorytetami Pekinu są wzmocnienie bezpieczeństwa narodowego, w tym ekonomicznego, i przygotowania na eskalację konfliktu z USA. Do celów chińskich władz należy zwiększenie odporności na wpływy zewnętrzne poprzez ograniczenie zależności od zagranicy, a także zapewnienie stabilności wewnętrznej, m.in. makroekonomicznej i finansowej oraz społecznej. Wzrost aktywności gospodarczej pozostaje istotny, natomiast jego źródłem mają być inne sektory niż mieszkaniowy. Zadania te są realizowane poprzez znaczące zwiększenie nakładów inwestycyjnych na rozbudowę infrastruktury energetycznej⁸⁷ i telekomunikacyjnej oraz zautomatyzowanej bazy przemysłowej⁸⁸.

Wykres 15. Roczna zmiana zadłużenia z tytułu kredytów bankowych w Chinach w podziale na sektory



Źródło: Ludowy Bank Chin.

Nieuchronnie prowadzi to do pogłębienia przerostu mocy produkcyjnych, substytucji części importu produkcją krajową oraz eksportu nadwyżek towarowych za granicę, a w efekcie – zwiększenia globalnej nierównowagi płatniczej⁸⁹. Chiny już dziś odpowiadają za blisko jedną trzecią światowej produkcji przemysłowej i mają ambicje, by stać się liderem kolejnej rewolucji na tym polu, m.in. w obszarze zaawansowanych technologii, takich jak: zielona energia, robotyka i sztuczna inteligencja, technologia 5G, nowe materiały, chemia czy biomedycyna. Nie rezygnują jednak z wytwarzania mniej zaawansowanych towarów oraz rozwijają możliwości produkcji półprzewodników starszej

⁸⁷ M. Kalwasiński, *Chiny na drodze do „zielonego” bezpieczeństwa energetycznego*, „Komentarze OSW”, nr 605, 7.06.2024, osw.waw.pl.

⁸⁸ W 2022 r. roku sektor przemysłowy został głównym odbiorcą nowo przyznawanych kredytów bankowych i zastąpił sektor nieruchomości (zob. wykres 15). Nie wszystkie środki są jednak przeznaczone na inwestycje – część z nich obsługuje spłatę długów lub jest lokowana jako depozyty. Ponadto wpływ inwestycji w niektórych branżach może być zauważalny dopiero po kilku latach.

⁸⁹ M. Kalwasiński, *Bezpieczeństwo ważniejsze niż wzrost. Chińska gospodarka na prognozie 2024 roku*, op. cit.

generacji⁹⁰ czy szerokokadłubowych samolotów pasażerskich, które wkrótce mogą stać się poważną konkurencją dla europejskich i amerykańskich potentatów. Szczególne miejsce w chińskiej strategii zajmuje „nowe trio” – samochody elektryczne, baterie i panele słoneczne. Szeroka adaptacja nowoczesnych technologii ma – w optyce władz – pozwolić zredukować zależność od zagranicy, zagwarantować ChRL miano globalnego lidera innowacji i uczynić z rozwoju przemysłu nowy motor wzrostu gospodarczego w miejsce sektora nieruchomości⁹¹.

Od momentu przystąpienia ChRL do Światowej Organizacji Handlu chińscy przedsiębiorcy sukcesywnie wypierali konkurencję pochodzącą z innych rynków wschodzących oraz w sektorach o niskiej wartości dodanej w krajach rozwiniętych. Teraz zagrażają większości producentów z gospodarek rozwiniętych i dynamicznie rozbudowują potencjał w branżach uznawanych za przyszłościowe. Napływ tanich, zaawansowanych technologicznie produktów z Chin nie tylko podkopuje konkurencyjność zachodniego przemysłu, lecz także pogłębia uzależnienie od chińskich dostaw oraz stanowi zagrożenie dla bezpieczeństwa narodowego innych państw. Nieuchronnie prowadzi to do eskalacji napięcia w relacjach ChRL z partnerami, przyspieszenia procesu zaostrzania polityki protekcyjnistycznej oraz wzrostu ryzyka wybuchu wojen celnych.

Stanowcza odpowiedź międzynarodowa na reformę modelu rozwojowego ChRL – w postaci nabierających tempa wojen handlowych – może zmusić chińskie władze do rozważenia głębszych zmian, stabilizujących gospodarkę w okresie przygotowań na eskalację konfliktu z USA. Pekin może uciec się do znacznego zwiększenia zadłużenia publicznego – zrewidować stanowisko w sprawie utrzymywania deficytu budżetu centralnego na relatywnie niskim poziomie kosztem wysokiego niedoboru w kasach lokalnych oraz zrezygnować z prób hamowania wzrostu zobowiązań w ramach delewarowania gospodarki. Optymalnym rozwiązaniem byłoby istotne wzmoczenie krajowej konsumpcji, co oficjalnie od lat jest celem władz. Taka reforma wymagałaby jednak przekierowania strumienia środków płynącego aktualnie do przemysłu na rzecz gospodarstw domowych, np. w formie istotnego wzmocnienia sieci zabezpieczeń społecznych. To zaś utrudniłoby realizację głównego celu polityki gospodarczej, czyli budowę konkurencyjnej i samowystarczalnej bazy produkcyjnej, a także osłabiło pozycję partii i powiązanej z nią elity biznesowej, która

⁹⁰ P. Uznańska, *Przerwane oblężenie? Chiński sektor procesorów pod sankcjami USA*, „Komentarze OSW”, nr 614, 23.07.2024, osw.waw.pl.

⁹¹ M. Kalwasiński, *Gospodarka według Xi Jinpinga: technologiczna „ucieczka do przodu”*, op. cit.

utraciłaby kontrolę nad częścią zasobów. Taki ruch jest więc mało prawdopodobny z powodów zarówno finansowych, jak i ideologicznych i zapewne zostanie wykonany jedynie w ostateczności. Xi Jinping sprzeciwia się budowie „państwa dobrobytu” w zachodnim sensie⁹², a ograniczone zasoby woli angażować we wspieranie działań bezpośrednio wzmacniających bezpieczeństwo i modernizację ChRL.

Prace nad tekstem ukończono 30 września 2024 roku.

⁹² *Full Text: Xi Jinping's Speech on Boosting Common Prosperity*, Caixin Global, 19.10.2021, [caixinglobal.com](https://www.caixinglobal.com).