Anatomia chińskiego systemu finansowego i pułapka ekspansji kredytowej w świetle analiz Logana Wrighta



AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje ewolucję chińskiego systemu finansowego po 2008 roku, kiedy to kredyt przestał służyć głównie rozwojowi produktywności, a stał się narzędziem politycznej stabilizacji gospodarki. Autor wskazuje na niebezpieczną dysproporcję między wzrostem aktywów bankowych a realnym wzrostem PKB, co doprowadziło do powstania pułapki zadłużenia. Tekst opisuje mechanizmy bankowości cienia oraz problem domniemanych gwarancji państwowych, które faworyzowały przedsiębiorstwa państwowe i podmioty lokalne kosztem sektora prywatnego. W efekcie system finansowy Chin zmaga się z malejącą krańcową efektywnością inwestycji infrastrukturalnych oraz rosnącym ryzykiem systemowym wynikającym z konieczności stałego refinansowania starych zobowiązań.

The article analyzes the evolution of the Chinese financial system after 2008, when credit stopped serving primarily as a means to develop productivity and became a tool for the political stabilization of the economy. The author points to a dangerous disproportion between the growth of bank assets and real GDP growth, which led to a debt trap. The text describes shadow banking mechanisms and the problem of implicit state guarantees, which favored state-owned enterprises and local entities at the expense of the private sector. As a result, China's financial system struggles with the diminishing marginal efficiency of infrastructure investments and growing systemic risk resulting from the need to constantly refinance old obligations.

Artykuł analizuje ewolucję chińskiego systemu finansowego po 2008 roku, stawiając tezę, że kredyt przestał być narzędziem budowania realnej produktywności, a stał się instrumentem politycznej stabilizacji i maskowania strat. Autor dowodzi, że poprzez rozwój bankowości cienia, mechanizm domniemanych gwarancji państwowych oraz działalność wehikułów LGFV, Chiny stworzyły system strukturalnej zależności od ciągłego refinansowania nieproduktywnych aktywów. W tekście szczegółowo omówiono zjawisko arbitrażu regulacyjnego i hazardu moralnego, które doprowadziły do powstania 'stabilności nominalnej' – sytuacji, w której brak gwałtownych krachów jest okupiony stopniową degradacją sprawności systemu finansowego. Analiza ta rzuca nowe światło na kryzys sektora nieruchomości, ukazując go nie jako odosobniony incydent, lecz jako punkt kulminacyjny wieloletniego procesu akumulacji ryzyk systemowych, gdzie granica między decyzją administracyjną a rynkową wyceną majątku uległa całkowitemu zatarciu.

SŁOWA KLUCZOWE

ekspansja kredytowa | chiński system finansowy | bankowość cienia | shadow banking | arbitraż regulacyjny | miękkie ograniczenie budżetowe | produkty zarządzania majątkiem WMP | channel business | hazard moralny | maturity mismatch | LGFV | stabilność nominalna | degradacja sprawności systemu | pułapka zadłużenia | analiza Logana Wrighta

Kredyt jako narzędzie politycznej stabilizacji gospodarki

Ekspansja kredytowa, bankowość cienia i polityczna ekonomia zadłużenia. Anatomia chińskiego systemu finansowego po 2008 roku

Przekształcenie chińskiego systemu finansowego po światowym kryzysie gospodarczym z 2008 roku to jeden z kluczowych procesów pozwalających zrozumieć współczesne bariery rozwojowe Chińskiej Republiki Ludowej. Jego znaczenie nie sprowadza się jedynie do gwałtownego wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i administracji publicznej, lecz polega na jakościowej zmianie funkcji kredytu w organizacji gospodarki. W okresie przyspieszonej industrializacji i integracji z handlem międzynarodowym finansowanie bankowe służyło przede

wszystkim powiększaniu zasobu kapitału produkcyjnego, rozbudowie infrastruktury i wykorzystywaniu szans na wzrost produktywności.

Po 2008 roku kredyt stał się jednak zasadniczym instrumentem kompensowania spadku popytu zewnętrznego, podtrzymywania działalności firm, realizacji administracyjnych celów wzrostu oraz stabilizowania zatrudnienia i finansów terytorialnych. Proces ten doprowadził do silnego uzależnienia bieżącej aktywności gospodarczej od zdolności instytucji finansowych do refinansowania starych zobowiązań i finansowania nowych inwestycji. W konsekwencji rozrost systemu bankowego nie musiał oznaczać proporcjonalnego wzrostu jego zdolności do tworzenia dodatkowej wartości, gdyż coraz większa część zasobów pozostawała związana z podmiotami wymagającymi stałego wsparcia.

Z punktu widzenia teorii makroekonomicznej należy odróżnić zasób kredytu, jego roczny przyrost oraz zmianę tempa tego przyrostu. Stan zadłużenia informuje o wielkości istniejących zobowiązań, podczas gdy nowy kredyt to strumień środków udostępnianych gospodarce w określonym czasie. Inne znaczenie ma impuls kredytowy – rozumiany jako zmiana przepływu nowego finansowania w relacji do wielkości gospodarki. Jeśli gospodarka przez lata rozwijała się dzięki szybko rosnącej akcji kredytowej, samo spowolnienie tego przyrostu może osłabić dynamikę inwestycji i popytu, nawet jeśli łączna wartość zadłużenia nadal rośnie.

W przypadku Chin ma to szczególne znaczenie, ponieważ po 2008 roku kredyt zaczął pełnić funkcję szerokiego instrumentu polityki stabilizacyjnej, przemysłowej i regionalnej. Logan Wright w analizie The End of China's Magical Credit Machine wskazuje, że w latach 2007–2016 kredyt rósł średnio o około 18,1% rocznie, a aktywa systemu bankowego zwiększyły się o około 26,8 biliona dolarów, podczas gdy nominalny produkt gospodarczy wzrósł o około 7,6 biliona.

Liczby te opisują różne kategorie bilansowe i nie są prostym miernikiem strat, lecz dobrze ilustrują skalę ekspansji finansowej względem rozwoju gospodarki realnej. Interpretacja tego zjawiska wymaga odrzucenia uproszczonego przekonania, że ekspansja kredytowa to nadmierna emisja pieniądza prowadząca automatycznie do inflacji. W nowoczesnym systemie bankowym udzielenie kredytu kreuje jednocześnie aktywo w postaci należności oraz odpowiadające mu zobowiązanie depozytowe.

Zwiększanie finansowania może zatem rozszerzać możliwości zakupowe podmiotów, lecz jego skutki zależą od przeznaczenia środków, struktury podaży i zachowań oszczędnościowych. Kredyt skierowany na wydajne zdolności produkcyjne zwiększa przyszłą podaż towarów i usług; kredyt wykorzystywany do zakupu istniejących aktywów może natomiast windować ich ceny bez realnego wzrostu produkcji.

Finansowanie infrastruktury początkowo usuwa istotne bariery wzrostu, lecz wraz z nasyceniem gospodarki jego krańcowa efektywność maleje. Jeśli jednocześnie utrzymuje się polityczna presja na wysokie nakłady inwestycyjne, system bankowy może stopniowo finansować przedsięwzięcia, których przyszłe przepływy pieniężne nie wystarczą do samodzielnej obsługi zobowiązań.

Instytucjonalne uwarunkowania i mechanizm domniemanych gwarancji państwowych

Chińska ekspansja kredytowa przybrała specyficzną formę ze względu na strukturę własnościową i organizacyjną sektora finansowego. Największe banki pozostawały pod dominującym wpływem państwa, a strategiczne kierunki finansowania kształtował splot polityki pieniężnej Ludowego Banku Chin, regulacji nadzorczych, decyzji rządu centralnego oraz oczekiwań władz partyjnych. Nie oznaczało to jednak całkowitego wyeliminowania rynkowej oceny ryzyka ani podporządkowania każdej decyzji kredytowej bezpośredniemu poleceniu administracyjnemu.

Wykształcił się raczej system, w którym przedsiębiorstwa państwowe, strategiczne gałęzie przemysłu i podmioty powiązane z władzami lokalnymi korzystały z przewag wynikających z przewidywanej ochrony publicznej, łatwiejszego dostępu do zabezpieczeń oraz politycznego znaczenia realizowanych przedsięwzięć. Firmy prywatne, zwłaszcza mniejsze i pozbawione wsparcia administracyjnego, często napotykały znacznie bardziej restrykcyjne warunki finansowania. W takim układzie cena kredytu nie zawsze odzwierciedlała wyłącznie oczekiwaną rentowność inwestycji i prawdopodobieństwo niewypłacalności; uwzględniała także instytucjonalną pozycję dłużnika oraz szansę na przyszłą interwencję państwa.

Zależność ta odpowiada mechanizmowi miękkiego ograniczenia budżetowego analizowanemu przez Jánosa Kornaia, choć chińskie doświadczenie pozwala rozszerzyć jego zastosowanie poza tradycyjne przedsiębiorstwo państwowe. Miękkość ograniczenia budżetowego pojawia się wtedy, gdy podmiot podejmujący decyzje ekonomiczne zakłada, że brak środków na sfinansowanie wydatków z własnych przychodów nie doprowadzi do pełnego poniesienia konsekwencji, gdyż pojawi się zewnętrzne wsparcie. Może ono przybrać postać nowej pożyczki, prolongaty spłaty, obniżenia oprocentowania, transferu fiskalnego, przejęcia zobowiązań lub administracyjnego powstrzymania wierzycieli przed dochodzeniem należności. W przypadku Chin oczekiwanie ochrony obejmowało nie tylko przedsiębiorstwa państwowe, ale również banki, część instytucji pozabankowych i wehikuły finansowe władz lokalnych.

Z punktu widzenia teorii bodźców kluczowe jest to, że podmioty mogą zachowywać się zgodnie z oczekiwanym wsparciem, nawet jeśli nie otrzymały formalnej gwarancji. Domniemana gwarancja państwowa staje się zatem ekonomicznie istotna wcześniej, niż powstanie prawnie egzekwowalny obowiązek jej realizacji.

Arbitraż regulacyjny jako fundament chińskiej bankowości cienia

Ekspansja finansowania po 2008 roku obnażyła ograniczenia tradycyjnego nadzoru bankowego. Regulacje ostrożnościowe – wymuszające utrzymywanie odpowiedniego kapitału, rzetelne rozpoznawanie ryzyka kredytowego i ograniczanie koncentracji ekspozycji – bezpośrednio wpływały na rentowność określonych form działalności. Stwarzało to dla instytucji finansowych silny bodziec do poszukiwania alternatywnych kanałów pośrednictwa, które pozwalały finansować projekty bez formalnego ujmowania ich jako zwykłych kredytów i bez ponoszenia typowych kosztów regulacyjnych. Takie działania określa się mianem arbitrażu regulacyjnego; jego istotą jest wykorzystywanie różnic w zasadach nadzoru nad instrumentami i instytucjami, które pełnią w rzeczywistości podobne funkcje ekonomiczne. Samo powstawanie nowych instrumentów finansowych nie musi świadczyć o działaniu nielegalnym czy szkodliwym. Problem pojawia się jednak wtedy, gdy innowacja prawno-finansowa zmienia jedynie sposób prezentowania ryzyka, nie ograniczając jego rzeczywistej wielkości. Prowadzi to do sytuacji, w której zobowiązanie ekonomicznie tożsame z kredytem pozostaje poza rygorystycznym systemem oceny zdolności do spłaty.

Zjawisko to doprowadziło do rozwoju chińskiej bankowości cienia (shadow banking), której konstrukcja istotnie różniła się od rozwiązań znanych ze Stanów Zjednoczonych czy Europy. W systemie amerykańskim kluczowe były przede wszystkim sekurytyzacja aktywów, rynkowe instrumenty finansowania krótkoterminowego oraz sieci pośrednictwa działające poza tradycyjną bankowością depozytową. W Chinach natomiast zasadniczą rolę w budowaniu i podtrzymywaniu bankowości cienia odgrywały same banki komercyjne, które tworzyły, dystrybuowały lub finansowały instrumenty pozabankowe. Badania Banku Rozrachunków Międzynarodowych wskazują, że chińską bankowość cienia należy rozumieć raczej jako rozbudowaną sieć pośrednictwa powiązaną z sektorem bankowym, niż jako całkowicie odrębny system finansowy.

Kluczowe znaczenie miały tu fundusze powiernicze, produkty zarządzania majątkiem, specjalne konstrukcje pośredniczące w finansowaniu przedsiębiorstw oraz złożone relacje między kredytem bankowym a rynkiem obligacji. Jednym z najważniejszych instrumentów stały się produkty

zarządzania majątkiem (wealth management products – WMP), oferowane klientom jako alternatywa dla tradycyjnych depozytów. Konstrukcje te pozwalały lokować środki w aktywach o wyższym potencjalnym dochodzie, w tym w papierach dłużnych czy finansowaniu przedsiębiorstw. Dla gospodarstw domowych stanowiły one atrakcyjną formę oszczędzania, zwłaszcza przy ograniczonej dostępności konkurencyjnych instrumentów inwestycyjnych i dominującej pozycji banków. Dla samych banków WMP były natomiast sposobem na pozyskiwanie i kierowanie kapitału do przedsięwzięć, których finansowanie tradycyjnym kredytem byłoby mniej korzystne z powodów regulacyjnych lub bilansowych.

Asymetria informacji i mechanizmy channel business w dystrybucji ryzyka

W niektórych konstrukcjach ryzyko inwestycyjne formalnie obciążało nabywcę produktu, jednak sposób jego dystrybucji, reputacja banku i wcześniejsza praktyka ochrony inwestorów mogły tworzyć przekonanie, że strata kapitału jest mało prawdopodobna. Mechanizm WMP ujawniał rozdźwięk między prawną konstrukcją produktu a społecznym wyobrażeniem jego bezpieczeństwa.

Nabywca mógł postrzegać instrument oferowany w placówce renomowanego banku jako ekonomiczny odpowiednik depozytu, nawet jeśli formalnie uczestniczył w inwestycji obciążonej możliwością utraty kapitału. Instytucja finansowa mogła z kolei korzystać z reputacyjnej przewagi związanej z domniemaną ochroną państwową, nie ujmując całego ryzyka produktu w swoich tradycyjnych ekspozycjach kredytowych. W perspektywie teorii informacji George'a Akerlofa i ekonomii kontraktów problem polegał na nierównym dostępie uczestników transakcji do wiedzy o rzeczywistej jakości aktywów, sposobie ich finansowania i rozkładzie odpowiedzialności. Klient detaliczny często nie miał możliwości samodzielnego ustalenia, czy jego oszczędności finansują płynne papiery wartościowe, długoterminowy projekt infrastrukturalny, zadłużonego dewelopera czy skomplikowaną strukturę pośredniczącą. Bank posiadał znacznie większą wiedzę o konstrukcji produktu, lecz jego bodźce ekonomiczne mogły premiować sprzedaż instrumentów i pozyskiwanie finansowania zamiast pełnego ujawniania ryzyk związanych z aktywami bazowymi. Drugim ważnym elementem były chińskie firmy powiernicze (trust companies), pełniące funkcję pośredników między inwestorami a podmiotami poszukującymi kapitału.

Instytucje te umożliwiały finansowanie projektów deweloperskich, przemysłowych i infrastrukturalnych za pomocą konstrukcji prawnych różniących się od zwykłego kredytu bankowego. Część przedsięwzięć mogła korzystać z finansowania powierniczego, ponieważ tradycyjne banki podlegały ograniczeniom ostrożnościowym lub określone projekty nie spełniały

standardowych warunków kredytowych. W wielu przypadkach firmy powiernicze współpracowały bezpośrednio z bankami, które kierowały do nich kapitał klientów lub wykorzystywały je jako element pośredniego kanału finansowania. Powstawały zatem wielostopniowe relacje, w których pierwotne źródło środków znajdowało się w systemie bankowym, pośrednictwo realizowała instytucja powiernicza, a ostatecznym odbiorcą był deweloper, przedsiębiorstwo państwowe lub podmiot powiązany z administracją lokalną. Rozbudowywanie tych relacji prowadziło do powstania zjawiska określanego w chińskiej praktyce regulacyjnej jako channel business, czyli działalności kanałowej, umożliwiającej kierowanie finansowania przez instytucje pośredniczące. W najbardziej rozbudowanych konstrukcjach kapitał przechodził przez kilka warstw produktów inwestycyjnych, funduszy lub innych podmiotów, zanim trafił do ostatecznego kredytobiorcy.

Wielowarstwowość bankowości cienia maskuje skalę ryzyka

Każda kolejna warstwa mogła zwiększać koszty transakcyjne, ograniczać przejrzystość i utrudniać precyzyjne ustalenie rzeczywistej ekspozycji na ryzyko. Nie oznaczało to jednak automatycznie, że ta sama kwota wielokrotnie powiększała łączny dług gospodarki. Prowadziło natomiast do ryzyka podwójnego liczenia aktywów przy agregowaniu wartości produktów finansowych, gdyż instrument emitowany przez jedną instytucję mógł być jednocześnie składnikiem portfela innego podmiotu. Z metodologicznego punktu widzenia rozróżnienie wartości brutto aktywów zarządzanych od rzeczywistej kwoty finansowania udostępnionego ostatecznym dłużnikom jest niezbędne do poprawnego oszacowania skali bankowości cienia. Znaczenie tego problemu potwierdzają dane opublikowane przez Ludowy Bank Chin przy okazji reformy zasad zarządzania aktywami w 2018 roku.

Według regulatora na koniec 2017 roku wartość pozabilansowych produktów zarządzania majątkiem oferowanych przez banki wynosiła około 22,2 biliona juanów, natomiast wartość środków powierzonych firmom trustowym sięgała około 21,9 biliona juanów. Łączna wartość szeroko rozumianych produktów zarządzania aktywami w różnych instytucjach przekraczała 100 bilionów juanów, jednak kwota ta była liczona bez eliminowania wzajemnych udziałów i nakładających się pozycji. Nie można jej zatem traktować jako wielkości unikalnego długu finansującego gospodarkę realną ani jako sumy zagrożonych należności. Dane te obrazują jednak ogromną skalę rozbudowy rynku pośrednictwa finansowego oraz znaczenie instrumentów funkcjonujących poza tradycyjnym modelem depozytowo-kredytowym. Sam bank centralny

wskazywał wówczas na wielowarstwowe struktury, niedostatecznie przejrzyste aktywa bazowe, arbitraż regulacyjny i domniemane gwarancje wypłat jako kluczowe źródła zagrożeń dla stabilności.

Dodatkowym instrumentem finansowania były pożyczki powierzane (entrusted loans), w których przedsiębiorstwo posiadające nadwyżki kapitału udostępniało środki innemu podmiotowi za pośrednictwem banku pełniącego funkcje administracyjne lub rozliczeniowe. Konstrukcja ta pozwalała wykorzystywać kapitał firm poza tradycyjnym mechanizmem kredytowym, co w praktyce mogło kierować środki do podmiotów o ograniczonej zdolności uzyskania finansowania w standardowych kanałach. Obok nich funkcjonowały pożyczki trustowe, akcepty bankowe, papiery dłużne, struktury inwestowania w prawa do należności oraz różne formy finansowania przez podmioty zależne. Badania BIS poświęcone mechanizmom kreacji pieniądza w chińskiej bankowości cienia wykazały, że jej istotną część stanowiło pośrednictwo realizowane przez banki w formach innych niż zwykłe kredyty; środki te trafiały w znacznym stopniu do deweloperów, przedsięwzięć władz lokalnych i sektorów przemysłowych o nadmiernych zdolnościach produkcyjnych. Analiza danych bilansowych 311 banków wykazała ponadto, że rozwój tych instrumentów wiązał się ze wzrostem ryzyka kredytowego, nie zawsze odpowiednio rozpoznawanego przez instytucje finansowe. Charakterystyczną cechą chińskiej bankowości cienia było niedopasowanie terminów zapadalności aktywów i zobowiązań, określane jako maturity mismatch.

Instytucje finansowe mogły pozyskiwać środki poprzez produkty inwestycyjne o relatywnie krótkim terminie wykupu, a następnie przeznaczać je na finansowanie przedsięwzięć infrastrukturalnych lub deweloperskich, których realizacja i zwrot nakładów wymagały wielu lat. Dopóki inwestorzy odnawiali lokaty, a instytucje były zdolne emitować kolejne produkty, mechanizm ten pozostawał operacyjnie stabilny.

Hazard moralny i polityczna cena stabilizacji finansowej

Podatność systemu na kryzys wzrastała jednak wraz z pojawieniem się problemów z wypłacalnością dłużników, spadkiem wartości zabezpieczeń lub utratą zaufania inwestorów. W takich okolicznościach konieczność wykupu krótkoterminowych zobowiązań mogła wyprzedzić możliwość uzyskania wpływów z aktywów długoterminowych. Powstawał klasyczny problem płynnościowy, znany z teorii pośrednictwa finansowego, który w skrajnych przypadkach prowadzi do wymuszonej sprzedaży aktywów, ograniczania nowego kredytu i przenoszenia trudności na kolejne instytucje. W tym miejscu należy odróżnić ryzyko płynności od ryzyka niewypłacalności. Podmiot może posiadać aktywa o wartości przekraczającej zobowiązania, a mimo to nie dysponować środkami

pozwalającymi na terminową spłatę długu krótkoterminowego. Taka sytuacja oznacza problem z płynnością, który w pewnych warunkach można rozwiązać poprzez finansowanie pomostowe lub wydłużenie terminów spłaty. Odmienna sytuacja zachodzi wtedy, gdy realna wartość przyszłych dochodów z aktywów jest niższa od wartości zobowiązań, a dłużnik nie posiada innych zasobów na ich pokrycie. Wówczas samo rolowanie długu nie przywraca ekonomicznej rentowności przedsięwzięcia, lecz jedynie przesuwa w czasie moment rozpoznania straty.

W chińskim systemie finansowym rozróżnienie to komplikowały domniemane gwarancje państwowe; wierzyciele często traktowali niewypłacalność konkretnego przedsiębiorstwa jako sytuację, w której ostateczny koszt poniesie bank, samorząd lub inny podmiot publiczny. W rezultacie ekonomiczna ocena długu zależała nie tylko od zdolności dłużnika do generowania przepływów pieniężnych, lecz także od oczekiwanej gotowości państwa do przejęcia odpowiedzialności. Mechanizm ten prowadził do powstania hazardu moralnego – sytuacji, w której podmiot podejmujący ryzyko nie ponosi wszystkich jego potencjalnych kosztów. W analizie chińskiego systemu finansowego pojęcie to obejmuje kilka powiązanych poziomów.

Dłużnik może podejmować nadmierne ryzyko, licząc na refinansowanie przez bank lub wsparcie władz. Bank z kolei może łagodzić rygory oceny kredytowej, przypuszczając, że strategiczny klient zostanie ochroniony przed upadłością. Inwestor może finansować instrumenty o wysokiej nominalnej stopie zwrotu w przekonaniu, że instytucja dystrybuująca lub państwo zapobiegną utracie kapitału. Administracja lokalna natomiast może realizować przedsięwzięcia o niskiej rentowności, oczekując, że ich niepowodzenie zostanie rozwiązane przez prolongatę kredytu albo wsparcie centralne. Suma tych zachowań prowadzi do wzrostu zadłużenia, mimo braku jednego podmiotu, którego decyzja odpowiadałaby za całość narastającego ryzyka systemowego.

W ten sposób chińska bankowość cienia stworzyła rozbudowaną sieć powiązań między oszczędzającymi gospodarstwami domowymi, bankami oferującymi instrumenty inwestycyjne, instytucjami powierniczymi, przedsiębiorstwami oraz administracją publiczną wykorzystującą kapitał do celów rozwojowych. Wysoka krajowa stopa oszczędności zapewniała znaczne zasoby na inwestycje, lecz sama ich dostępność nie gwarantowała produktywności końcowego wykorzystania. W gospodarce rynkowej cena finansowania powinna odzwierciedlać koszt kapitału, oczekiwaną rentowność i ryzyko. Jeśli jednak oczekiwanie publicznej ochrony obniża efektywny koszt pieniądza, kapitał może napływać do projektów o niskiej produktywności kosztem tych bardziej rentownych, lecz pozbawionych politycznych gwarancji. Problem nie ogranicza się więc do błędnej oceny pojedynczych kredytów, lecz dotyczy całej struktury bodźców kierujących przepływem oszczędności. W perspektywie ekonomii politycznej kluczowe jest to, że instytucje finansowe nie

działały w społecznej próżni. Ich decyzje wpływały na sytuację milionów pracowników, rozwój infrastruktury, stabilność budżetów terytorialnych oraz zaufanie obywateli do państwa.

Ograniczenie finansowania nierentownych przedsiębiorstw mogło poprawić jakość portfela bankowego, ale jednocześnie prowadzić do zwolnień i osłabienia aktywności gospodarczej. Z tego względu utrzymywanie kredytowania nieefektywnych podmiotów mogło być postrzegane przez decydentów jako instrument stabilizacji społecznej, a nie wyłącznie jako efekt błędu ekonomicznego. W systemie, w którym stabilność społeczna ma wysoką rangę polityczną, rachunek kosztów restrukturyzacji musi uwzględniać potencjalne protesty, spadek zatrudnienia oraz ryzyko utraty wiarygodności instytucji.

LGFV jako mechanizm finansowania długu poza budżetem

Bankowość staje się tym samym nie tylko mechanizmem alokacji kapitału, ale i narzędziem rozdzielania społecznych kosztów transformacji gospodarczej. Najbardziej rozbudowanym instytucjonalnie ogniwem łączącym sektor finansowy z administracją terenową stały się lokalne wehikuły finansowe, znane jako local government financing vehicles (LGFV) — przedsiębiorstwa lub specjalne podmioty powoływane przez władze lokalne w celu pozyskiwania kapitału i realizacji inwestycji.

Ich powstanie wynikało z ograniczeń w bezpośrednim zadłużaniu samorządów, strukturalnych napięć fiskalnych oraz presji na szybką rozbudowę infrastruktury. LGFV mogły emitować obligacje, zaciągać kredyty, pozyskiwać środki od instytucji powierniczych oraz angażować się w przedsięwzięcia deweloperskie. Formalnie były to podmioty gospodarcze z własnymi aktywami i zobowiązaniami, jednak ich działalność pozostawała ściśle sprzężona z interesami administracji publicznej. W rezultacie dług tych instytucji nie zawsze trafiał do oficjalnych statystyk zadłużenia władz lokalnych, choć wierzyciele zakładali, że w razie problemów samorząd zadba o ich wypłacalność. Wykształciła się zatem szczególna kategoria ryzyka fiskalnego, którego realny ciężar nie wynikał wprost z formalnej kwalifikacji prawnej długu.

Analizy MFW potwierdzają, że LGFV stały się jednym z kluczowych instrumentów finansowania inwestycji lokalnych, zwłaszcza po kryzysie 2008 roku. Ich rozwój był napędzany zarówno przez deficyty dochodowe władz terenowych, jak i zakazy bezpośredniego zaciągania zobowiązań publicznych. Model ten posiadał istotną właściwość: pozwalał przekształcać oczekiwane przyszłe zyski z rozwoju terytorialnego w bieżącą zdolność kredytową. Władze lokalne traktowały prawa do

gruntów, udziały w firmach i istniejącą infrastrukturę jako zabezpieczenie finansowania nowych projektów. Jeśli rozbudowa miasta podnosiła wartość terenów, wzrost ten poprawiał ocenę zabezpieczeń, co ułatwiało zaciąganie kolejnych kredytów. W ten sposób między finansowaniem infrastruktury, urbanizacją a rynkiem nieruchomości tworzyło się dodatnie sprzężenie zwrotne. Inwestycja podnosiła atrakcyjność lokalizacji, co windowało ceny praw użytkowania gruntów; wyższe wyceny zwiększały zdolność kredytową, a nowy kapitał pozwalał na dalsze inwestycje. Mechanizm ten był produktywny w fazie gwałtownej urbanizacji, gdy realny popyt na mieszkania i infrastrukturę rósł wraz z liczbą mieszkańców i ich dochodami.

Trwałość tego układu zależała jednak od utrzymania korzystnej relacji między wzrostem wartości aktywów a przyszłymi dochodami na obsługę długu. Do wyjaśnienia tej zależności przydatny jest model cyklu kredytowego Nobuhiro Kiyotakiego i Johna Moore'a, w którym wartość zabezpieczeń determinuje dostępność kredytu, a ta z kolei wpływa zwrotnie na popyt i ceny aktywów. W fazie dynamicznego wzrostu rosnące ceny nieruchomości zwiększają zdolność kredytową instytucji publicznych, napędzając kolejne projekty. Spadek wartości zabezpieczeń prowadzi natomiast do ograniczenia finansowania, spadku inwestycji i dalszego osłabienia cen. Z punktu widzenia chińskiej ekonomii politycznej znaczenie tego modelu wykracza poza relację bank–przedsiębiorca, gdyż kluczowym aktorem jest tu administracja publiczna.

Władze lokalne nie tylko reagowały na rynek, ale poprzez decyzje planistyczne i kontrolę podaży gruntów aktywnie współkształtowały ich wyceny. Powstała współzależność między polityką przestrzenną, dochodami fiskalnymi a zdolnością kredytową, która zatarła granicę między decyzją administracyjną a rynkową oceną majątku. Podatność modelu na wstrząsy wynikała także ze specyfiki dochodów gruntowych — wpływy z odpłatnego przekazywania praw użytkowania nie są stabilnym odpowiednikiem podatku od nieruchomości. Zależą one od liczby transakcji, koniunktury deweloperskiej i oczekiwań co do przyszłego popytu.

Administracja finansująca inwestycje z takich wpływów lub opierająca na nich obsługę długu naraża się na gwałtowne wahania fiskalne. Jednocześnie próba ograniczenia nowych wydatków może zdusić popyt na grunty i osłabić przyszłe wpływy, co tworzy mechanizm samowzmacniającej się zależności od wcześniejszej strategii rozwoju. W okresie szybkiego przyrostu ludności miejskiej nierównowaga ta pozostawała ukryta; po osłabieniu popytu mieszkaniowego ujawnił się jednak jej strukturalny charakter.

Niedopasowanie struktury finansowania do natury aktywów publicznych

Z ekonomicznego punktu widzenia kluczowy jest problem rozróżnienia aktywów przynoszących dochód pieniężny od tych, które generują przede wszystkim korzyści społeczne. Droga lokalna, szkoła, park czy infrastruktura przeciwpowodziowa mogą być społecznie uzasadnione nawet wtedy, gdy nie tworzą bezpośrednich przychodów pozwalających na obsługę kredytu. Finansowanie takich przedsięwzięć jest racjonalne, o ile ich koszty pokrywane są ze stabilnych dochodów podatkowych, transferów fiskalnych lub innych źródeł publicznych. Problem pojawia się w momencie, gdy dobro publiczne finansuje się poprzez podmiot formalnie gospodarczy, którego zdolność do spłaty długu opiera się na przyszłym wzroście wartości majątku, dalszym refinansowaniu bądź wsparciu administracji. W takiej konstrukcji wartość społeczna inwestycji może pozostać wysoka, lecz struktura jej finansowania nie odpowiada naturze generowanych korzyści. Nie należy więc utożsamiać całego zadłużenia LGFV z finansowaniem przedsięwzięć zbędnych; należy raczej badać, czy termin zapadalności zobowiązań, profil ryzyka i przewidywane źródła spłaty są dostosowane do ekonomicznej natury powstających aktywów. W tym kontekście pojęcie ukrytego długu wymaga szczególnej precyzji.

Oficjalne zadłużenie władz lokalnych obejmuje zobowiązania uznane w systemie finansów publicznych zgodnie z obowiązującymi regułami klasyfikacji. Zadłużenie LGFV może pozostawać formalnie długiem przedsiębiorstw, choć część tych podmiotów realizuje zadania publiczne i korzysta z domniemanych gwarancji administracyjnych. Nie wszystkie zobowiązania takich firm powinny być automatycznie uznane za prawny dług samorządu, podobnie jak nie wszystkie można traktować jako pozbawione znaczenia fiskalnego. Właściwa ocena wymaga analizy źródeł przychodów, charakteru działalności, struktury właścicielskiej, zabezpieczeń, dokumentów gwarancyjnych oraz praktyki wcześniejszych interwencji publicznych. Kluczowe pozostaje ustalenie, czy konkretne przedsiębiorstwo jest zdolne do samodzielnego finansowania swojej działalności, czy też jego utrzymanie zależy przede wszystkim od wsparcia administracyjnego.

Ta różnica wyjaśnia znaczną część rozbieżności między oficjalnymi chińskimi statystykami a szerszymi szacunkami instytucji międzynarodowych. Skala problemu jest ogromna, choć jej pomiar zależy od przyjętej metodologii. W analizach MFW opublikowanych we wrześniu 2026 roku wskazano, że już w 2024 roku suma oficjalnego zadłużenia lokalnego i długu LGFV przekraczała 80% chińskiego PKB, podczas gdy przed światowym kryzysem finansowym analogicznie definiowana wielkość szacowana była na około 10%. Oszacowanie to odzwierciedla szerokie ujęcie

zobowiązań i nie oznacza, że całość długu LGFV jest bezpośrednio gwarantowana prawnie przez państwo.

Wskazuje ono natomiast na historyczną zmianę skali finansowania publicznego i parapublicznego za pośrednictwem kredytu oraz podmiotów funkcjonujących poza tradycyjnym budżetem. MFW podkreśla również, że jego szacunki długu LGFV są znacznie wyższe od oficjalnych danych Ministerstwa Finansów ChRL dotyczących ukrytego długu, co wynika między innymi z odmiennego określania granic sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Nieporównywalność części statystyk prowadzi do szerszego problemu epistemologicznego. W systemie finansowym o gęstej sieci powiązań między podmiotami publicznymi, przedsiębiorstwami państwowymi a instytucjami prywatnymi klasyfikacja zobowiązań przestaje być wyłącznie techniczną operacją księgową.

Paradoks domniemanych gwarancji i ryzyka delewarowania

Sytuacja ta wpływa na ocenę stabilności fiskalnej, wiarygodności kredytowej i zdolności państwa do prowadzenia dalszej polityki inwestycyjnej. Wierzyciel analizujący obligację LGFV musi bowiem ustalić nie tylko prawdopodobieństwo uzyskania przepływów pieniężnych przez emitenta, lecz również szansę na interwencję administracji lokalnej lub centralnej. Ekonomiczna wartość takiego instrumentu zależy zatem od dwóch rodzajów oczekiwań: dotyczących zdolności gospodarczej dłużnika do spłaty oraz politycznej gotowości innych podmiotów do przejęcia zobowiązań. Relacja ta ma charakter dynamiczny – skuteczna pomoc udzielona jednemu podmiotowi może wzmacniać przekonanie o istnieniu szerszych gwarancji, podczas gdy odmowa wsparcia może prowadzić do gwałtownej rewizji wyceny ryzyka w pozostałych segmentach rynku. Z tej perspektywy domniemana gwarancja państwowa stanowi równocześnie instrument stabilizacyjny i źródło długoterminowej niestabilności. Jeśli inwestorzy wierzą, że określone zobowiązania nie mogą zostać niewykonane, banki i przedsiębiorstwa zyskują dostęp do relatywnie taniego finansowania, co ułatwia prowadzenie polityki rozwojowej i ogranicza ryzyko kryzysów płynnościowych. Taka stabilność bywa jednak okupiona błędną wyceną ryzyka oraz pompowaniem wartości przedsięwzięć, które nie przyniosłyby wystarczających dochodów w warunkach finansowania opartego wyłącznie na ich ekonomicznych perspektywach.

W terminologii teorii gier pojawia się problem wiarygodnego zobowiązania państwa do nieudzielania pomocy w przyszłości. Władze mogą deklarować, że nie będą ratowały nierentownych

podmiotów, lecz w momencie rzeczywistego zagrożenia upadłością stają przed kosztami społecznymi i politycznymi takiej odmowy. Uczestnicy rynku, przewidując ten scenariusz, uznają deklaracje za niewiarygodne. Powstaje problem niespójności polityki w czasie: rozwiązanie korzystne dla długofalowej dyscypliny finansowej okazuje się politycznie trudne do zastosowania w konkretnym momencie kryzysowym. Stopniowe ograniczanie tych mechanizmów rozpoczęło się przed załamaniem rynku nieruchomości, a szczególnego znaczenia nabrało w latach 2016-2018. Władze chińskie podjęły wówczas kampanię ograniczania nadmiernego zadłużenia (deleveraging), koncentrując się m.in. na instrumentach bankowości cienia, wielowarstwowych produktach finansowych i ryzykach związanych z domniemanymi gwarancjami państwowymi.

Celem było ograniczenie narastania zobowiązań oraz poprawa przejrzystości i dyscypliny finansowej. Z ekonomicznego punktu widzenia kierunek ten był uzasadniony – utrzymywanie szybkiej ekspansji kredytowej przy pogarszającej się efektywności jego wykorzystania zwiększało prawdopodobieństwo przyszłych strat. Kampania regulacyjna zmieniała jednak zachowania podmiotów przyzwyczajonych do regularnego refinansowania, przez co jej konsekwencje wykraczały poza sektor finansowy. Ograniczenie kanałów kredytowych mogło jednocześnie zmniejszać ryzyko dalszego zadłużania się i zwiększać bieżące prawdopodobieństwo niewypłacalności podmiotów zależnych od odnawiania wcześniejszych zobowiązań. Logan Wright w pracy „Grasping Shadows" przedstawia ten proces jako istotny test zdolności adaptacyjnych chińskiego państwa.

Wright zauważa, że kampania z 2016 roku ograniczyła nadmierną ekspansję części pozabankowych kanałów finansowania, lecz równocześnie osłabiła mechanizm, dzięki któremu system amortyzował wcześniejsze straty i napięcia gospodarcze. Według niego spowolnienie wzrostu kredytu zwiększyło presję na przedsiębiorstwa i instytucje lokalne wymagające refinansowania, co przyczyniło się do stopniowego ujawniania ryzyka w kolejnych segmentach rynku. Autor nie ocenia jednak kampanii jako błędu politycznego.

Przeciwnie, wskazuje, że dalsze tolerowanie ekspansji bankowości cienia mogło przyspieszyć nadejście kryzysu finansowego. Napięcie polegało na tym, że ograniczanie ryzyka powstawania nowych zobowiązań mogło przyspieszać materializację ryzyka związanego ze zobowiązaniami już istniejącymi. Mechanizm ten można objaśnić rozróżnieniem między restrukturyzacją zasobu zadłużenia a ograniczaniem strumienia nowego finansowania. Jeśli przedsiębiorstwo posiada znaczne zobowiązania, których obsługa wymaga regularnego refinansowania, spadek dostępności kredytu może doprowadzić do niewypłacalności nawet bez gwałtownego pogorszenia sytuacji operacyjnej. W przypadku gospodarki o wielu powiązanych podmiotach proces ten może prowadzić do jednoczesnego ograniczenia inwestycji, zatrudnienia i zakupów zaopatrzeniowych. W teorii

makrofinansowej zjawisko to odpowiada części mechanizmów akceleratora finansowego: pogorszenie sytuacji bilansowej przedsiębiorstw zwiększa koszt finansowania zewnętrznego, co dodatkowo dusi aktywność gospodarczą. W Chinach zależność tę komplikowała struktura państwowego pośrednictwa kredytowego – zmiany w finansowaniu wynikały nie tylko z rynkowej oceny ryzyka, lecz również z reform regulacyjnych i administracyjnych priorytetów władz centralnych.

Próba przywrócenia dyscypliny finansowej i walka z domniemanymi gwarancjami

Kluczowe znaczenie miała reforma regulacji dotyczących zarządzania aktywami, opublikowana 27 kwietnia 2018 roku. Ludowy Bank Chin wraz z innymi instytucjami nadzorczymi dążył do ograniczenia wielowarstwowych struktur inwestycyjnych, zmniejszenia arbitrażu regulacyjnego, poprawy przejrzystości instrumentów oraz zerwania z praktyką domniemanej gwarancji wypłat. Nowe zasady wprowadziły m.in. zakaz obiecywania pełnego bezpieczeństwa kapitału i stałego dochodu w produktach inwestycyjnych, ograniczenia w wielokrotnym zagnieżdżaniu produktów, rygorystyczniejszą ocenę ich wartości oraz wymóg lepszego dopasowania terminów aktywów do zobowiązań. Z perspektywy ekonomicznej reforma była próbą przywrócenia zasad rynkowej odpowiedzialności za ryzyko, których wcześniejsze osłabienie sprzyjało rozwojowi bankowości cienia. Jednocześnie bank centralny przewidział okres przejściowy, uznając, że gwałtowne wygaszenie istniejących struktur finansowania mogłoby doprowadzić do destabilizacji rynku i problemów z płynnością.

Sens reformy z 2018 roku najlepiej oddaje odniesienie do pojęcia gangxing duifu (刚性兑付), czyli praktyki sztywnego wykupu lub nieformalnego gwarantowania wypłat z produktów inwestycyjnych. W systemie, w którym inwestorzy oczekują ochrony kapitału niezależnie od realnego ryzyka aktywów, instrumenty finansowe wydają się bezpieczniejsze, niż uzasadniałaby to sytuacja emitentów. Prowadzi to do sztucznego obniżenia premii za ryzyko i osłabia presję na rzetelną analizę kredytową. Choć usunięcie takich gwarancji powinno poprawić efektywność alokacji zasobów, zmuszając inwestorów do uwzględnienia możliwości straty, proces ten wiąże się z ryzykiem gwałtownej zmiany oczekiwań. Dzieje się tak zwłaszcza wtedy, gdy przez lata decyzje podejmowano w przekonaniu, że państwo lub instytucja finansowa nie dopuści do niewykonania zobowiązań. Przywracanie dyscypliny finansowej jest zatem procesem nie tylko regulacyjnym, lecz także społecznym i politycznym, wymagającym zmiany utrwalonego postrzegania odpowiedzialności za oszczędności.

Wcześniejszym przejawem tych napięć był rozwój, a następnie ograniczanie internetowych platform pożyczkowych peer-to-peer (P2P), które umożliwiały finansowanie poza tradycyjną bankowością. Ich ekspansja była odpowiedzią na potrzeby gospodarstw domowych i małych firm z utrudnionym dostępem do kredytów. Część platform jednak przekroczyła rolę neutralnego pośrednika, tworząc struktury zbliżone do działalności depozytowej, obiecując stałe dochody lub stosując niedopasowanie terminów finansowania. W dokumentach regulacyjnych podkreślano konieczność zakazania nieuprawnionego gwarantowania kapitału, tworzenia nieprzejrzystych pul środków oraz finansowania własnej działalności pieniędzmi klientów.

Badania BIS wskazują, że relacja nowych pożyczek P2P do nowych kredytów bankowych osiągnęła w czerwcu 2016 roku poziom bliski 40%, by dwa lata później spaść poniżej 10%. Wskaźnik ten nie oznacza, że platformy P2P kontrolowały taką część całego zadłużenia, lecz obrazuje dynamikę ich wzrostu i późniejszego ograniczania. Proces delewarowania ujawnił przy tym asymetrię między ekonomicznym znaczeniem dłużników a ich polityczną zdolnością do pozyskiwania środków. Przedsiębiorstwa prywatne, zwłaszcza zależne od kapitału obrotowego, odczuły gwałtowny spadek dostępności kredytu, podczas gdy podmioty państwowe i LGFV zachowały uprzywilejowany dostęp do banków. W rezultacie ograniczanie ryzyka w jednych kanałach przesuwało kapitał ku podmiotom uznawanym za bezpieczne ze względu na ich status instytucjonalny, niezależnie od jakości projektów. Powstawał paradoks alokacyjny: reforma mająca poprawić stabilność systemu mogła wzmacniać finansowanie podmiotów o niskiej produktywności, gdyż banki szukały formalnie bezpieczniejszych ekspozycji.

Mechanizm ten nie oznacza, że wszystkie przedsiębiorstwa państwowe były nierentowne, a sektor prywatny zawsze efektywniejszy. Wskazuje on raczej na to, że kryterium rzeczywistej produktywności pozostawało w konflikcie z kryterium przewidywanego bezpieczeństwa politycznego i administracyjnego.

Administracyjna kontrola utrudnia realne oczyszczanie bilansów

W tej sytuacji restrukturyzacja sektora finansowego wymagała rozwiązania problemu, którego nie dało się sprowadzić do zwykłego ograniczenia nowych pożyczek. Konieczne było ustalenie, które z istniejących aktywów wciąż generują dochód, które wymagają zmiany terminów spłaty, a które powinny zostać objęte odpisami aktualizującymi wartość lub głębszą restrukturyzacją zobowiązań. Należało również rozstrzygnąć, kto ostatecznie poniesie ekonomiczny ciężar uznanych strat.

W warunkach prywatnej gospodarki rynkowej proces ten obejmuje zazwyczaj upadłość przedsiębiorstw, utratę kapitału przez akcjonariuszy, częściowe umorzenie zobowiązań wobec wierzycieli lub dokapitalizowanie instytucji finansowych. W przypadku Chin podobne decyzje były dodatkowo uwikłane w strukturę administracyjnego zarządzania gospodarką, gdyż wierzyciele, dłużnicy i podmioty udzielające pomocy często stanowili części szeroko rozumianego sektora publicznego. Rozpoznanie straty w jednym podmiocie mogło zatem prowadzić do konieczności jej ujawnienia w bilansie innej instytucji państwowej, bez realnego zmniejszenia łącznego kosztu ekonomicznego ponoszonego przez gospodarkę. Szczególnie pouczające jest zestawienie tego mechanizmu z doświadczeniami Japonii po pęknięciu bańki cen aktywów na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku.

W analizach Richarda Koo dotyczących recesji bilansowej zasadniczą rolę odgrywają zachowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, które po spadku wartości aktywów koncentrują się na spłacie zobowiązań, nawet przy niskich stopach procentowych ustalonych przez bank centralny. W takich warunkach popyt na nowe kredyty pozostaje słaby, gdyż priorytetem podmiotów prywatnych staje się odbudowa bilansów. Sytuacja w Chinach wykazuje pewne podobieństwa – zwłaszcza w kontekście spadku cen nieruchomości i słabnącej skłonności do inwestowania – lecz posiada również istotne odmienności.

Państwo zachowuje bowiem znaczną kontrolę nad największymi bankami, przedsiębiorstwami i kanałami finansowania, co pozwala na administracyjne utrzymywanie kredytowania wybranych sektorów mimo ich ograniczonej rentowności. Zmienia to przebieg dostosowania gospodarczego: niedobór popytu prywatnego może tu współwystępować z dalszą ekspansją finansowania podmiotów publicznych. Znaczenie tych procesów potęgują rozmiary chińskiego sektora bankowego. Według danych Państwowej Administracji Nadzoru Finansowego ChRL łączna wartość aktywów instytucji bankowych na koniec 2024 roku wynosiła około 444,6 biliona juanów, a na koniec 2025 roku osiągnęła poziom około 480 bilionów juanów.

Skala systemu finansowego nie jest tożsama z jego niewypłacalnością

Dane te potwierdzają wyjątkową skalę systemu finansowego, jednak nie oznaczają one, że całość aktywów stanowi problematyczne należności lub że ich wartość należy traktować jako bezpośrednie zobowiązanie budżetu państwa. W bilansach bankowych znajdują się bowiem różne klasy aktywów: od kredytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, po papiery wartościowe oraz należności wobec innych instytucji.

Rzetelna ocena stabilności wymaga analizy jakości poszczególnych ekspozycji, adekwatności kapitałowej, płynności i dochodowości, a także wzajemnych powiązań między wierzycielami a dłużnikami. Sama wartość aktywów mówi nam o skali systemu, a nie o wysokości potencjalnych strat. Metodologicznie błędne byłoby zatem porównywanie wartości aktywów bankowych z rocznym PKB w sposób sugerujący, że ich wielokrotność automatycznie świadczy o niewypłacalności państwa. Produkt krajowy brutto jest strumieniem wartości dodanej wytworzonej w określonym czasie, podczas gdy aktywa bankowe stanowią zasób należności i innych składników majątkowych istniejących w danym momencie. Relacja między nimi może służyć analizie stopnia rozwoju finansowego i skali pośrednictwa, lecz nie jest samodzielnym wskaźnikiem kondycji bilansowej. Podobnie relacja kredytu do PKB wymaga uwzględnienia struktury terminowej zobowiązań, poziomu krajowych oszczędności, waluty długu, zdolności generowania dochodów oraz jakości aktywów stanowiących zabezpieczenie. W przypadku Chin kluczowa jest dodatkowo dominacja finansowania w walucie krajowej i wysoki stopień kontroli państwa nad systemem bankowym, co ogranicza mechanizmy gwałtownego kryzysu płynności, typowe dla gospodarek silnie uzależnionych od krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego.

Nie usuwa to jednak problemu ekonomicznej wartości złych kredytów i długookresowych kosztów utrzymywania aktywów o niskiej produktywności. Z perspektywy polityki pieniężnej zasadniczym ograniczeniem staje się zatem nie tylko możliwość dostarczenia dodatkowej płynności, lecz zdolność zapewnienia, by nowy kredyt finansował działalność przynoszącą w przyszłości odpowiednio wysokie dochody. Bank centralny może oddziaływać na warunki finansowania poprzez stopy procentowe, rezerwy obowiązkowe czy operacje otwartego rynku, a władze fiskalne mogą dokapitalizowywać instytucje finansowe lub przejmować określone zobowiązania.

Żadne z tych działań nie gwarantuje jednak poprawy produktywności aktywów, które już powstały, ani przywrócenia rentowności projektów pozbawionych wystarczającego popytu. Obniżanie kosztów refinansowania może wprawdzie ograniczać presję na krótkoterminowe przepływy pieniężne, lecz nie zwiększy ekonomicznej wartości inwestycji, która nie generuje oczekiwanych przychodów. W takich warunkach polityka pieniężna może skutecznie zapobiegać nagłemu kryzysowi płynności, a jednocześnie tracić zdolność pobudzania nowej, produktywnej aktywności gospodarczej. Współczesne oceny instytucji międzynarodowych potwierdzają tę różnicę. W raporcie MFW z 2026 roku dotyczącym chińskiego sektora finansowego zwrócono uwagę, że zadłużenie LGFV sięga wielkości odpowiadającej około połowie PKB, a zdolność tych podmiotów do obsługi zobowiązań uległa istotnemu osłabieniu.

Stabilność nominalna kontra degradacja sprawności systemu

Programy zamiany długu, wydłużania terminów spłaty oraz obniżania oprocentowania pomogły ograniczyć bezpośrednie ryzyko niewypłacalności, lecz jednocześnie wywarły presję na dochody odsetkowe banków. Ujawnia to mechanizm, w którym poprawa płynności dłużników odbywa się kosztem rentowności wierzycieli, bez realnej poprawy jakości aktywów finansowanych pierwotnym zadłużeniem. Przy takim modelu zarządzania kryzysem kluczowe staje się rozróżnienie pomiędzy stabilnością nominalną a stabilnością ekonomiczną. Stabilność nominalna oznacza sytuację, w której zobowiązania są terminowo regulowane lub skutecznie refinansowane, a instytucje finansowe unikają gwałtownych upadków i masowego wycofywania depozytów. Stabilność ekonomiczna wymaga natomiast, aby zasoby finansowe trafiały do przedsięwzięć zdolnych generować wystarczającą wartość gospodarczą, a ponoszone straty nie blokowały finansowania nowych podmiotów.

System może zachowywać pierwszy rodzaj stabilności przez długi czas, stopniowo tracąc drugi. Właśnie ta możliwość stanowi istotę hipotezy długotrwałej degradacji sprawności systemu finansowego rozwijanej przez Logana Wrighta. Nie zakłada ona koniecznie gwałtownego krachu instytucji bankowych, lecz powolne ograniczanie ich zdolności do finansowania wzrostu gospodarczego przy jednoczesnym utrzymywaniu zobowiązań i aktywów z okresu wcześniejszej ekspansji. Taka interpretacja wymaga jednak skonfrontowania z odmiennym stanowiskiem, wskazującym na znaczną zdolność państwa chińskiego do prowadzenia kontrolowanej restrukturyzacji.

Wysoki poziom krajowych oszczędności, rozwinięty aparat finansowy, możliwość emisji zobowiązań we własnej walucie oraz dominujący wpływ państwa na strategiczne instytucje kredytowe mogą pozwalać na rozłożenie kosztów dostosowania na wiele lat. W przeciwieństwie do gospodarek uzależnionych od kapitału zagranicznego, Chiny dysponują większą swobodą w kształtowaniu krajowych warunków płynnościowych. Z perspektywy polityki makroekonomicznej może to redukować ryzyko nagłego kryzysu wypłacalności państwa, zwłaszcza gdy rząd centralny zachowuje korzystne warunki pozyskiwania kapitału. MFW w konsultacjach z lutego 2026 roku wskazywał na poważne zagrożenia związane z zadłużeniem lokalnym i jakością aktywów, lecz jednocześnie oceniał ogólne ryzyko suwerenne Chin jako umiarkowane, uwzględniając m.in. zasoby oszczędności krajowych oraz możliwości finansowania publicznego.

Najsilniejszy kontrargument wobec tezy o nieuchronnym załamaniu chińskiego systemu finansowego opiera się zatem na przekonaniu, że zdolność państwa do koordynacji wierzycieli i

dłużników pozwala uniknąć najbardziej destrukcyjnych skutków gwałtownych kryzysów rynkowych. Upadłości podmiotów finansowych mogą być w ten sposób zastępowane administracyjnymi programami restrukturyzacji, a nagłe wyprzedaże aktywów ograniczane przez interwencje regulacyjne i płynnościowe.

Konflikt między stabilnością a efektywnością w systemie redystrybucji długu

Takie postępowanie może chronić zatrudnienie, oszczędności i podstawowe usługi publiczne. Jego skuteczność należy jednak oceniać w perspektywie długookresowej, gdyż ograniczenie bezpośredniej niestabilności nie musi oznaczać usunięcia przyczyn niewłaściwej alokacji kapitału. Jeżeli restrukturyzacja polega głównie na przesuwaniu terminów spłaty oraz utrzymywaniu aktywów o niskiej produktywności, gospodarka może stopniowo tracić zdolność do generowania nowych dochodów przy zachowaniu pozornej ciągłości finansowej. Nie oznacza to automatycznej konieczności bankructwa państwa, lecz może prowadzić do niższej dynamiki produktywności i pogłębiania zależności od zewnętrznych źródeł popytu.

Na poziomie politycznej ekonomii kredytu pojawia się bardziej fundamentalny problem dotyczący dystrybucji władzy nad zasobami. Decyzja o tym, komu udostępnić finansowanie, kogo objąć restrukturyzacją, które zobowiązania podtrzymać i jakie straty ujawnić, jest jednocześnie decyzją o rozdziale możliwości gospodarczych oraz odpowiedzialności za wcześniejsze przedsięwzięcia. W państwie, w którym aparat polityczny silnie wpływa na instytucje finansowe, alokacja kredytu może zatem pełnić funkcję redystrybucji korzyści i kosztów pomiędzy grupami społecznymi, sektorami oraz regionami. Dostęp do kapitału oddziałuje bowiem na zatrudnienie, płace, ceny nieruchomości i zdolność przedsiębiorstw do inwestowania, a jego ograniczenie zmienia układ interesów politycznych. Restrukturyzacja nie jest zatem wyłącznie technicznym procesem naprawy bilansów, lecz również negocjowaniem tego, kto zachowa zgromadzone wcześniej korzyści, kto utraci część majątku i kto zostanie obciążony kosztami stabilizacji. W tym punkcie analizy ekonomiczne spotykają się z filozofią odpowiedzialności publicznej i teorią sprawiedliwości.

Jeżeli państwo przez lata zachęcało przedsiębiorstwa, banki i gospodarstwa domowe do uczestnictwa w systemie finansowania opartym na oczekiwanej ochronie instytucjonalnej, późniejsze odwołanie tych gwarancji może rodzić uzasadnione konflikty dotyczące przewidywalności prawa i sprawiedliwego podziału strat. Z drugiej strony utrzymywanie ochrony wszystkich dłużników i wierzycieli, niezależnie od podejmowanego ryzyka, grozi przeniesieniem kosztów nieefektywnych inwestycji na podatników, przyszłe pokolenia lub gospodarstwa domowe

otrzymujące niższe dochody z oszczędności. Dylemat chińskiej polityki finansowej można zatem rozpatrywać jako konflikt między stabilnością, odpowiedzialnością, efektywnością a sprawiedliwością dystrybucyjną.

Żadna z tych wartości nie zostaje automatycznie urzeczywistniona przez samą skalę interwencji publicznej ani przez mechaniczne odwołanie się do rynkowej dyscypliny. Konieczne jest ustalenie kryteriów pozwalających odróżnić ochronę uzasadnionych interesów społecznych od utrwalania nieproduktywnych przywilejów. Historyczna ekspansja kredytowa stworzyła układ, w którym państwo posiadało znaczną zdolność oddziaływania na kierunek finansowania, lecz coraz trudniej było oddzielić realizację celów publicznych od podtrzymywania instytucjonalnie uprzywilejowanych podmiotów. Bankowość cienia pozwalała częściowo omijać ograniczenia regulacyjne i finansować szybki rozwój inwestycyjny, ale jednocześnie osłabiała przejrzystość ryzyka. Domniemane gwarancje publiczne zmniejszały prawdopodobieństwo nagłych niewypłacalności, lecz mogły prowadzić do błędnej wyceny długu.

Wehikuły finansowe władz lokalnych umożliwiły budowę infrastruktury, ale stworzyły zależność między dochodami gruntowymi, cenami aktywów a refinansowaniem zobowiązań. Kampania delewarowania ograniczyła narastanie części ryzyk, lecz ujawniła problem podmiotów uzależnionych od nieprzerwanego dopływu nowego kapitału. W rezultacie powstał mechanizm, w którym skuteczność działań stabilizacyjnych zależała od zdolności państwa do utrzymywania coraz bardziej złożonej sieci zobowiązań finansowych i politycznych. Najważniejszym polem materializacji tych zależności stał się sektor nieruchomości, łączący finansowanie bankowe, oszczędności obywateli, działalność deweloperów, politykę przestrzenną oraz dochody władz lokalnych. Konstrukcja przedsprzedaży mieszkań pozwalała deweloperom pozyskiwać kapitał od nabywców jeszcze przed ukończeniem inwestycji, a oczekiwanie dalszego wzrostu cen wzmacniało zdolność firm do finansowania kolejnych projektów i zakupu gruntów. Sektor mieszkaniowy stał się tak tym samym kluczowym punktem przecięcia interesów administracji, banków, przedsiębiorców i gospodarstw domowych. Gdy popyt zaczął słabnąć, dostęp do finansowania został ograniczony, a sytuacja zadłużonych deweloperów się pogorszyła, zagrożenie przestało dotyczyć wyłącznie rentowności pojedynczych firm.

Obejmowało ono również zdolność władz lokalnych do pozyskiwania dochodów, bezpieczeństwo kredytów bankowych oraz majątek i oczekiwania milionów obywateli. Zrozumienie tego procesu wymaga przejścia od ogólnej architektury kredytu do mikroekonomicznej analizy sektora nieruchomości i jego powiązań z finansami publicznymi. Szczególne znaczenie uzyskają tu konstrukcja przedsprzedaży mieszkań, mechanizm finansowania zakupów ziemi przez deweloperów, struktura zadłużenia przedsiębiorstw takich jak Evergrande, regulacyjne

ograniczenia z 2020 roku oraz konsekwencje gwałtownego spadku zaufania nabywców i inwestorów. Dopiero odtworzenie tej sekwencji pozwoli ustalić, w jakim zakresie kryzys mieszkaniowy był rezultatem nadmiernej podaży, zmian demograficznych i osłabienia popytu, a w jakim stanowił materializację znacznie wcześniej zakumulowanych ryzyk systemu kredytowo-inwestycyjnego.

> Chiński system finansowy utknął w paradoksie, w którym mechanizmy chroniące przed nagłym krachem stają się jednocześnie barierą dla realnego rozwoju. Czy państwo potrafi przeprowadzić restrukturyzację długu, nie niszcząc przy tym tkanki społecznej, którą ten dług miał stabilizować? Pozostaje pytanie, czy cena za uniknięcie gwałtownego kryzysu nie okaże się w dłuższej perspektywie wyższa niż koszt kontrolowanego upadku.

Inspiracje

[1] 

"Broken China" Logan Wright

John Wiley & Sons | ISBN: 9781509570683

Dr **Logan Wright** jest amerykańskim ekonomistą i specjalistą w dziedzinie makroekonomii i chińskiego systemu finansowego. Jest partnerem w Rhodium Group, gdzie kieruje działem badań rynków chińskich, oraz starszym współpracownikiem w Katedrze Powierniczej ds. Biznesu i Ekonomii Chińskiej w Centrum Studiów Strategicznych i Międzynarodowych (CSIS) w Waszyngtonie. Uzyskał tytuł doktora na Uniwersytecie George'a Washingtona, pisząc rozprawę na temat czynników politycznych rządzących chińskimi reformami kursowymi, po ukończeniu studiów licencjackich i magisterskich na Uniwersytecie Georgetown. Wcześniej, przez około dwie dekady, Wright mieszkał w Pekinie i Hongkongu, gdzie pełnił również funkcję kierownika ds. badań nad Chinami w Medley Global Advisors oraz analityka w Stone & McCarthy Research Associates. Jego badania analizują ekspansję kredytową Chin, podatność sektora bankowego na zagrożenia oraz politykę banku centralnego, badając, w jaki sposób ograniczenia systemu finansowego hamują szerszy wzrost gospodarczy Pekinu.

*Dr. **Logan Wright** is an American economist and specialist in China's macroeconomy and financial system. He serves as a Partner at Rhodium Group, where he directs the firm's China Markets Research practice, and as a Senior Associate with the Trustee Chair in Chinese Business and Economics at the Center for Strategic and International Studies (CSIS) in Washington, D.C. He earned his Ph.D. from George Washington University, writing his dissertation on the political factors governing China's exchange rate reforms, following undergraduate and master's degrees at Georgetown University. Based previously in Beijing and Hong Kong for roughly two decades, Wright also served as head of China research for Medley Global Advisors and analyst at Stone & McCarthy Research Associates. His research analyzes China's credit expansion, banking vulnerabilities, and central bank policies, examining how financial system constraints impede Beijing's broader economic growth.*

Rhodium Group

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:

[1] **"Jak se loví hlupáci: ekonomie manipulace a klamu: nenechte sebou manipulovat"**

George Akerlof

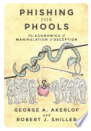
ISBN: 9788072614783



[2] **"Animal Spirits"**

George Akerlof

Princeton University Press | ISBN: 9780691142333



[3] **"Phishing for Phools"**

George Akerlof

Princeton University Press | ISBN: 9780691173023

[4] **"Credit cycles"**

Nobuhiro Kiyotaki

1993



[5] **"Conflict and Cooperation in Sino-US Relations"**

Jean-Marc F. Blanchard, Simon Shen

2015 | Routledge | ISBN: 9781317664260



[6] **"The International Economic Crisis and the Post-Soviet States"**

Valentina Feklyunina, Stephen White

2014 | Routledge | ISBN: 9781317981404



[7] **"China's International Roles"**

Sebastian Harnisch, Sebastian Bersick, Jörn-Carsten Gottwald

2015 | Routledge | ISBN: 9781317434092



[8] **"China in the Mediterranean"**

Emilie Tran, Yahia Zoubir

2024 | Taylor & Francis | ISBN: 9781040093283



[9] **"Political Science Abstracts"**

IFI/Plenum Data Company staff

2013 | Springer Science & Business Media | ISBN: 9781461517894



[10] **"EU and US Foreign Economic Policy Responses to China"**

Joachim Schild, Dirk Schmidt

2023 | Taylor & Francis | ISBN: 9781003826156

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] "Struggle and Hope: Essays on Stabilization and Reform in a Post-socialist Economy"

János Kornai

1997 | Edward Elgar Publishing eBooks | DOI: 10.4337/9781035351817

Źródło

[2] "6. Coordination Mechanisms"

János Kornai

1992 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1515/9780691228020-009

Źródło

[3] "4 Some Lessons from the Hungarian Experience for Chinese Reformers"

János Kornai

1989 | Lynne Rienner Publishers eBooks | DOI: 10.1515/9781685851439-006

Źródło

[4] "A steep road: an interview by László Zsolt Szabó on the stabilization programme"

János Kornai

1997 | Edward Elgar Publishing eBooks | DOI: 10.4337/9781035351817.00009

Źródło

[5] "Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism"

Robert J. Shiller, George A. Akerlof

2010 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1353/book.110006

Źródło

[6] "9. Why Is There a Trade-off between Inflation and Unemployment in the Long Run?"

George A. Akerlof, Robert J. Shiller

2010 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1515/9781400834723-014

Źródło

[7] **"11. Why Are Financial Prices and Corporate Investments So Volatile?"**
George A. Akerlof, Robert J. Shiller
2010 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1515/9781400834723-016
Źródło

[8] **"The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism"**
George A. Akerlof
1982 | Readings in the Economics of Contract Law | DOI: 10.1017/cbo9780511528248.007
Źródło

[9] **"Credit Cycles"**
Nobuhiro Kiyotaki, John Moore
1997 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/262072
Źródło

[10] **"Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis"**
Mark L. Gertler, Nobuhiro Kiyotaki
2010 | Handbook of monetary economics | DOI: 10.1016/b978-0-444-53238-1.00011-9
Źródło

[11] **"Banking, Liquidity, and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy"**
Mark L. Gertler, Nobuhiro Kiyotaki
2015 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.20130665
Źródło

[12] **"Financial crises, bank risk exposure and government financial policy"**
Mark L. Gertler, Nobuhiro Kiyotaki, Albert Queraltó
2012 | Journal of Monetary Economics | DOI: 10.1016/j.jmoneco.2012.11.007
Źródło

[13] **"Property Rights and the Nature of the Firm"**
Oliver Hart, John Moore
1990 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261729
Źródło

[14] **"Foundations of Incomplete Contracts"**
Oliver Hart, John Moore
1998 | The Review of Economic Studies | DOI: 10.3386/w6726
Źródło

[15] "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital"

Oliver Hart, John Moore

1991 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w3906

Źródło

[16] "Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and Its Global Implications"

Richard N. Cooper, Richard C. Koo

2004 | Foreign Affairs | DOI: 10.2307/20033915

Źródło

[17] "Balance sheet recession as the 'other half' of macroeconomics"

Richard C. Koo

2013 | European Journal of Economics and Economic Policies Intervention | DOI: 10.4337/ejeep.2013.02.01

Źródło

[18] "The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy"

Richard C. Koo

2014 | International Linear Collider

Źródło

[19] "The world in balance sheet recession: Causes, cure, and politics"

Richard C. Koo

2012 | Hispana

Źródło

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: a6cde090-d6e0-42c9-9fb5-df6ad2931d81