Ekonomia polityczna chińskiego zadłużenia i restrukturyzacja zobowiązań w świetle analizy Broken China Logana Wrighta

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje systemowy problem zadłużenia lokalnego w Chinach, wskazując na kluczową rolę wehikułów LGFV jako narzędzi omijania limitów budżetowych. Autor wyjaśnia, że kryzys nie wynika jedynie z wolumenu długu, lecz z pionowej nierównowagi fiskalnej – rozbieżności między szerokimi obowiązkami samorządów a ich ograniczonymi możliwościami podatkowymi. Mechanizm ten był wspierany przez dodatnie sprzężenie zwrotne między inwestycjami infrastrukturalnymi a wzrostem cen gruntów. Obecny spadek popytu na nieruchomości obnażył jednak brak realnej zdolności aktywów do obsługi zobowiązań, przekształcając problemy z płynnością w głęboki kryzys wypłacalności. Rozwiązanie problemu wymaga zatem działań wykraczających poza techniczne refinansowanie kredytów, dotykając strukturalnych fundamentów chińskiego modelu gospodarczego.

The article analyzes the systemic problem of local government debt in China, pointing to the key role of LGFVs as tools for bypassing budget limits. The author explains that the crisis results not only from the volume of debt but from vertical fiscal imbalance—the discrepancy between the broad responsibilities of local governments and their limited taxing capabilities. This mechanism was supported by a positive feedback loop between infrastructure investment and rising land prices. However, the current decline in real estate demand has exposed the lack of real capacity for assets to service liabilities, transforming liquidity problems into a deep solvency crisis. Solving the problem therefore requires actions that go beyond technical loan refinancing, touching upon the structural foundations of the Chinese economic model.

Artykuł analizuje systemowy kryzys zadłużenia lokalnego w Chinach, dowodząc, że problem ten wykracza poza ramy technicznej niewypłacalności, stając się barierą dla dalszego rozwoju gospodarczego. Autor stawia tezę, że dotychczasowe działania Pekinu – polegające głównie na refinansowaniu długu i zamianie zobowiązań ukrytych na formalne – są jedynie zabiegiem kosmetycznym, który maskuje straty, zamiast je eliminować. Prawdziwym wyzwaniem jest przejście od zarządzania płynnością do głębokiej restrukturyzacji ekonomicznej. Wymaga to bolesnego procesu rozpoznania realnych strat w portfelach bankowych, oddzielenia funkcji publicznych od komercyjnych w wehikułach LGFV oraz zerwania z modelem wzrostu opartym na spekulacyjnym rynku nieruchomości. Tekst argumentuje, że bez uwolnienia kapitału uwięzionego w projektach typu 'zombie', Chiny nie będą w stanie skutecznie wdrożyć strategii 'nowych jakościowo sił wytwórczych'. W konsekwencji sposób rozwiązania tego węzła finansowego zdeterminuje nie tylko wewnętrzną stabilność Państwa Środka, ale także przyszły kształt globalnego handlu i popytu światowego.

SŁOWA KLUCZOWE

ekonomia polityczna chińskiego zadłużenia | restrukturyzacja zobowiązań | Broken China Logana Wrighta | LGFV (local government financing vehicles) | ukryty dług | pionowa nierównowaga fiskalna | teoria niestabilności finansowej Minsky'ego | deflacja zadłużeniowa Fishera | recesja bilansowa Richarda Koo | augmented debt | nowe jakościowo siły wytwórcze | refinansowanie a restrukturyzacja ekonomiczna | federalizm fiskalny | ryzyko suwerenne Chin

Systemowy charakter chińskiego zadłużenia lokalnego

Ekonomia polityczna chińskiego zadłużenia. Restrukturyzacja zobowiązań, podział strat i instytucjonalne granice stabilności finansowej

Analiza nowych jakościowo sił wytwórczych prowadzi do problemu, którego nie da się rozwiązać samym przyspieszeniem postępu technologicznego: zobowiązania finansowe z poprzednich faz

rozwoju zachowują swoją moc ekonomiczną nawet wtedy, gdy aktywa sfinansowane za ich pomocą tracą na wartości lub przestają generować wystarczające dochody.

W gospodarce chińskiej zjawisko to ma szczególne znaczenie, gdyż wieloletnia ekspansja inwestycyjna opierała się na ścisłym powiązaniu administracji lokalnej, banków, przedsiębiorstw państwowych, deweloperów i podmiotów powoływanych do finansowania infrastruktury. Kryzys sektora nieruchomości oraz spadek rentowności części przedsięwzięć przemysłowych obnażyły różnicę między systemową zdolnością do uruchamiania inwestycji a realną zdolnością powstałych aktywów do obsługi długu. Zasadnicze zagadnienie nie sprowadza się więc jedynie do wielkości zobowiązań, lecz obejmuje strukturę wierzycieli i dłużników, prawny charakter gwarancji, jakość zabezpieczeń oraz sposób przenoszenia strat między bilansami. Dług jednej instytucji jest przecież aktywem innej; jego restrukturyzacja może zatem jednocześnie poprawiać sytuację dłużnika i pogarszać kondycję banku, funduszu inwestycyjnego lub podmiotu publicznego. Chiński problem zadłużenia ma charakter systemowy: nie oznacza to automatycznie nieuchronności kryzysu bankowego, ale wymaga rozstrzygnięć wykraczających poza techniczne wydłużanie terminów spłaty kredytów.

Szczególną rolę w tej strukturze odgrywają lokalne wehikuły finansowania inwestycji, znane jako local government financing vehicles (LGFV). Są to podmioty korporacyjne powiązane z władzami lokalnymi, wykorzystywane do pozyskiwania środków na przedsięwzięcia infrastrukturalne i urbanizacyjne. Ich rozwój był odpowiedzią na ograniczenia w formalnym zadłużaniu się samorządów przy jednoczesnej presji na realizację ambitnych celów inwestycyjnych. Taka konstrukcja pozwalała finansować drogi, sieci komunalne czy tereny przemysłowe poza bezpośrednim rachunkiem określonych kategorii długu budżetowego. W praktyce granica między zobowiązaniem przedsiębiorstwa a publicznym pozostawała jednak nieostra. Wierzyciele traktowali powiązanie z administracją jako sygnał domniemanej ochrony przed stratą, nawet przy braku jednoznacznej gwarancji prawnej. Powstała rozbieżność między formalną odpowiedzialnością za dług a oczekiwaniami rynku co do jego spłaty. Wiele projektów infrastrukturalnych przynosi korzyści społeczne, których nie da się w pełni odzyskać w formie opłat od użytkowników; ich finansowanie długiem przedsiębiorstwa wymagało więc pośrednich transferów, przychodów z nieruchomości lub ciągłego refinansowania. Gdy te źródła wyschły, problemy z płynnością ujawniły głębszy kryzys wypłacalności.

Instytucjonalne źródło tego mechanizmu wyjaśnia teoria federalizmu fiskalnego Richarda Musgrave'a i Wallace'a Oatesa, dotycząca podziału zadań oraz źródeł dochodów między szczeble władzy. Chiny są państwem unitarnym, jednak z ekonomicznego punktu widzenia ich system finansów publicznych wykazuje wiele cech układu wielopoziomowego. Władze lokalne odpowiadają

za znaczną część wydatków na infrastrukturę i usługi komunalne, podczas gdy ich możliwości pozyskiwania samodzielnych dochodów są ograniczone przez konstrukcję systemu podatkowego. Gdy zakres obowiązków wydatkowych przewyższa stabilne źródła finansowania, powstaje pionowa nierównowaga fiskalna. Można ją zredukować poprzez transfery z budżetu centralnego, przyznanie samorządom odpowiednich dochodów podatkowych lub ograniczenie części zadań. Jeśli jednak te rozwiązania są niewystarczające, administracja lokalna szuka finansowania poza podstawowym budżetem. Wehikuły LGFV oraz dochody ze zbywania praw do użytkowania gruntów zaczęły w tym układzie pełnić funkcję substytutu trwałych źródeł dochodów fiskalnych. Analiza MFW z września 2026 roku wprost wiąże narastanie długu lokalnego z nierównowagą między zadaniami a dostępnymi dochodami oraz z dziedzictwem wcześniejszego modelu inwestycyjnego.

Znaczenie rynku nieruchomości dla finansów lokalnych wykraczało zatem daleko poza sprzedaż mieszkań przez deweloperów. Urbanizacja napędzała popyt na grunty, a przychody z przekazywania praw do ich użytkowania pozwalały finansować wydatki lokalne i wspierać inwestycje infrastrukturalne. Rozbudowa infrastruktury podnosiła z kolei atrakcyjność terenów pod zabudowę, co tworzyło dodatnie sprzężenie zwrotne między inwestycjami publicznymi a cenami gruntów. Mechanizm ten działał sprawnie w fazie intensywnej urbanizacji, lecz stał się podatny na odwrócenie wraz z osłabieniem popytu na nieruchomości. Według danych chińskiego Ministerstwa Finansów za pierwsze osiem miesięcy 2026 roku dochody lokalne z przekazywania praw do użytkowania gruntów państwowych wyniosły 1,3753 bln juanów, co oznacza spadek o 28,6% w stosunku do roku poprzedniego.

Rozbieżność definicji maskuje skalę zadłużenia

Jednocześnie własne dochody lokalne w ramach budżetów funduszy rządowych spadły o 22,9%, mimo że w tym samym czasie wpływy z podatków i pozostałych dochodów ogólnego budżetu wykazywały inną dynamikę. Dane te obrazują utratę źródła finansowania, które dotychczas pozwalało kompensować niedobory środków w systemie lokalnym. Spadek przychodów gruntowych osłabia nie tylko potencjał do rozpoczynania nowych inwestycji, ale i zdolność obsługi zobowiązań zaciągniętych na przedsięwzięcia już zrealizowane.

Zanim jednak przejdziemy do oceny skali problemu, konieczne jest rozróżnienie kilku definicji długu publicznego. Dług formalnie uznany przez chińskie władze za zobowiązanie sektora publicznego nie obejmuje automatycznie wszystkich długów przedsiębiorstw powiązanych z administracją, nawet jeśli realizują one zadania o charakterze quasi-fiskalnym. Kategoria określana przez chińskie Ministerstwo Finansów jako "ukryty dług" obejmuje wyodrębnioną część

zobowiązań, za które administracja lokalna uznała swoją odpowiedzialność. MFW stosuje natomiast szersze ujęcie, uwzględniające podmioty pozabudżetowe i działalność quasi-fiskalną w oparciu o ekonomiczną, a nie wyłącznie formalnoprawną interpretację sektora instytucji rządowych i samorządowych. Według danych przywołanych przez MFW oficjalnie rozpoznany ukryty dług wynosił na koniec 2023 roku 14,3 bln juanów, a na koniec 2024 roku spadł do 10,5 bln juanów, m.in. wskutek operacji zamiany zobowiązań na formalny dług lokalny.

Nie oznacza to jednak, że pozostałe zadłużenie wszystkich LGFV zostało w całości rozpoznane i wyeliminowane. Różnica między definicjami ujawnia problem granicy odpowiedzialności publicznej: ryzyko ekonomiczne może istnieć niezależnie od tego, czy znajduje ono odzwierciedlenie w oficjalnym rejestrze danej kategorii długu. Znaczenie przyjętej definicji staje się szczególnie widoczne przy porównywaniu szacunków zadłużenia z produktem krajowym brutto.

W opublikowanej w lutym 2026 roku ocenie chińskiej gospodarki MFW wskazał, że według przyjętej przez Fundusz węższej kategorii długu sektora instytucji rządowych i samorządowych relacja zadłużenia do PKB wynosiła około 68,4% w 2025 roku. W szerszym ujęciu rozszerzonym (augmented debt) wartość ta sięgała około 126,6% PKB. Prognozy na 2026 rok przewidywały dla tych kategorii odpowiednio około 75,1% i 135,3% PKB.

Od płynności do niewypłacalności w świetle teorii Minsky'ego

Wymienionych kwot nie można po prostu do siebie dodawać, gdyż odnoszą się one do częściowo nakładających się zakresów zobowiązań. Nie oznacza to również, że całość zadłużenia ujęta w szerszej definicji wymaga natychmiastowej spłaty z budżetu centralnego. Wskazuje to jednak, jak silnie diagnoza fiskalna zależy od kwalifikacji podmiotów kontrolowanych przez administrację lub działających w jej imieniu. Dla analizy naukowej równie istotna jest struktura terminów zapadalności, waluta długu, koszt odsetkowy oraz zdolność do jego refinansowania. Dwie gospodarki o podobnej relacji długu do PKB mogą znajdować się w zupełnie odmiennej sytuacji, jeśli jedna finansuje zadłużenie głównie krótkoterminowym kapitałem zagranicznym, a druga długoterminowymi oszczędnościami krajowymi.

Relację między zadłużeniem a zdolnością gospodarki do jego obsługi opisuje podstawowa arytmetyka trwałości długu publicznego. W uproszczeniu – pomijając korekty wyceny i inne przepływy – zmiana relacji długu do PKB zależy od różnicy między efektywnym oprocentowaniem zobowiązań a tempem nominalnego wzrostu gospodarki oraz od wielkości pierwotnego salda

budżetowego. Jeżeli koszt obsługi długu przewyższa dynamikę nominalnych dochodów, utrzymanie stabilnej relacji zadłużenia do PKB wymaga korzystniejszego salda pierwotnego. W przypadku Chin kluczowe jest to, że nominalny wzrost gospodarki może być ograniczany przez słabą dynamikę cen, nawet przy relatywnie wysokim wzroście realnym.

Dłużnik obsługuje bowiem zobowiązania z nominalnych przepływów pieniężnych, a nie bezpośrednio z realnej wielkości produktu. W przypadku lokalnych przedsięwzięć infrastrukturalnych zależność ta jest jeszcze bardziej namacalna: przychody z użytkowania obiektów, opłat komunalnych czy sprzedaży aktywów mogą rosnąć wolniej niż potrzeby związane ze spłatą kapitału i odsetek. Dlatego łagodzenie warunków kredytowych i wydłużanie terminów zapadalności może poprawić płynność, lecz nie musi prowadzić do trwałej wypłacalności, jeśli ekonomiczna wartość projektu pozostaje niższa od ciążących na nim zobowiązań.

Teoria niestabilności finansowej Hymana P. Minsky'ego dostarcza narzędzi pozwalających uchwycić przejście od finansowania projektów dochodowych do coraz większej zależności od refinansowania. Minsky rozróżniał finansowanie zabezpieczone przepływami pieniężnymi, które pozwalają obsługiwać odsetki i spłacać kapitał; finansowanie spekulacyjne, w którym bieżące wpływy wystarczają jedynie na część zobowiązań, co wymusza odnawianie długu; oraz finansowanie typu Ponziego, wymagające pozyskiwania nowych środków nawet na regulowanie bieżącego kosztu zadłużenia. Klasyfikacja ta nie służy etykietowaniu całych sektorów, lecz analizie konkretnych relacji między przepływami pieniężnymi a zobowiązaniami.

Niektóre chińskie inwestycje infrastrukturalne mogły początkowo opierać się na perspektywie rosnących dochodów gruntowych i dalszej urbanizacji, jednak z czasem ich obsługa stała się coraz silniej uzależniona od rolowania kredytów, emisji obligacji oraz wsparcia władz lokalnych. Z perspektywy Minsky'ego szczególnie istotne jest to, że okres wcześniejszej stabilności może sprzyjać podejmowaniu nadmiernego ryzyka. Sukcesy inwestycyjne utwierdzają uczestników rynku w przekonaniu, iż przyszłe przepływy będą wystarczające, a domniemane gwarancje publiczne osłabiają motywację do niezależnej oceny opłacalności projektów. Gdy zmieniają się ceny aktywów i warunki finansowania, wcześniej akceptowane struktury zadłużenia okazują się bardziej podatne na wstrząsy.

Teoretyczne modele niestabilności a chińska specyfika

Koncepcję Minsky'ego uzupełnia teoria deflacji zadłużeniowej Irvinga Fishera, przedstawiona w artykule The Debt-Deflation Theory of Great Depressions z 1933 roku. Fisher wskazywał, że gdy wiele podmiotów jednocześnie dąży do redukcji zadłużenia, dochodzi do masowej sprzedaży

aktywów i ograniczenia wydatków. Spadek cen zwiększa wówczas realny ciężar zobowiązań nominalnych, co sprawia, że indywidualnie racjonalne działania dłużników mogą pogarszać zbiorową sytuację gospodarki.

W odniesieniu do Chin teoria ta nie pozwala twierdzić, że w październiku 2026 roku cała gospodarka znajduje się w stanie powszechnej deflacji. Dane za pierwsze trzy kwartały 2026 roku wskazują na wzrost cen konsumpcyjnych i producentów w ujęciu rocznym. Mechanizm Fishera pozostaje jednak przydatny do analizy konkretnych rynków aktywów, zwłaszcza nieruchomości i gruntów.

Obniżenie wartości zabezpieczeń może bowiem utrudniać refinansowanie kredytów, wymuszać sprzedaż majątku i pogarszać wskaźniki wypłacalności. Jeśli wiele podmiotów jednocześnie próbuje pozbyć się podobnych aktywów, ich ceny mogą spaść poniżej poziomów przyjętych wcześniej w bilansach wierzycieli. Powstaje wówczas zagrożenie samowzmacniającego się procesu, w którym walka o płynność prowadzi do dalszej utraty wartości zabezpieczeń.

Trzecią perspektywę oferuje teoria recesji bilansowej Richarda C. Koo, oparta na doświadczeniach Japonii po załamaniu cen nieruchomości i akcji na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Według autora tej teorii przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, których aktywa utraciły wartość, mogą przez długi czas koncentrować się na redukcji zobowiązań zamiast na inwestycjach i konsumpcji. Nawet niskie stopy procentowe nie muszą przywrócić popytu na kredyt, gdyż główną przeszkodą staje się uszkodzona struktura bilansu oraz niechęć do podejmowania ryzyka. Mechanizm ten jest kluczowy dla oceny chińskich gospodarstw domowych z majątkiem w nieruchomościach oraz przedsiębiorstw obciążonych wcześniejszymi inwestycjami.

Spadek cen mieszkań może zwiększać skłonność do oszczędzania, a niższa oczekiwana rentowność nowych projektów – zmniejszać zapotrzebowanie na kredyt inwestycyjny. Recesja bilansowa nie musi objawiać się nagłą falą niewypłacalności; może przyjmować postać długotrwałej ostrożności finansowej i niskiej dynamiki popytu krajowego.

Analogia z Japonią wymaga jednak ostrożności, gdyż Chiny różnią się strukturą własności, poziomem dochodu, pozycją w handlu światowym oraz skalą kontroli państwa nad systemem bankowym. Teoria Koo służy zatem identyfikacji mechanizmu, a nie jest prognozą automatycznego powtórzenia japońskiej ścieżki. Wszystkie trzy koncepcje – Minsky'ego, Fishera i Koo – ujawniają odmienny aspekt tego samego zjawiska: Minsky pozwala rozpoznać narastającą zależność od refinansowania przed wystąpieniem trudności, Fisher wyjaśnia sprzężenie zwrotne między spadkiem cen aktywów a problemami zadłużeniowymi, natomiast Koo opisuje zachowania sektora prywatnego po uszkodzeniu bilansów.

W chińskim systemie znaczenie tych teorii zależy od specyficznej architektury własności i finansów publicznych. Państwo dysponuje narzędziami administracyjnymi, które pozwalają wpływać na restrukturyzację banków, przedłużać finansowanie i koordynować działania wierzycieli. Może to ograniczać ryzyko gwałtownej wyprzedaży aktywów lub nieuporządkowanej niewypłacalności. Ta sama zdolność może jednak opóźniać rozpoznanie strat, jeśli instytucje publiczne traktują stabilność w sprawozdaniach jako cel sam w sobie. W takim przypadku kryzys nie musi przyjmować postaci spektakularnego załamania, lecz może objawiać się stopniowym obniżaniem efektywności systemu kredytowego. Kapitał pozostaje uwięziony w projektach o niskiej rentowności, a nowe firmy mają utrudniony dostęp do finansowania.

Stabilizacja płynności i stabilizacja gospodarczej wartości aktywów to dwa różne procesy; ich utożsamienie prowadzi do błędnej oceny skuteczności interwencji publicznej. Odpowiedzią władz chińskich na narastające obciążenia stał się szeroko zakrojony program zamiany ukrytego zadłużenia lokalnego na formalne zobowiązania samorządów.

W listopadzie 2024 roku zatwierdzono zwiększenie limitu lokalnego długu o 6 bln juanów na potrzeby zastępowania istniejących zobowiązań. Równolegle przewidziano wykorzystanie po 800 mld juanów rocznie z emisji specjalnych obligacji lokalnych przez pięć lat, co daje kolejne 4 bln juanów. Łączna wielkość tych operacji wyniosła zatem 10 bln juanów.

Refinansowanie to nie restrukturyzacja ekonomiczna

Program umożliwia przeniesienie części zobowiązań z mniej przejrzystych struktur pozabudżetowych do formalnego długu publicznego oraz zastąpienie droższych lub krótkoterminowych instrumentów finansowaniem na korzystniejszych warunkach. Z ekonomicznego punktu widzenia jest to istotne działanie stabilizujące: obniżenie kosztów obsługi i ograniczenie presji związanej z terminami zapadalności może uchronić przed wymuszoną sprzedażą aktywów, przerwaniem świadczenia usług czy gwałtownym cięciem wydatków lokalnych.

Nie należy jednak interpretować kwoty 10 bln juanów jako sumy umorzonego zadłużenia ani utożsamiać tej operacji z nowym impulsem inwestycyjnym o identycznej wartości. Zamiana długu modyfikuje strukturę zobowiązań i rozkład ryzyka, lecz sama w sobie nie odtwarza utraconej wartości ekonomicznej przedsięwzięć, które nie generują wystarczających dochodów. Tutaj ujawnia się różnica między refinansowaniem a restrukturyzacją ekonomiczną. Refinansowanie polega na zastąpieniu wymagalnego zobowiązania nowym finansowaniem, często o dłuższym terminie lub niższym oprocentowaniu. Restrukturyzacja może natomiast obejmować zmianę wartości roszczeń,

podział przedsiębiorstwa, sprzedaż aktywów, konwersję długu na kapitał albo uzgodnienie częściowego umorzenia należności.

Jeżeli projekt infrastrukturalny przynosi stabilne wpływy, lecz potrzebuje czasu na ich uzyskanie, wydłużenie zapadalności może wystarczyć do przywrócenia zdolności obsługi długu. Jeśli jednak oczekiwana wartość przyszłych przepływów pieniężnych pozostaje trwale niższa od kwoty zobowiązań, sama zmiana harmonogramu przesuwa problem w przyszłość. Przedsięwzięcie może być społecznie użyteczne, ale finansowo nierentowne, co wymaga świadomej decyzji o jego budżetowym utrzymaniu. Może też okazać się zbędne lub nadmiernie rozbudowane – wówczas podtrzymywanie działalności pochłania zasoby bez realnej korzyści społecznej. Dlatego przed wyborem instrumentu restrukturyzacji konieczna jest klasyfikacja aktywów według ich funkcji publicznej, potencjalnej rentowności i możliwości odzyskania wartości ekonomicznej. Bez takiego rozróżnienia operacje zamiany długu poprawiają jedynie krótkookresowe wskaźniki płynności, utrwalając jednocześnie wcześniejszą niewłaściwą alokację kapitału.

Ustalenie, kto powinien ponieść straty wynikające z nieudanych inwestycji, wymaga prześledzenia rzeczywistego łańcucha wierzytelności. LGFV mogą być finansowane kredytem bankowym, obligacjami przedsiębiorstwa, zobowiązaniami wobec wykonawców, finansowaniem powierniczym oraz kapitałem wniesionym przez podmioty kontrolowane przez administrację; każda z tych form tworzy odmienną relację prawną i ekonomiczną. W przypadku nierentownych przedsięwzięć straty mogą obciążać najpierw kapitał własny spółki, następnie określone grupy wierzycieli, a w razie udzielonych gwarancji – także podmioty zobowiązane do ich wykonania. Rzeczywista kolejność zaspokajania roszczeń zależy jednak od zabezpieczeń, treści umów i przepisów; nie można jej ustalić przez samo odwołanie się do publicznego charakteru projektu.

Szczególnie problematyczne są roszczenia wierzycieli, którzy nie otrzymali formalnej gwarancji, lecz finansowali projekty w przekonaniu, że administracja lokalna nie dopuści do niewypłacalności powiązanej z nią spółki. Jeżeli państwo zaspokaja takie zobowiązania w pełnej wysokości, wzmacnia przekonanie o bezwarunkowej ochronie przyszłych inwestycji. Jeśli natomiast odmawia pomocy bez odpowiedniego przygotowania rynku, może wywołać gwałtowną zmianę wyceny ryzyka i trudności finansowe podmiotów, które wcześniej działały na podstawie utrwalonych oczekiwań. Problem ten ma bezpośredni związek z teorią pokusy nadużycia oraz asymetrii informacji. Wierzyciel, który przypuszcza, że straty zostaną ostatecznie przejęte przez państwo, może poświęcać mniej zasobów na analizę przepływów pieniężnych i jakości zabezpieczeń. Dłużnik korzystający z takiego finansowania zyskuje natomiast możliwość podejmowania projektów, których nie zaakceptowałby inwestor ponoszący pełne ryzyko ekonomiczne.

W przypadku LGFV sytuację komplikuje niejednoznaczność granicy między działalnością komercyjną a realizacją zadania publicznego.

Konieczność oddzielenia funkcji publicznych od komercyjnych

Budowa drogi czy instalacji wodociągowej może być uzasadniona społecznie, nawet jeśli przychody od użytkowników nie pokryją kosztów; takie przedsięwzięcie powinno jednak zostać sfinansowane w sposób, który pozwoli jasno rozpoznać jego koszt fiskalny. Przenoszenie go do przedsiębiorstwa pozabudżetowego może tworzyć pozór komercyjnej opłacalności, co w momencie niewypłacalności prowadzi do sporów o odpowiedzialność. Rozwiązaniem nie jest bezwarunkowe odcięcie od pomocy wszystkich podmiotów powiązanych z administracją, lecz przejrzyste oddzielenie funkcji publicznych od działalności gospodarczej. W pierwszym przypadku niezbędne są jawne zobowiązania budżetowe, w drugim – możliwość poniesienia straty przez właścicieli i wierzycieli, zgodnie z prawem i warunkami finansowania.

Kluczowe znaczenie systemowe ma pozycja banków, będących podstawowym kanałem pośrednictwa finansowego w gospodarce chińskiej. Według danych chińskiego organu nadzoru finansowego, na koniec drugiego kwartału 2026 roku aktywa instytucji bankowych wynosiły około 498 bln juanów, a współczynnik adekwatności kapitałowej banków komercyjnych osiągał 15,26%. Wskaźniki te świadczą o ogromnej skali systemu i istotnych buforach kapitałowych w ujęciu zagregowanym. Nie oznaczają one jednak, że ryzyko jest rozłożone równomiernie. Wielkie banki ogólnokrajowe mają zupełnie inną strukturę portfeli i możliwości pozyskiwania kapitału niż banki miejskie czy wiejskie, których kondycja zależy od lokalnej gospodarki. Jeśli bank finansuje jednocześnie przedsiębiorstwa komunalne, deweloperów i wykonawców infrastruktury w jednym regionie, kryzys na rynku nieruchomości uderza w kilka kategorii aktywów naraz. Taka koncentracja geograficzna zwiększa wrażliwość na wspólny wstrząs, nawet jeśli formalnie kredyty udzielono różnym podmiotom. Ocena stabilności sektora wymaga zatem analizy nie tylko średniej adekwatności kapitałowej, ale przede wszystkim struktury ekspozycji, jakości zabezpieczeń i realnej zdolności poszczególnych banków do pokrywania strat.

Mechanizm transmisji problemów zadłużeniowych na całą gospodarkę trafnie opisuje teoria akceleratora finansowego Bena Bernankego, Marka Gertlera i Simona Gilchrista. Jej główna intuicja zakłada, że pogorszenie bilansu dłużnika podnosi koszt zewnętrznego finansowania, co ogranicza inwestycje i dodatkowo osłabia sytuację przedsiębiorstwa. Spadek wartości aktywów oznacza słabsze zabezpieczenia, a te z kolei prowadzą do ograniczenia dostępnego kredytu lub

wzrostu jego ceny. Mniejszy poziom inwestycji obniża popyt w innych sektorach, co może ponownie uderzyć w wartość aktywów i pogorszyć bilanse kolejnych uczestników rynku.

Ryzyko zombie lending i pułapka płynności w chińskim sektorze bankowym

W Chinach sprzężenie zwrotne może przebiegać między rynkiem gruntów, kondycją finansową samorządów, działalnością LGFV a portfelami bankowymi. Jeśli instytucja kredytowa ponosi straty z finansowania inwestycji lokalnych, może ograniczać akcję kredytową również wobec prywatnych przedsiębiorstw niezwiązanych z nierentownymi projektami. Powstaje wówczas koszt makroekonomiczny, który wykracza poza wartość samej nieudanej inwestycji. Jest to istotny argument za uporządkowaną restrukturyzacją i odpowiednim wzmocnieniem kapitału banków, gdyż niekontrolowane przenoszenie strat utrudnia finansowanie sektorów o realnym potencjale rozwojowym.

Odmiennym zagrożeniem jest zjawisko kredytowania przedsiębiorstw ekonomicznie niezdolnych do samodzielnego funkcjonowania, określane jako zombie lending. Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi i Anil K. Kashyap w badaniu dotyczącym Japonii wykazali, że banki mogą być skłonne przedłużać finansowanie niewypłacalnych podmiotów, aby uniknąć konieczności natychmiastowego rozpoznania strat. Takie postępowanie poprawia pozornie bieżącą stabilność sprawozdawczą, lecz więzi kapitał i pracę w jednostkach o niskiej produktywności, ograniczając przestrzeń dla bardziej efektywnych konkurentów. W przypadku Chin podobny mechanizm może występować w relacjach między bankami lokalnymi a LGFV, przedsiębiorstwami państwowymi lub zadłużonymi producentami przemysłowymi.

Nie należy jednak automatycznie uznawać każdej firmy korzystającej z restrukturyzacji za przedsiębiorstwo zombie. Tymczasowe trudności płynnościowe mogą dotyczyć także wartościowych ekonomicznie projektów, a gwałtowne przerwanie ich finansowania niszczyłoby zasoby możliwe do odzyskania. Kluczowa jest zatem zdolność do odróżniania przedsiębiorstw przejściowo niewypłacalnych płynnościowo od podmiotów, których dalsza działalność nie generuje wystarczającej wartości. Wymaga to realistycznej wyceny majątku, wiarygodnych prognoz przepływów pieniężnych oraz niezależnej procedury weryfikacji.

Oficjalne wskaźniki jakości chińskiego portfela kredytowego wymagają interpretacji uwzględniającej tę różnicę. Według danych nadzoru finansowego, na koniec drugiego kwartału 2026 roku udział kredytów zagrożonych w portfelach banków komercyjnych wynosił około 1,52%, a

ich wartość sięgała około 3,7 bln juanów. Dane te nie wskazują same w sobie na powszechną niewypłacalność chińskiego sektora bankowego. Należy jednak pamiętać, że udział kredytów formalnie sklasyfikowanych jako zagrożone zależy od zasad restrukturyzacji, sposobu klasyfikacji ekspozycji i momentu rozpoznawania utraty wartości. Jeśli kredyt zostaje wydłużony, a dłużnik reguluje bieżące płatności dzięki nowemu finansowaniu, statystyka może nie oddawać w pełni pogorszenia ekonomicznej wartości wierzytelności. Z drugiej strony samo istnienie rozbudowanych programów refinansowania nie dowodzi fałszowania danych, gdyż część operacji faktycznie przywraca zdolność obsługi długu. Rzetelna ocena wymaga zbadania, czy restrukturyzowane ekspozycje generują trwałe przepływy pieniężne, jakie posiadają zabezpieczenia i czy rezerwy bankowe odpowiadają prawdopodobnym stratom.

MFW w ocenie stabilności chińskiego systemu finansowego z 2025 roku wskazywał zarówno na zdolność najważniejszych instytucji do absorbowania poważnych wstrząsów, jak i na potrzebę wzmocnienia mechanizmów postępowania wobec słabszych banków. Dopełnieniem analizy ryzyka jest teoria Douglasa W. Diamonda i Philipa H. Dybviga z pracy Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity z 1983 roku. Autorzy wykazali, że banki pełnią użyteczną funkcję przekształcania krótkoterminowych, płynnych depozytów w finansowanie długoterminowe, lecz właśnie ta konstrukcja czyni je podatnymi na nagłe wycofywanie środków przez deponentów. Nawet instytucja posiadająca aktywa o istotnej wartości ekonomicznej może napotkać poważne trudności, jeśli zostanie zmuszona do ich szybkiej sprzedaży po niekorzystnych cenach.

Model ten pomaga odróżnić problem płynności od problemu wypłacalności. Pierwszy dotyczy możliwości terminowego regulowania zobowiązań, drugi – relacji między wartością aktywów a wielkością pasywów. W sytuacji kryzysowej bank centralny i system gwarantowania depozytów mogą przeciwdziałać nieuzasadnionej panice oraz ograniczać straty wynikające z gwałtownej wyprzedaży aktywów. Nie są one jednak w stanie samą operacją płynnościową odtworzyć kapitału utraconego wskutek nieściągalnych kredytów. Dlatego stabilizowanie systemu bankowego wymaga dwóch odrębnych instrumentów: zapewniania płynności instytucjom zdolnym do dalszego funkcjonowania oraz restrukturyzacji lub dokapitalizowania tych, których aktywa utraciły znaczną część wartości. W chińskim systemie ochronę deponentów wzmacnia funkcjonujący od 2015 roku mechanizm gwarantowania depozytów, przewidujący podstawowy limit ochrony do 500 tys. juanów na deponenta w danej instytucji, zgodnie z odpowiednimi zasadami programu.

Konieczność rozdzielenia ochrony depozytów od ratowania wierzycieli

Ochrona oszczędności gospodarstw domowych ma znaczenie nie tylko społeczne, ale i makroekonomiczne – niepewność co do bezpieczeństwa depozytów mogłaby bowiem doprowadzić do gwałtownego spadku konsumpcji i destabilizacji finansowania banków. Nie oznacza to jednak, że państwo powinno bezwarunkowo gwarantować całość zobowiązań sektora bankowego. Rozszerzanie gwarancji poza jasno określony zakres zwiększa koszty fiskalne i osłabia dyscyplinę wierzycieli profesjonalnych, których zadaniem jest rzetelna ocena ryzyka inwestycyjnego. Ekonomicznie uzasadniony system rozwiązywania kryzysów bankowych powinien skutecznie chronić podstawowe funkcje płatnicze oraz depozyty objęte ochroną, a jednocześnie precyzyjnie określać zasady udziału akcjonariuszy i pozostałych wierzycieli w stratach. Takie rozwiązania wymagają sprawnych procedur prawnych, kompetentnego nadzoru oraz możliwości szybkiego przeniesienia zdrowych aktywów do instytucji zdolnych do ich prowadzenia. Ochrona stabilności systemu nie musi być zatem tożsama z zachowaniem dotychczasowej struktury własności każdej instytucji finansowej.

Kwestia udziału budżetu centralnego w rozwiązywaniu problemów lokalnych sprowadza się do klasycznego sporu o odpowiedzialność fiskalną w wielopoziomowym systemie państwa. Jeśli administracja lokalna zakłada, że rząd centralny zawsze przejmie koszty jej nieudanych inwestycji, może racjonalnie zwiększać zadłużenie ponad poziom, który zaakceptowałaby przy pełnej odpowiedzialności za skutki swoich decyzji. Jest to problem "miękkiego ograniczenia budżetowego" w relacjach między szczeblami administracji. Z drugiej strony całkowita odmowa pomocy finansowej jednostkom lokalnym mogłaby zagrozić funkcjonowaniu szkół, ochrony zdrowia, transportu i podstawowych usług komunalnych – obszarów, za których dostępność odpowiada państwo jako całość. Pojawia się zatem konieczność rozróżnienia pomocy służącej ochronie świadczeń publicznych od wsparcia podtrzymującego właścicieli i wierzycieli nierentownych przedsięwzięć. Transfer centralny może być uzasadniony w pierwszym przypadku, szczególnie w regionach o słabszej bazie podatkowej, lecz powinien być ściśle powiązany z reformą finansowania i ograniczeniem ponownego narastania zobowiązań pozabudżetowych. W przeciwnym razie restrukturyzacja długu staje się jedynie kolejnym etapem wielokrotnie powtarzanego cyklu: ekspansji kredytowej, ujawnienia strat, interwencji centralnej i odtworzenia wcześniejszych bodźców inwestycyjnych.

Praktyczna reforma chińskich finansów lokalnych wymaga również zmiany sposobu finansowania zadań publicznych. W oficjalnym projekcie budżetowym na 2026 rok przewidziano transfery z

budżetu centralnego do władz lokalnych w wysokości około 10,415 bln juanów, przy jednoczesnym utrzymaniu znacznej skali wydatków lokalnych.

Konieczność oddzielenia funkcji publicznych od komercyjnych w restrukturyzacji długu

Transfery te służą łagodzeniu nierównowagi między poziomami administracji, jednak sama ich skala nie gwarantuje stabilności systemu. Kluczowa jest przewidywalność wpływów, zgodność finansowania z zakresem powierzonych zadań oraz zdolność do ograniczania wydatków o niskiej efektywności. Z punktu widzenia ekonomii sektora publicznego wskazane byłoby wzmocnienie stabilnych źródeł dochodów lokalnych i ograniczenie nadmiernej zależności od transakcji gruntowych, których wpływy podlegają silnym wahaniom koniunkturalnym. Możliwe instrumenty obejmują zmianę podziału dochodów podatkowych, odpowiednio skonstruowane podatki majątkowe, reformę transferów wyrównawczych oraz rygorystyczną ocenę nowych przedsięwzięć publicznych. Każde z tych rozwiązań wiąże się jednak z odrębnymi kosztami politycznymi i dystrybucyjnymi.

Rozszerzenie podatków od nieruchomości mogłoby poprawić dochody lokalne, lecz uderzyłoby w majątek gospodarstw domowych, których znaczna część oszczędności została już zaangażowana na rynku mieszkaniowym. Reforma fiskalna musi zatem uwzględniać zarówno trwałość dochodów państwa, jak i zachowania konsumentów oraz właścicieli aktywów. Zdolność do restrukturyzacji długu zależy również od jakości prawa upadłościowego i instytucji jego stosowania. W przypadku zwykłego przedsiębiorstwa postępowanie restrukturyzacyjne może prowadzić do redukcji zobowiązań, przejęcia kontroli przez nowych inwestorów, sprzedaży części majątku lub likwidacji działalności. W odniesieniu do LGFV sytuacja jest bardziej złożona, gdyż podmiot ten może jednocześnie posiadać aktywa komercyjne i realizować zadania niezbędne dla funkcjonowania miasta. Ekonomicznie uzasadniona restrukturyzacja wymaga zatem rozdzielenia aktywów o wartości publicznej od działalności mogącej podlegać zwykłej procedurze rynkowej. Utrzymanie infrastruktury krytycznej nie musi oznaczać pełnej ochrony dotychczasowych akcjonariuszy ani wszystkich wierzycieli podmiotu, który nią zarządza; możliwe jest przeniesienie określonych funkcji do innego operatora przy jednoczesnym rozstrzygnięciu roszczeń wobec poprzedniego przedsiębiorstwa.

Taki proces wymaga jednak wiarygodnego rejestru zobowiązań, profesjonalnej wyceny aktywów i sprawnego mechanizmu rozstrzygania sporów. Bez niezależnej oceny ekonomicznej i prawnej ryzyko politycznej ingerencji może prowadzić do selektywnego zaspokajania roszczeń, utrwalania

nieefektywnych podmiotów albo nieprzejrzystego przenoszenia strat między instytucjami publicznymi. Istotną rolę mogą tu odgrywać wyspecjalizowane instytucje zarządzania aktywami problemowymi, których zadaniem jest przejmowanie, restrukturyzacja i stopniowe odzyskiwanie wartości zagrożonych należności. Chińska gospodarka posiada już doświadczenia w wykorzystaniu takich struktur podczas wcześniejszych reform sektora bankowego.

Ich skuteczność zależy jednak przede wszystkim od sposobu wyceny przejmowanych aktywów i struktury bodźców ekonomicznych. Jeśli należność o niskiej wartości rynkowej zostanie zakupiona po cenie znacznie przewyższającej kwotę możliwą do odzyskania, transakcja może służyć jedynie dokapitalizowaniu sprzedającego banku kosztem nabywcy, nie rozwiązując rzeczywistego problemu. Z kolei przejęcie aktywów po cenie realistycznie uwzględniającej ryzyko pozwala rozpoznać stratę i stworzyć fundament pod dalszą restrukturyzację. Przy sprzedaży majątku nieruchomościowego kluczowa jest płynność rynku: gwałtowna podaż dużej liczby podobnych aktywów może obniżyć ceny i pogłębić straty wyceny. Proces odzyskiwania wartości powinien zatem uwzględniać stan rynku, koszty utrzymania majątku i możliwości jego nowej utylizacji. Nie usprawiedliwia to jednak bezterminowego przechowywania nierentownych aktywów w bilansach instytucji publicznych bez ich ekonomicznej weryfikacji.

Oddzielnego potraktowania wymaga zadłużenie przedsiębiorstw deweloperskich, ponieważ jego konsekwencje dotykają nie tylko banków i inwestorów, lecz także osób, które zapłaciły za mieszkania przed zakończeniem budowy. Na rynku nieruchomości zobowiązania przyjmują postać kredytów bankowych, obligacji, zaległości wobec dostawców oraz obowiązku wykonania umów z nabywcami lokali. Upadłość dewelopera staje się więc problemem szerszym niż zwykły podział pozostałych aktywów między wierzycieli finansowych. Niedokończone inwestycje mogą prowadzić do sytuacji, w której gospodarstwo domowe spłaca kredyt mieszkaniowy, nie otrzymując świadczenia zgodnego z umową. Obniża to zaufanie do rynku, zwiększa niepewność majątkową i może ograniczyć przyszłą skłonność do nabywania nieruchomości.

MFW w lutym 2026 roku zalecał między innymi wykorzystanie finansowania centralnego do rozwiązania problemu mieszkań sprzedanych przed ukończeniem budowy. Takie wsparcie ma odmienny charakter ekonomiczny od bezwarunkowego ratowania właścicieli deweloperów. Jego celem byłaby ochrona konkretnych zobowiązań wobec nabywców i stabilizacja rynku mieszkaniowego, przy jednoczesnym rozstrzygnięciu odpowiedzialności kapitałowej przedsiębiorstw oraz ich wierzycieli.

Wpływ kryzysu nieruchomości na konsumpcję i sektor prywatny

W tym miejscu należy przywołać badania Atifa Miana i Amira Sufiego nad związkiem zadłużenia gospodarstw domowych z konsumpcją. Wskazują one, że spadek wartości zabezpieczeń mieszkaniowych oraz nadmierne obciążenia kredytowe mogą silnie ograniczać wydatki konsumpcyjne, zwłaszcza w gospodarstwach o mniejszych zasobach płynnych. W przypadku Chin kluczowe jest przy tym psychologiczne i instytucjonalne znaczenie nieruchomości jako formy długoterminowego zabezpieczenia majątkowego.

Gdy ceny mieszkań spadają, część gospodarstw zwiększa oszczędności ostrożnościowe, nawet jeśli ich bieżące dochody nie uległy pogorszeniu. Uruchamia to mechanizm, w którym osłabienie rynku nieruchomości przekłada się na spadek popytu w handlu, usługach i przemyśle dóbr konsumpcyjnych. Równocześnie samorządy tracą wpływy z obrotu gruntami, co ogranicza ich zdolność do finansowania inwestycji i świadczeń publicznych. W efekcie powstaje wielokierunkowe sprzężenie zwrotne między bilansem gospodarstw domowych, dochodami przedsiębiorstw, kondycją banków a finansami lokalnymi.

Stabilizacja sektora mieszkaniowego nie może zatem być rozumiana wyłącznie jako próba zatrzymania spadku cen. Powinna ona obejmować uporządkowane zakończenie niewykonalnych przedsięwzięć, ochronę uzasadnionych roszczeń nabywców oraz stworzenie warunków, w których decyzje mieszkaniowe będą podejmowane bez oczekiwania nieograniczonego wzrostu wartości nieruchomości. Straty z nierentownych inwestycji mogą być przenoszone także na podmioty nieuczestniczące bezpośrednio w formalnych programach zadłużeniowych. Jeśli samorząd lub kontrolowana przez niego spółka opóźnia płatności wobec wykonawców infrastruktury, ciężar finansowania projektu zostaje przesunięty na dostawców materiałów, firmy budowlane i ich pracowników. Uderza to szczególnie dotkliwie w małe i średnie przedsiębiorstwa, które nie dysponują możliwościami refinansowania dostępnymi dla dużych podmiotów państwowych.

Zaległa należność handlowa jest dla dostawcy jedynie aktywem księgowym; nie stanowi gotówki pozwalającej na terminową wypłatę wynagrodzeń czy regulowanie podatków. W ten sposób problemy finansowe sektora publicznego przenikają do gospodarki prywatnej bez formalnego ogłoszenia niewypłacalności jednostki lokalnej. Z perspektywy polityki społecznej podział strat nie ogranicza się więc do relacji między bankiem a dłużnikiem, lecz obejmuje przedsiębiorców, pracowników, użytkowników usług publicznych i podatników.

Jeżeli restrukturyzacja służy przede wszystkim ochronie największych instytucji finansowych, a koszty są przesuwane na słabszych kontrahentów, może to prowadzić do pogłębiania nierówności ekonomicznych i osłabiania przedsiębiorczości, której rozwój jest niezbędny dla wzrostu produktywności.

Koszty międzypokoleniowe i mechanizmy wychodzenia z pułapki zadłużenia

Koszty zadłużenia mają również wymiar międzypokoleniowy i terytorialny. Inwestycje infrastrukturalne mogą służyć społeczeństwu przez wiele dziesięcioleci, co uzasadnia rozłożenie kosztów ich finansowania w czasie – pod warunkiem, że przyszli użytkownicy rzeczywiście odniosą korzyści z powstałego majątku. Zupełnie inaczej należy oceniać przerzucanie na przyszłe pokolenia zobowiązań związanych z aktywami, które już utraciły użyteczność ekonomiczną lub nigdy nie miały uzasadnionej skali. W takim przypadku nowe długi nie finansują przyszłych korzyści, lecz konsumpcję zasobów dokonaną w przeszłości.

Analogiczny problem pojawia się w relacjach między regionami. Jeśli podatki pobierane w produktywnych ośrodkach służą bezwarunkowemu pokrywaniu strat z nietrafionych inwestycji w innych częściach kraju, transfery te mogą być postrzegane jako niesprawiedliwe. Z drugiej strony, odmowa wsparcia słabszym regionom mogłaby utrwalać nierówności w dostępie do podstawowych usług publicznych. Ekonomia dobrobytu wskazuje zatem na konieczność odróżnienia redystrybucji uzasadnionej spójnością terytorialną od finansowania strat wynikających z błędnych decyzji inwestycyjnych. Przejrzystość tego rozróżnienia jest kluczowa zarówno dla efektywności gospodarczej, jak i legitymizacji polityki fiskalnej. Instrumentem ograniczania tych napięć może być dokapitalizowanie wybranych instytucji finansowych ze środków publicznych. W chińskich planach budżetowych na 2026 rok przewidziano emisję specjalnych obligacji skarbowych o wartości 300 mld juanów, przeznaczonych właśnie na wzmocnienie kapitałowe centralnych instytucji finansowych.

Taka operacja może zwiększyć zdolność sektora bankowego do absorpcji strat i podtrzymania akcji kredytowej, jednak jej skuteczność zależy od tego, jak wykorzystany zostanie kapitał. Jeśli nowe środki posłużą jedynie do zamaskowanie wcześniejszych problemów, bez zmiany zasad oceny ryzyka, mogą one utrwalić nieefektywne kredytowanie. Jeżeli natomiast towarzyszy im rozpoznanie strat, poprawa zarządzania i restrukturyzacja portfeli, mogą one ustabilizować system i przyspieszyć przepływ kapitału do bardziej produktywnych obszarów. Istotne jest przy tym, aby pomoc kapitałowa nie zwalniała z odpowiedzialności właścicieli i menedżerów w sytuacjach

rażących uchybień w zarządzaniu ryzykiem. W perspektywie długofalowej kluczowa jest nie tylko skala dokapitalizowania, ale przede wszystkim zdolność instytucji do samodzielnego generowania zysków i utrzymywania buforów kapitałowych po zakończeniu programu wsparcia.

W polityce restrukturyzacyjnej nie można pominąć roli banku centralnego, choć jego instrumenty różnią się od decyzji budżetowych. Ludowy Bank Chin może wpływać na koszt i dostępność pieniądza, zarządzać płynnością sektora finansowego oraz wspierać transmisję polityki pieniężnej. Nie wolno jednak utożsamiać zapewniania płynności z nieograniczoną zdolnością do usuwania strat bilansowych bez ponoszenia kosztów gospodarczych. Trwała niewypłacalność przedsiębiorstwa wymaga rozstrzygnięcia relacji między wartością aktywów a zobowiązaniami, podczas gdy finansowanie publiczne rodzi skutki fiskalne, redystrybucyjne i monetarne. Rozróżnienie to jest szczególnie ważne przy słabym popycie prywatnym: zbyt szybka konsolidacja fiskalna mogłaby pogłębić spowolnienie, a utrzymywanie nierentownych inwestycji hamowałoby przyszły wzrost produktywności. MFW w konsultacjach dotyczących Chin wskazywał na potrzebę sekwencjonowania reform – podtrzymywania wsparcia makroekonomicznego do czasu ustąpienia presji deflacyjnych, przy jednoczesnym ograniczaniu nieefektywnych inwestycji pozabudżetowych i przygotowaniu restrukturyzacji długu. Rekomendacja ta odzwierciedla klasyczny konflikt między krótkookresową stabilizacją popytu a długookresową efektywnością fiskalną.

Z ekonomicznego punktu widzenia istnieją trzy zasadnicze sposoby rozwiązania problemu nadmiernego zadłużenia, choć w praktyce często występują one łącznie. Pierwszy to osiągnięcie wzrostu dochodów na tyle szybkiego, by zobowiązania stały się relatywnie mniejszym obciążeniem bez zmiany ich wartości nominalnej. Drugi to restrukturyzacja, w ramach której część roszczeń zostaje odroczona, zmniejszona lub zamieniona na inne instrumenty, co prowadzi do podziału strat między uczestników systemu. Trzeci polega na przeniesieniu ciężaru długu na szerszy sektor publiczny poprzez transfery, gwarancje lub przejęcie konkretnych kategorii zobowiązań.

Restrukturyzacja jako wieloletni proces instytucjonalny

Każdy z tych sposobów niesie odmienne skutki dla bodźców inwestycyjnych, dochodów gospodarstw domowych, zysków banków oraz przyszłego stanu finansów publicznych. Wzrost gospodarczy byłby rozwiązaniem najkorzystniejszym, jednak jego osiągnięcie nie zależy wyłącznie od decyzji administracyjnej – szczególnie w obliczu demografii i produktywności, które ograniczają tempo ekspansji.

Restrukturyzacja pozwala przywrócić zgodność zobowiązań z wartością aktywów, lecz wymaga uprzedniego rozpoznania strat. Przeniesienie długu na budżet może stabilizować system, ale

generuje koszt alternatywny w postaci środków, których nie można jednocześnie przeznaczyć na inne cele publiczne. Dlatego ocena polityki oddłużeniowej powinna uwzględniać zarówno tempo ograniczania ryzyka, jak i jego ostateczny rozkład społeczny. Najnowsza literatura instytucjonalna coraz wyraźniej podkreśla potrzebę połączenia restrukturyzacji zobowiązań z reformą zasad ich powstawania. W opracowaniu Local Government Finances in China: Policy Options to Tackle the Debt Overhang, opublikowanym przez MFW 25 września 2026 roku, Mark Adams i współautorzy przedstawiają kompleksowe podejście do zadłużenia władz lokalnych oraz LGFV. Obejmuje ono wykorzystanie ram prawnych niewypłacalności przedsiębiorstw, przygotowanie mechanizmów reagowania na napięcia finansowe, reformę lokalnych finansów publicznych oraz centralną koordynację procesu.

Gwałtowna likwidacja dużej liczby zadłużonych podmiotów bez uprzedniego przygotowania banków mogłaby doprowadzić do narastania strat i paraliżu akcji kredytowej. Z kolei bezterminowe odraczanie postępowań restrukturyzacyjnych jedynie zwiększa koszty finansowania nieefektywnych przedsięwzięć. Adams i współautorzy wskazują zatem na konieczność wcześniejszej identyfikacji najbardziej zagrożonych przedsiębiorstw i instytucji finansowych, określenia dostępnych narzędzi fiskalnych, wzmocnienia procedur prawnych oraz rozwoju rynku aktywów problemowych. W takim ujęciu restrukturyzacja długu nie jest pojedynczą operacją księgową, ale wieloletnim procesem instytucjonalnym wymagającym koordynacji między polityką fiskalną, nadzorem bankowym i prawem gospodarczym.

Zdolność państwa chińskiego do przeprowadzenia tego procesu nie powinna być ani przeceniana, ani lekceważona. Po stronie możliwości stabilizacyjnych przemawiają znaczne oszczędności krajowe, duży udział instytucji finansowych pozostających pod kontrolą publiczną, rozbudowane instrumentarium regulacyjne oraz relatywnie ograniczone uzależnienie trzonu systemu od krótkoterminowego finansowania w walutach obcych. Ułatwia to koordynowanie refinansowania i przeciwdziałanie nagłym zaburzeniom płynności. MFW oceniał ogólne ryzyko suwerenne Chin jako umiarkowane, podkreślając jednocześnie narastające zagrożenia wynikające z długu lokalnego i potrzebę rozpoznania strat w instytucjach finansowych.

Przejrzystość i uznanie strat jako warunki nowej produktywności

Wewnętrzny charakter znacznej części zobowiązań nie oznacza jednak, że koszty ich obsługi znikają w ramach gospodarki narodowej. Gdy jeden podmiot publiczny spłaca dług wobec innego, następuje przesunięcie zasobów i ryzyka, a ostateczny ciężar może obciążyć budżet, wyniki banków,

ceny usług lub ograniczyć nowe inwestycje. Administracyjna zdolność do opóźnienia niewypłacalności może być zatem istotnym atutem stabilizacyjnym, lecz staje się hamulcem rozwojowym, jeśli zastępuje trwałe rozwiązanie problemu niskiej produktywności kapitału. Wymiar polityczny restrukturyzacji ujawnia się szczególnie wyraźnie w relacji między przejrzystością a odpowiedzialnością instytucjonalną. Rozpoznanie straty wymusza bowiem wskazanie, które wcześniejsze założenia dotyczące wartości aktywów, popytu lub przyszłych dochodów okazały się błędne.

W strukturze wielopoziomowej odpowiedzialność za inwestycję często rozprasza się między lokalnych decydentów, banki, przedsiębiorstwa i organy nadzorcze. Każdy z tych uczestników może mieć odmienny interes w tym, jak zostanie zaprezentowany rzeczywisty stan majątku. Jeśli administracja nagradza wysoką dynamikę inwestycji, pomijając pełne koszty ich finansowania, tworzy zachętę do realizacji przedsięwzięć o efektach widocznych przed ujawnieniem przyszłych obciążeń. Reforma zadłużenia wymaga zatem nie tylko nowych limitów kredytowych, ale przede wszystkim poprawy statystyki finansów publicznych, audytu projektów, ujawniania zobowiązań warunkowych i wzmocnienia niezależnej oceny efektywności inwestycji. Kluczowa jest również dostępność informacji dla wierzycieli oraz jednolite traktowanie podobnych zobowiązań; w przeciwnym razie podmioty z lepszym dostępem do danych administracyjnych mogą czerpać korzyści kosztem pozostałych uczestników rynku. Przejrzystość staje się tu instrumentem poprawy alokacji kapitału, a nie jedynie standardem sprawozdawczości.

Ostatecznym sprawdzianem skuteczności chińskiego oddłużenia będzie jego wpływ na finansowanie przedsięwzięć tworzących rzeczywistą wartość gospodarczą. Jeśli banki przez długi czas utrzymują duże ekspozycje wobec podmiotów, które nie mogą spłacać zobowiązań bez kolejnego wsparcia, ograniczają zdolność kredytowania przedsiębiorstw o wyższej produktywności. Gdy samorządy przeznaczają coraz większą część dochodów na obsługę historycznych długów, ubywa środków na edukację, ochronę zdrowia, infrastrukturę utrzymaniową oraz instytucje wspierające lokalną przedsiębiorczość. Z kolei brak zaufania gospodarstw domowych do stabilności majątku i przyszłych dochodów osłabia popyt wewnętrzny, co ogranicza możliwości ekspansji produkcji. Tak rozumiana restrukturyzacja finansowa jest ściśle powiązana z analizowaną wcześniej doktryną nowych jakościowo sił wytwórczych. Trwała modernizacja wymaga bowiem nie tylko tworzenia nowoczesnych technologii, ale również uwalniania zasobów zajętych przez nieefektywne projekty i przenoszenia ich tam, gdzie produktywność jest wyższa. Zdolność do likwidowania błędów inwestycyjnych staje się wówczas warunkiem przyszłej innowacyjności. Wnioski z ekonomii politycznej zadłużenia prowadzą do szerszej refleksji nad charakterem chińskiego modelu rozwoju.

Przez lata jego przewagą była zdolność mobilizowania ogromnych zasobów na cele infrastrukturalne i przemysłowe, często w skali nieosiągalnej dla gospodarek o rozproszonej strukturze decyzyjnej. Obecnie jednak kluczowa staje się umiejętność odróżniania przedsięwzięć produktywnych od tych, które jedynie zwiększają statystyczną wielkość inwestycji. Wymaga to instytucji zdolnych do ujawniania strat i podejmowania decyzji sprzecznych z interesem podmiotów zaangażowanych w dotychczasowy model akumulacji. Nie musi to oznaczać rezygnacji z istotnej roli państwa, lecz zmianę sposobu jej sprawowania: przejście od bezpośredniego stymulowania liczby projektów ku tworzeniu warunków stabilnego finansowania usług publicznych, konkurencji, restrukturyzacji przedsiębiorstw i rozwoju produktywności. Z perspektywy nauk ekonomicznych problem polega na tym, że stabilność finansowa osiągnięta przez odraczanie rozpoznania strat różni się zasadniczo od tej wynikającej z rzeczywistej zdolności aktywów do generowania dochodów. Pierwsza jedynie maskuje problem, druga eliminuje jego ekonomiczne źródła.

Rozstrzygnięcia dotyczące chińskiego zadłużenia nie pozostaną wyłącznie sprawą wewnętrzną. Jeśli ograniczanie inwestycji lokalnych i restrukturyzacja przedsiębiorstw osłabią popyt krajowy, chińscy producenci mogą jeszcze intensywniej szukać odbiorców na rynkach zagranicznych. Jeżeli natomiast reforma poprawi alokację kapitału i zwiększy dochody gospodarstw domowych, wzrośnie zapotrzebowanie Chin na dobra i usługi z innych państw. Wybór między dalszym wspieraniem zdolności produkcyjnych a wzmacnianiem popytu wewnętrznego wpłynie zatem na ceny światowe, konkurencyjność przemysłu europejskiego, sytuację gospodarek surowcowych i międzynarodowe przepływy kapitałowe. Analiza części XII zostanie poświęcona właśnie tym zależnościom: wpływowi chińskiej nierównowagi między produkcją a konsumpcją na gospodarkę światową, mechanizmom eksportowania nadwyżek zdolności produkcyjnych oraz możliwościom przenoszenia kosztów i korzyści chińskiej modernizacji na inne państwa. Dopiero w tej perspektywie można ocenić, czy wewnętrzna restrukturyzacja modelu rozwoju Chin stanie się czynnikiem stabilizującym, czy źródłem nowych napięć międzynarodowych.

> Prawdziwa stabilność finansowa nie rodzi się z umiejętności odraczania momentu spłaty, lecz z odwagi do uznania, że niektóre aktywa przestały istnieć. Czy Chiny zdołają przekształcić swój system tak, by potrafił on likwidować błędy przeszłości zamiast jedynie je finansować? Odpowiedź na to pytanie rozstrzygnie, czy kraj ten wejdzie w nową erę innowacyjności, czy utknie w pułapce pozornej stabilności, która powoli dusi realny wzrost.

Inspiracje

[1] 

"Broken China" Logan Wright

John Wiley & Sons | ISBN: 9781509570683

Dr **Logan Wright** jest amerykańskim ekonomistą i politologiem specjalizującym się w chińskiej gospodarce i systemie finansowym. Jest partnerem w Rhodium Group, gdzie kieruje badaniami rynku chińskiego, a także starszym współpracownikiem w Katedrze Powierniczej ds. Biznesu i Ekonomii Chińskiej w Centrum Studiów Strategicznych i Międzynarodowych (CSIS). Uzyskał doktorat z nauk politycznych na Uniwersytecie George'a Washingtona, a także tytuł magistra w dziedzinie studiów nad bezpieczeństwem i licencjat w zakresie służby zagranicznej na Uniwersytecie Georgetown. Mieszka w Waszyngtonie, po ponad dwóch dekadach życia i prowadzenia badań ekonomicznych w Pekinie i Hongkongu, Wright znany jest ze swojej pracy empirycznej na temat ogromnej ekspansji kredytowej Chin, bankowości cieni, mechanizmów kursowych i strukturalnego spowolnienia gospodarczego, dostarczając wpływowych analiz chińskiej polityki makroekonomicznej.

*Dr. **Logan Wright** is an American economist and political scientist specializing in the Chinese economy and financial system. He serves as a Partner at Rhodium Group, where he leads the firm's China Markets Research work, and is a Senior Associate with the Trustee Chair in Chinese Business and Economics at the Center for Strategic and International Studies (CSIS). He earned a Ph.D. in political science from George Washington University, as well as a master's degree in security studies and a bachelor's degree in foreign service from Georgetown University. Based in Washington, D.C., after living and conducting economic research in Beijing and Hong Kong for over two decades, Wright is known for his empirical work on China's massive credit expansion, shadow banking, exchange rate mechanisms, and structural economic slowdown, providing influential analyses of Chinese macroeconomic policymaking.*

Rhodium Group / Center for Strategic and International Studies (CSIS)

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[1] **"Finance, Investment, and Economic Fluctuations"**

Eric Nasica, Hyman P. Minsky

2000 | Edward Elgar Publishing | ISBN: 9781858988962

[2] **"The Financial Instability Hypothesis"**

Hyman P. Minsky

1999



[3] **"Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan"**

Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi, Anil K. Kashyap

2006



[4] **"House of Debt"**

Atif Mian

University of Chicago Press | ISBN: 9780226277509



[5] **"Historical Dictionary of the Financial System in China"**

Lawrence R. Sullivan, Nancy Liu-Sullivan

2024 | Bloomsbury Publishing USA | ISBN: 9798881801816

[6] **"Political Economy of Local Public Debt"**

Pan LIU, Jie Mao, qi yu

2022

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"The Voluntary Exchange Theory of Public Economy"**

Richard Abel Musgrave

1939 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1882886

Źródło

[2] **"The Theory of Environmental Policy"**

William J. Baumöl, Wallace E. Oates

1988 | Cambridge University Press eBooks | DOI: 10.1017/cbo9781139173513

Źródło

[3] **"Proportional Income Taxation and Risk-Taking"**
Evsey D. Domar, Richard Abel Musgrave
1944 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1882847
Źródło

[4] **"Classics in the Theory of Public Finance"**
Richard Abel Musgrave, Alan T. Peacock
1958 | Palgrave Macmillan UK eBooks | DOI: 10.1007/978-1-349-23426-4
Źródło

[5] **"Public Finance in Theory and Practice."**
A. R. Prest, Richard Abel Musgrave, Peggy B. Musgrave
1974 | The Economic Journal | DOI: 10.2307/2231053
Źródło

[6] **"Tightening Environmental Standards: The Benefit-Cost or the No-Cost Paradigm?"**
Karen Palmer, Wallace E. Oates, Paul R. Portney
1995 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.9.4.119
Źródło

[7] **"Toward A Second-Generation Theory of Fiscal Federalism"**
Wallace E. Oates
2005 | International Tax and Public Finance | DOI: 10.1007/s10797-005-1619-9
Źródło

[8] **"The Effects of Property Taxes and Local Public Spending on Property Values: An Empirical Study of Tax Capitalization and the Tiebout Hypothesis"**
Wallace E. Oates
1969 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/259584
Źródło

[9] **"The Financial Instability Hypothesis"**
Hyman P. Minsky
1992 | RePEc: Research Papers in Economics
Źródło

[10] **"Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance"**

Hyman P. Minsky

1982

Źródło

[11] **"The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to“Standard” Theory"**

Hyman P. Minsky

1977 | Challenge | DOI: 10.1080/05775132.1977.11470296

Źródło

[12] **"Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies: Remarks Upon Receiving the Veblen-Commons Award"**

Hyman P. Minsky

1996 | Journal of Economic Issues | DOI: 10.1080/00213624.1996.11505800

Źródło

[13] **"The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"**

Irving Fisher

1933 | Econometrica | DOI: 10.2307/1907327

Źródło

[14] **"The nature of capital and income"**

Irving Fisher

1906 | De Gruyter eBooks | DOI: 10.1515/9783112351369

Źródło

[15] **"Risk and Corporate Rates of Return"**

Irving Fisher, George R. Hall

1969 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1883994

Źródło

[16] **"Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices."**

Roy Forbes Harrod, Irving Fisher

1926 | International Affairs | DOI: 10.2307/3015285

Źródło

[17] "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession"

Richard C. Koo

2009

Źródło

[18] "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

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

Richard C. Koo

2014 | CERN Document Server (European Organization for Nuclear Research)

Źródło

[20] "It Is Private, Not Public Finances that Are Out of Whack"

Richard C. Koo

2014 | German Economic Review | DOI: 10.1111/geer.12028

Źródło

[21] "Agency Costs, Net Worth, And Business Fluctuations"

Ben Bernanke, Gertler, Mark

1988 | AgEcon Search (University of Minnesota, USA) | DOI: 10.22004/ag.econ.292693

Źródło

[22] "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression"

Ben Bernanke

1983 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w1054

Źródło

[23] "Credit, Debt-Deflation, and the Great Depression Revisited"

B. Bernanke

2025 | Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.20251455

Źródło

[24] **"Government Debt and Social Security in a Life-Cycle Economy"**

Mark Gertler

1997 | DOI: 10.3386/w6000

Źródło

[25] **"Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multi-Period Financial Relationships"**

Mark Gertler

1992 | The Review of Economic Studies | DOI: 10.2307/2297859

Źródło

[26] **"The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence"**

Mark L. Gertler, Simon Gilchrist

1993 | Scandinavian Journal of Economics | DOI: 10.2307/3440134

Źródło

[27] **"Credit market shocks and economic fluctuations: Evidence from corporate bond and stock markets"**

Simon Gilchrist, Vladimir Yankov, Egon Zakrajšek

2009 | Journal of Monetary Economics | DOI: 10.1016/j.jmoneco.2009.03.017

Źródło

[28] **"The macroeconomic impact of financial and uncertainty shocks"**

Dario Caldara, Cristina Fuentes-Albero, Simon Gilchrist, Egon Zakrajšek

2016 | European Economic Review | DOI: 10.1016/j.euroecorev.2016.02.020

Źródło

[29] **"Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity"**

Douglas W. Diamond, Philip H. Dybvig

1983 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261155

Źródło

[30] **"Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital"**

Douglas W. Diamond, Robert E. Verrecchia

1991 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x

Źródło

[31] "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt"

Douglas W. Diamond

1991 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261775

Źródło

[32] "Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking"

Douglas W. Diamond, Raghuram G. Rajan

2001 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/319552

Źródło

[33] "Banking Theory, Deposit Insurance, and Bank Regulation"

Douglas W. Diamond, Philip H. Dybvig

1986 | The Journal of Business | DOI: 10.1086/296314

Źródło

[34] "The Empirical Implications of the Cox, Ingersoll, Ross Theory of the Term Structure of Interest Rates"

Stephen J. Brown, Philip H. Dybvig

1986 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1986.tb04523.x

Źródło

[35] "Mean-Variance Theory in Complete Markets"

Philip H. Dybvig, Jonathan E. Ingersoll

1982 | The Journal of Business | DOI: 10.1086/296162

Źródło

[36] "How Do Interest Rates Affect Consumption? Household Debt and the Role of Asset Prices"

Angus Foulis, Jonathon Hazell, Atif Mian, Belinda Tracey

2026 | DOI: 10.3386/w34911

Źródło

[37] "Household Debt and Business Cycles Worldwide"

Atif Mian, Amir Sufi, Emil Verner

2015 | DOI: 10.3386/w21581

Źródło

[38] "Household Debt and Defaults from 2000 to 2010: Facts from Credit Bureau Data"

Atif Mian, Amir Sufi

2015 | DOI: 10.3386/w21203

Źródło

[39] "Who Bears the Cost of Recessions? The Role of House Prices and Household Debt"

Atif Mian, Amir Sufi

2016 | DOI: 10.3386/w22256

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: 6cf3af75-ab99-4d8c-983d-42dd5f46be53