Ekonomia polityczna chińskiego federalizmu fiskalnego i mechanizm LGFV w świetle książki Broken China Logana Wrighta



AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje strukturalne przyczyny zadłużenia władz lokalnych w Chinach, opierając się na koncepcji federalizmu fiskalnego i analizie Logana Wrighta. Kluczowym problemem jest pionowa nierównowaga fiskalna (vertical fiscal imbalance), powstała po reformie fēnshuìzhì z 1994 roku. Rozdźwięk między szerokimi obowiązkami inwestycyjnymi a ograniczonymi dochodami podatkowymi zmusił samorządy do poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania. Doprowadziło to do powstania LGFV (Local Government Financing Vehicles) – wyspecjalizowanych podmiotów przejmujących ukryte zadłużenie i łączących inwestycje publiczne z sektorem bankowym oraz rynkiem gruntów. System ten, oparty na rencie gruntowej i ekstensywnym rozwoju infrastruktury, stał się głównym źródłem ryzyka systemowego dla chińskiej gospodarki w obliczu kryzysu rynku nieruchomości.

The article analyzes the structural causes of local government debt in China, based on the concept of fiscal federalism and Logan Wright's analysis. The key problem is the vertical fiscal imbalance that arose after the 1994 fēnshuìzhì reform. The gap between broad investment responsibilities and limited tax revenues forced local governments to seek alternative sources of financing. This led to the creation of LGFVs (Local Government Financing Vehicles)—specialized entities that assume hidden debt and link public investments with the banking sector and the land market. This system, based on land rent and extensive infrastructure development, has become a major source of systemic risk for the Chinese economy in the face of the real estate market crisis.

Artykuł analizuje systemowe źródła kryzysu finansów lokalnych w Chinach, dowodząc, że obecna zapaść sektora nieruchomości jest jedynie objawem głębszej dysfunkcji modelu fiskalnego. Autor stawia tezę, że strukturalna nierównowaga między szerokimi obowiązkami wydatkowymi regionów a ich ograniczoną autonomią dochodową doprowadziła do powstania niebezpiecznego mechanizmu zależności od renty gruntowej oraz ukrytego zadłużenia w ramach spółek LGFV. System ten, oparty na „miękkich ograniczeniach budżetowych" i nieformalnych gwarancjach państwa, stymulował wzrost ekstensywny poprzez masowe inwestycje w infrastrukturę o niskiej stopie zwrotu, maskując realne straty księgowe. Tekst argumentuje, że techniczne programy zamiany długu są niewystarczające, gdyż nie przywracają produktywności kapitału. Prawdziwym wyzwaniem dla Chin jest zatem fundamentalna reforma relacji fiskalnych między centrum a regionami oraz odejście od modelu opartego na spekulacji gruntami na rzecz rzeczywistej efektywności ekonomicznej i nowoczesnego systemu podatkowego.

SŁOWA KLUCZOWE

chiński federalizm fiskalny | mechanizm LGFV | pionowa nierównowaga fiskalna | renta gruntowa | Broken China Logana Wrighta | local government financing vehicles | system fēnshuìzhì | land value capture | rozwój ekstensywny vs intensywny | zadłużenie lokalne w Chinach | finansowanie oparte na gruntach | konkurencja jurysdykcji | ryzyko systemowe sektora bankowego | restrukturyzacja długu LGFV

Pionowa nierównowaga fiskalna jako źródło zadłużenia lokalnego

Finanse władz lokalnych, renta gruntowa i ukryte zadłużenie. Ekonomia polityczna chińskiego federalizmu fiskalnego oraz mechanizm LGFV

Kryzys chińskiego rynku nieruchomości ujawnia pełnię swoich makroekonomicznych konsekwencji dopiero wtedy, gdy analizę bilansów deweloperów i gospodarstw domowych rozszerzy się na system finansów publicznych. W modelu rozwoju Chińskiej Republiki Ludowej władze lokalne nie ograniczały się do funkcji administracyjnych i wykonywania polityki centrum.

Były one jednocześnie organizatorami inwestycji infrastrukturalnych, zarządcami procesów urbanizacji, dysponentami zasobów gruntowych, właścicielami przedsiębiorstw oraz aktywnymi uczestnikami konkurencji o kapitał, technologie i miejsca pracy. Tak szeroki zakres działalności wymagał stabilnych źródeł dochodów, jednak struktura podziału wpływów podatkowych między centrum a jednostkami terytorialnymi nie zawsze odpowiadała rozmieszczeniu obowiązków wydatkowych. W efekcie ukształtował się układ, w którym finansowanie rozbudowy miast coraz silniej zależało od odpłatnego udostępniania praw do użytkowania gruntów. Z kolei projekty inwestycyjne wykraczające poza bieżące możliwości budżetowe powierzano wyspecjalizowanym przedsiębiorstwom powiązanym z władzami lokalnymi. Podmioty te, określane jako local government financing vehicles – LGFV (w chińskiej praktyce 地方政府融资平台 dìfāng zhèngfǔ róngzī píngtái lub potocznie 城投公司 chéngtóu gōngsī), stały się kluczowym ogniwem łączącym inwestycje publiczne, sektor bankowy, rynek obligacji i finanse lokalne.

Zrozumienie tego systemu wymaga odwołania się do teorii federalizmu fiskalnego, mimo że Chiny konstytucyjnie pozostają państwem unitarnym. Federalizm fiskalny jako narzędzie analityczne nie zakłada formalnego ustroju politycznego; odnosi się raczej do podziału kompetencji dochodowych, odpowiedzialności za wydatki publiczne, mechanizmów transferowych oraz bodźców ekonomicznych między różnymi szczeblami administracji. W tradycji Richarda Musgrave'a i Wallace'a Oatesa analizuje się przede wszystkim problem przypisania konkretnych funkcji publicznych temu poziomowi władzy, który może realizować je najefektywniej.

Usługi silnie zależne od lokalnych uwarunkowań – jak infrastruktura komunalna, zagospodarowanie przestrzenne czy niektóre usługi społeczne – są lepiej dostosowane do potrzeb mieszkańców, gdy decyzje zapadają blisko użytkownika. Z kolei stabilizacja makroekonomiczna, redystrybucja międzyregionalna i ochrona jednolitego rynku wymagają dominującej roli centrum. Zasada decentralizacji nie oznacza jednak, że samo przekazanie obowiązków administracyjnych bez zapewnienia odpowiednich dochodów podatkowych gwarantuje efektywność. To właśnie w rozbieżności między lokalną odpowiedzialnością a lokalnymi zasobami fiskalnymi należy szukać jednej z przyczyn późniejszego narastania chińskiego zadłużenia.

Historycznym punktem zwrotnym była reforma podziału dochodów podatkowych z 1994 roku, znana jako 分税制 (fēnshuìzhì) – system rozdzielania podatków pomiędzy szczeblami władzy. Jej celem było przywrócenie centrum zdolności do prowadzenia polityki makroekonomicznej oraz uporządkowanie struktury fiskalnej po okresie eksperymentów z kontraktowym podziałem dochodów. Wcześniejsza decentralizacja, choć stymulowała lokalną przedsiębiorczość, osłabiła udział centrum w dochodach publicznych i utrudniła finansowanie zadań ogólnokrajowych. Reforma wprowadziła podział na podatki centralne, lokalne i dzielone, sformalizowała zasady

dystrybucji wpływów oraz rozwinęła mechanizmy transferów i zwrotów podatkowych. Z perspektywy budowy nowoczesnego państwa fiskalnego rozwiązanie to było racjonalnie uzasadnione.

Długofalowym skutkiem reformy stało się jednak zwiększenie zależności od transferów z centrum przy jednoczesnym utrzymaniu rozległych obowiązków jednostek terenowych, zwłaszcza w obszarze infrastruktury, edukacji, ochrony zdrowia i usług komunalnych. Sama luka finansowa nie wywołała jeszcze kryzysu zadłużenia, ale stworzyła warunki, w których władze lokalne zaczęły poszukiwać dochodów poza tradycyjnymi podatkami. W teorii finansów publicznych sytuację, w której szczebel administracji odpowiada za znaczną część wydatków, nie kontrolując jednocześnie odpowiednich dochodów, określa się mianem pionowej nierównowagi fiskalnej - vertical fiscal imbalance. Taka nierównowaga nie zawsze jest patologią.

W państwach o dużych dysproporcjach regionalnych centralizacja części podatków może być niezbędna do prowadzenia polityki wyrównawczej i zapobiegania różnicom w jakości usług publicznych. Problem pojawia się, gdy transfery są niewystarczające, niestabilne lub nie pokrywają kosztów powierzonych zadań, a samorządy mają ograniczoną możliwość korygowania wydatków. Wówczas presja fiskalna przejawia się poprzez zadłużanie, podwyższanie opłat administracyjnych, opóźnianie płatności wobec wykonawców lub intensywną sprzedaż majątku publicznego.

Strukturalna dysproporcja między wydatkami a dochodami władz lokalnych

W przypadku Chin kluczowe znaczenie miało to, że jednostki lokalne dysponowały instrumentem zdolnym generować ogromne dochody w okresie wzrostu wartości nieruchomości: prawami do użytkowania gruntów miejskich. Zależność od tego źródła pozwalała łagodzić bieżącą nierównowagę budżetową, lecz jednocześnie uzależniła długoterminowe finansowanie usług publicznych od koniunktury w sektorze nieruchomości. Skalę decentralizacji wydatkowej obrazują dane budżetowe. Według chińskiego Ministerstwa Finansów w 2025 roku wydatki lokalnych jednostek administracji w ramach ogólnego budżetu publicznego wyniosły około 24,44 bln juanów, przy łącznych wydatkach tego budżetu na poziomie 28,74 bln juanów. Oznacza to, że na szczeblu lokalnym realizowano około 85% wydatków w tym ujęciu. Jednocześnie własne dochody lokalne w ramach tego samego budżetu wyniosły około 12,21 bln juanów wobec łącznych dochodów publicznych tej kategorii sięgających 21,60 bln juanów, co odpowiadało około 56,5% dochodów krajowych.

Różnicy między lokalnymi wydatkami a dochodami własnymi nie należy interpretować jako zwykłego, bezpośredniego deficytu samorządowego, gdyż znaczną rolę odgrywają tu transfery między szczeblami administracji oraz pozostałe mechanizmy finansowania. Zestawienie to ukazuje jednak strukturalne znaczenie wyrównywania zdolności dochodowych jednostek lokalnych przez centrum. Jest ono zbieżne z wcześniejszymi badaniami MFW, które wskazywały na wyjątkowo wysoki, sięgający około 85%, udział administracji subnarodowej w wydatkach budżetowych chińskiego sektora publicznego.

Kwestia lokalnej samodzielności gospodarczej stała się przedmiotem jednej z najbardziej wpływowych debat dotyczących źródeł chińskiego sukcesu rozwojowego. Gabriella Montinola, Yingyi Qian i Barry Weingast w artykule „Federalism, Chinese Style: The Political Basis for Economic Success in China" argumentowali, że określona forma decentralizacji sprzyjała w pierwszych dekadach reform konkurencji między regionami, rozwojowi przedsiębiorstw oraz ograniczaniu ingerencji biurokracji centralnej. W późniejszym badaniu Hehui Jin, Yingyi Qian i Barry Weingast wykazali, że silniejsze bodźce fiskalne do zatrzymywania części dodatkowych dochodów korelowały z szybszym rozwojem sektora niepaństwowego i bardziej intensywnymi reformami przedsiębiorstw państwowych na poziomie prowincji. W tym ujęciu władze lokalne nie były jedynie biernymi wykonawcami dyrektyw, lecz posiadały ekonomiczny interes w przyciąganiu inwestorów i zwiększaniu produkcji. Wyniki tych analiz są istotne, gdyż dowodzą, że mechanizmy, które później sprzyjały nadmiernym inwestycjom, początkowo mogły stymulować wzrost produktywności i tworzyć warunki dla prywatnej przedsiębiorczości. Analiza kryzysu powinna zatem wyjaśniać, dlaczego instytucje o charakterze rozwojowym zmieniły wektor swojego oddziaływania, zamiast zakładać ich pierwotną nieefektywność. Rozwinięciem tego argumentu jest koncepcja rywalizacji jurysdykcji oraz konkurencji politycznej o rezultaty gospodarcze.

W ujęciu Charlesa Tiebouta mieszkańcy mogą poprzez wybór miejsca zamieszkania wyrażać preferencje dotyczące kombinacji lokalnych podatków i usług publicznych. Model ten wymaga jednak szeregu warunków, w tym znacznej mobilności ludności, dostępu do informacji oraz możliwości różnicowania polityki lokalnej. W Chinach – ze względu na system hukou, ograniczenia kompetencyjne jednostek terenowych i brak bezpośredniej demokratycznej odpowiedzialności władz za całość ich działalności – konkurencja nie przyjmowała klasycznej postaci opisanej przez Tiebouta.

Renta gruntowa jako pułapka wzrostu ekstensywnego

System w większym stopniu opierał się na przyciąganiu kapitału i osiąganiu wyników ocenianych przez przełożonych w hierarchii partyjno-państwowej. Hongbin Li i Li-An Zhou, analizując rotację kierownictwa prowincji w latach 1979–1995, wykazali związek między wynikami gospodarczymi a prawdopodobieństwem awansu lub utrzymania stanowiska. Nie oznacza to, że wzrost PKB był zawsze jedynym albo dominującym kryterium kariery urzędników, zwłaszcza w późniejszych okresach; wskazuje jednak na mechanizm bodźców, który mógł utrwalać preferencję dla przedsięwzięć dających szybko mierzalne rezultaty gospodarcze.

W teorii organizacji takie rozwiązanie prowadzi do problemu wielozadaniowości i niedoskonałego pomiaru wyników. Jeżeli od władz lokalnych oczekuje się jednocześnie wzrostu gospodarczego, stabilności społecznej, ochrony środowiska, sprawności usług publicznych i bezpieczeństwa finansowego, ale niektóre z tych celów są łatwiejsze do bezpośredniego zmierzenia niż pozostałe, zarządzający mogą koncentrować wysiłki na wskaźnikach najbardziej widocznych dla przełożonych. Inwestycje w drogi, osiedla, strefy przemysłowe i budynki administracyjne stosunkowo łatwo wykazać w statystykach nakładów i aktywności gospodarczej. Poprawa jakości instytucji, ograniczenie kosztów biurokratycznych, zwiększenie niezależności oceny projektów czy długoterminowe wzmacnianie kapitału społecznego są znacznie trudniejsze do skwantyfikowania. Dlatego system oceny efektywności, który nadmiernie premiuje tempo inwestycji, może skłaniać do zastępowania trudnych reform instytucjonalnych łatwiejszym powiększaniem zasobu kapitału rzeczowego. Ta sama rywalizacja, która na wcześniejszym etapie rozwoju sprzyjała budowie potrzebnej infrastruktury i tworzeniu miejsc pracy, w późniejszej fazie może prowadzić do inwestowania w projekty o coraz niższej społecznej stopie zwrotu.

Istotnym elementem tego procesu była szczególna pozycja gruntów. Ponieważ miejskie grunty stanowią własność państwową, władze publiczne mogą udostępniać prawa do ich użytkowania na zasadach określonych w przepisach, pobierając wynagrodzenie od przedsiębiorstw realizujących projekty. W praktyce przychody z tego tytułu stały się podstawą systemu określanego jako 土地财政 (tǔdì cáizhèng), czyli finansowania lokalnego opartego na gruntach. Nie jest to zwykły odpowiednik corocznego podatku od posiadania nieruchomości. Sprzedaż lub odpłatne ustanowienie długoterminowego prawa do korzystania z gruntu oznacza uzyskanie znacznego wpływu pieniężnego w określonym momencie, często związanego z przyszłą działalnością deweloperską. Następuje więc przyspieszenie realizacji części wartości zasobu gruntowego, która w innych rozwiązaniach instytucjonalnych mogłaby być pobierana stopniowo w formie podatków lub opłat. Tego rodzaju dochód jest szczególnie atrakcyjny dla administracji dążącej do szybkiego

finansowania inwestycji, ponieważ pozwala uzyskać dużą kwotę przed pojawieniem się przyszłych wpływów podatkowych z rozwijającego się obszaru miejskiego.

Zasadniczą słabością tego modelu pozostaje zależność od popytu na nowe projekty i poziomu cen nieruchomości. W ekonomii zasobów naturalnych i teorii renty gruntowej kluczowy jest fakt, że grunt w określonej lokalizacji jest czynnikiem produkcji o zasadniczo niepowiększalnym zasobie, natomiast jego wartość wynika w znacznej części z otoczenia: dostępu do infrastruktury, zagęszczenia działalności gospodarczej, jakości usług publicznych i możliwości konkretnego wykorzystania. W tradycji Davida Ricarda renta gruntowa wiąże się z różnicami produktywności i położenia, zaś współczesna ekonomika miejska rozwija te rozważania, uwzględniając koszty transportu, aglomerację przedsiębiorstw i preferencje mieszkaniowe.

W tym ujęciu władza lokalna może zwiększać wartość określonego obszaru poprzez budowę stacji transportu publicznego, dróg, szkół i infrastruktury technicznej. Jeżeli następnie uzyskuje wyższe wpływy z udostępniania gruntów, częściowo odzyskuje wartość wytworzoną dzięki inwestycjom publicznym. Mechanizm ten bywa uznawany za uzasadnioną postać przechwytywania przyrostu wartości gruntów – land value capture – i sam w sobie nie musi być nieefektywny. Problem powstaje wtedy, gdy oczekiwane przyszłe przychody z rynku gruntowego stają się podstawą nadmiernego zadłużenia albo gdy publiczne inwestycje są planowane przede wszystkim w celu podwyższenia wartości aktywów, a nie zaspokojenia rzeczywistych potrzeb mieszkańców. Zależność od renty gruntowej sprzyjała powstawaniu mechanizmu dodatniego sprzężenia zwrotnego pomiędzy wydatkami publicznymi a finansowaniem nieruchomości.

Władze lokalne mogły przeznaczać środki na infrastrukturę, która podnosiła atrakcyjność pobliskich działek. Wzrost wartości gruntów umożliwiał pozyskiwanie wyższych wpływów z ich udostępniania deweloperom. Deweloperzy, przewidując dalszy wzrost cen mieszkań, byli skłonni składać wyższe oferty, a ich zdolność finansowania takich zakupów zależała od ekspansji kredytu i przedsprzedaży. Wyższe wpływy lokalne mogły następnie wspierać kolejne inwestycje infrastrukturalne. W fazie rozwoju miast powiązanie to może być korzystne, ponieważ finansowanie infrastruktury i zagospodarowywanie terenów wzajemnie się uzupełniają.

W fazie nasycenia rynku mieszkaniowego ta sama zależność staje się niebezpieczna. Jeżeli wartość gruntów jest podtrzymywana głównie przez oczekiwanie dalszej rozbudowy, a nie przez trwały wzrost dochodów i popytu na użytkowanie przestrzeni, system zaczyna zależeć od kontynuowania ekspansji nawet przy malejącej rentowności kolejnych projektów.

Dane chińskiego Ministerstwa Finansów pokazują skalę odwrócenia tej tendencji po pęknięciu boomu deweloperskiego. W 2021 roku wpływy z udostępniania praw do użytkowania gruntów

państwowych wyniosły około 8,705 bln juanów. W 2024 roku osiągnęły około 4,870 bln juanów, a w 2025 roku zmniejszyły się do około 4,152 bln juanów. Oznacza to, że między 2021 a 2025 rokiem nominalna wartość tych wpływów spadła o około 52%.

Renta gruntowa jako nieefektywne źródło finansowania infrastruktury

Jest to jeden z najważniejszych wskaźników strukturalnego załamania dawnego modelu finansowania urbanizacji. Należy zauważyć, że przychody ze sprzedaży praw do gruntów ujmowane są przede wszystkim w budżetach funduszy rządowych, które stanowią odrębność względem ogólnego budżetu publicznego. Ich znaczenia nie można zatem oceniać poprzez proste porównanie pojedynczej pozycji z dochodami podatkowymi, bez uwzględnienia zakresu rachunkowego.

Ponadto są to wpływy brutto, z których finansuje się m.in. koszty pozyskania i przygotowania gruntów, rekompensaty za wywłaszczenia oraz określone wydatki inwestycyjne. Ubytek wpływów brutto nie przekłada się mechanicznie na identyczny ubytek środków netto dostępnych na inne cele publiczne, jednak ogranicza zdolność podtrzymywania modelu, który przez lata czerpał z wysokiej koniunktury na rynku ziemi. Napięcia fiskalne utrzymywały się również w 2026 roku; dane Ministerstwa Finansów za pierwsze osiem miesięcy tego okresu wskazują, że wpływy z udostępniania praw do użytkowania gruntów wyniosły około 1,375 bln juanów, co oznacza spadek o 28,6% względem analogicznego okresu roku poprzedniego.

Jednocześnie lokalne dochody własne w ogólnym budżecie publicznym wzrosły w tym czasie o 3,1%. Zestawienie to dowodzi, że nie wszystkie źródła finansowania lokalnego kurczą się równocześnie, choć dochody powiązane z obrotem gruntami podlegają szczególnie silnej presji. Analiza fiskalna powinna zatem uwzględniać nie tylko sumę przychodów, lecz także ich strukturę, przewidywalność i możliwość przeznaczenia na konkretne kategorie wydatków. Władze lokalne mogą zwiększać wpływy z niektórych podatków, a jednocześnie napotykać poważne bariery w finansowaniu zobowiązań, które wcześniej miały być obsługiwane z dochodów gruntowych. Co więcej, jeśli znaczna część istniejących inwestycji wymaga konserwacji, modernizacji i obsługi zadłużenia, to spadek możliwości finansowania nowych projektów nie eliminuje kosztów związanych z tymi już zrealizowanymi. Tu ujawnia się problem międzyokresowego zarządzania aktywami publicznymi.

Dochód uzyskany jednorazowo z długoterminowego prawa do użytkowania gruntu może zostać przeznaczony na budowę drogi, która będzie służyć przez kilkadziesiąt lat. Taki wydatek nie jest z

definicji błędny – dopuszczalne i gospodarczo uzasadnione jest przekształcenie jednego składnika majątku publicznego w inny, bardziej produktywny.

Droga wymaga jednak późniejszego utrzymania, remontów i obsługi infrastruktury towarzyszącej. Jeżeli inwestycja nie generuje bezpośrednich opłat ani wystarczających dodatkowych wpływów podatkowych, jej koszty bieżące muszą być pokrywane z innych źródeł. W takim układzie jednorazowy dochód gruntowy pozwala zwiększyć majątek trwały, ale niekoniecznie powiększa stabilny strumień przychodów niezbędnych do jego obsługi. Dla oceny stabilności finansów lokalnych decydująca jest więc nie tylko wielkość wytworzonego majątku, lecz przede wszystkim jego zdolność do dostarczania korzyści społecznych uzasadniających pełny koszt cyklu życia inwestycji.

LGFV jako narzędzie maskowania luki między kosztami inwestycji a realnymi przychodami

Pomijanie przyszłych wydatków na utrzymanie prowadzi do zjawiska znanego w finansach publicznych jako niedoszacowanie zobowiązań długoterminowych. Rozbudowa infrastruktury na kredyt pogłębia ten problem, gdyż tworzy dwa rodzaje zobowiązań o odmiennym charakterze: finansowe, dotyczące spłaty kapitału i odsetek, oraz eksploatacyjne – obowiązek utrzymania obiektu w stanie umożliwiającym jego użytkowanie.

Jeżeli oczekiwane dodatkowe dochody z nowej drogi, mostu czy strefy przemysłowej nie materializują się, lokalna administracja musi wybierać między ograniczaniem nakładów na utrzymanie, podwyższaniem opłat, refinansowaniem długu a przesuwaniem środków z innych zadań. Z ekonomicznego punktu widzenia jest to konsekwencja rozbieżności między rachunkiem inwestycyjnym, skupionym na realizacji projektu, a rachunkiem trwałej zdolności finansowania usług publicznych. Im większy udział projektów o niskiej samofinansowalności, tym silniejsza zależność budżetu od przyszłych transferów, nowych dochodów gruntowych lub dalszego zadłużania się. Właśnie tę lukę między potrzebami inwestycyjnymi a ograniczeniami budżetowymi zaczęły wypełniać przedsiębiorstwa LGFV.

Zazwyczaj tworzone lub kontrolowane przez lokalne jednostki administracji, posiadały one własną osobowość prawną, aktywa i formalną zdolność zaciągania zobowiązań. Mogły pozyskiwać kredyty bankowe, emitować obligacje oraz korzystać z innych instrumentów finansowych, by finansować projekty infrastrukturalne, zagospodarowywanie terenów czy przedsięwzięcia związane z lokalną polityką gospodarczą. Nie wszystkie LGFV były podmiotami pozbawionymi przychodów

operacyjnych – niektóre zarządzały majątkiem przynoszącym rzeczywiste dochody, w tym nieruchomościami, infrastrukturą odpłatną lub przedsiębiorstwami usługowymi.

Istotna część finansowanych przedsięwzięć miała jednak charakter publiczny albo quasi-publiczny. Ich korzyści ujawniały się przede wszystkim jako wzrost aktywności gospodarczej, oszczędności czasu, poprawa dostępności usług lub przyrost wartości gruntów. Takie zyski mogą być znaczące społecznie, lecz nie muszą dostarczać spółce gotówki niezbędnej do spłaty zadłużenia. Dla finansów publicznych rozróżnienie między korzyścią społeczną a przychodem pieniężnym jest kluczowe. Budowa bezpłatnej drogi może zwiększyć produktywność lokalnej gospodarki i podnieść dochody przedsiębiorstw, ale spółka ją finansująca nie uzyskuje automatycznie prawa do części dodatkowego podatku dochodowego płaconego przez te firmy. Powstaje wówczas problem niedopasowania beneficjentów inwestycji do podmiotu zobowiązanego do jej sfinansowania. W tradycyjnym systemie finansów publicznych rozwiązuje się go poprzez finansowanie budżetowe, podatki i transfery.

W modelu LGFV zobowiązanie powstaje na bilansie spółki, podczas gdy oczekiwana korzyść fiskalna i społeczna występuje poza nim. Jeżeli bank finansuje taki podmiot na warunkach właściwych dla przedsiębiorstwa handlowego, lecz w rzeczywistości liczy na wsparcie administracji lokalnej w razie problemów ze spłatą, ryzyko zostaje przeniesione do nieformalnej relacji pomiędzy sektorem publicznym a finansowym. To jeden z powodów, dla których samo badanie sprawozdania finansowego LGFV nie wystarcza do pełnej oceny jego znaczenia gospodarczego.

LGFV jako narzędzie ukrytego długu i miękkiego ograniczenia budżetowego

Rozwój tych platform nabrał szczególnego znaczenia po światowym kryzysie finansowym z 2008 roku, gdy Chiny postawiły na szeroko zakrojone pobudzenie inwestycji infrastrukturalnych. Choć administracja centralna wyznaczała kierunki stabilizacji gospodarczej, to konkretne przedsięwzięcia były w dużej mierze przygotowywane i realizowane na poziomie lokalnym.

LGFV pozwalały na szybkie pozyskiwanie środków i przyspieszenie inwestycji bez konieczności ujmowania całego finansowania jako długu administracji lokalnej w wąskim znaczeniu prawnym. W początkowej fazie ekspansji mechanizm ten przynosił istotne korzyści: powstawały drogi, mosty i sieci transportowe, które obniżały koszty transakcyjne przedsiębiorstw oraz ułatwiały mobilność pracowników. Jednak wraz z nasyceniem infrastruktury rosło prawdopodobieństwo, że kolejne projekty będą oferować coraz niższą krańcową stopę zwrotu, podczas gdy zobowiązania finansowe

pozostawały wymagalne niezależnie od rzeczywistej produktywności inwestycji. Narzędzie zdolne przyspieszać realną konwergencję gospodarczą mogło więc z czasem stać się instrumentem podtrzymywania aktywności inwestycyjnej mimo słabnących ekonomicznych podstaw jej dalszej ekspansji.

Z perspektywy rachunkowości sektora publicznego LGFV stanowią interesujący przykład rozbieżności pomiędzy granicą prawną instytucji a granicą jej ekonomicznego ryzyka. Jeśli spółka posiada własną osobowość prawną i samodzielnie zaciąga kredyt, dłużnikiem jest przedsiębiorstwo, a niekoniecznie lokalny budżet. Z drugiej strony, gdy działalność podmiotu służy realizacji zadań publicznych, jest on kontrolowany przez administrację lokalną, a jego zdolność obsługi zadłużenia zależy od oczekiwanych transferów lub nieformalnych gwarancji, analityk ryzyka fiskalnego może uznać te zobowiązania za ekonomicznie powiązane z sektorem publicznym. Nie oznacza to, że każde takie zobowiązanie jest prawnie wymagalne od państwa, lecz że skala potencjalnych kosztów interwencji może przekraczać dług ujęty w oficjalnym rejestrze zobowiązań budżetowych. Rozróżnienie to jest kluczowe dla dalszej analizy, gdyż jego zatarcie prowadziłoby albo do nieuprawnionego powiększania oficjalnego długu publicznego, albo do nadmiernie optymistycznej oceny stabilności fiskalnej. Mechanizm LGFV można wyjaśnić również poprzez pojęcie miękkiego ograniczenia budżetowego, rozwijane przez Jánosa Kornaia, a następnie przez Kornaia, Erica Maskina i Gérarda Rolanda.

Ograniczenie budżetowe jest twarde, gdy podmiot musi dostosować wydatki do dostępnych zasobów i realnych możliwości finansowania, a niepowodzenie gospodarcze grozi restrukturyzacją, utratą majątku lub upadłością. Staje się miękkie, kiedy zarządzający racjonalnie oczekują, że w razie strat inny podmiot – zazwyczaj państwo lub jednostka nadrzędna – zapewni dodatkowe finansowanie. Taka sytuacja nie wymaga formalnej gwarancji; wystarczy, że inwestorzy i menedżerowie uznają interwencję za wysoce prawdopodobną ze względu na polityczne znaczenie przedsiębiorstwa, jego rolę w zatrudnieniu, powiązania z bankami czy obawę przed społecznymi skutkami upadłości. W przypadku LGFV pojawiała się więc szczególna asymetria: spółka mogła formalnie ponosić ryzyko działalności gospodarczej, podczas gdy jej wierzyciele zakładali, że w sytuacji kryzysowej koszty zostaną zredukowane dzięki wsparciu władz lokalnych lub centralnych.

Miękkie ograniczenie budżetowe i pułapka sprzężenia zwrotnego

Problem miękkiego ograniczenia budżetowego ma charakter dynamiczny. Jeśli kredytodawca spodziewa się, że państwo zapobiegnie niewypłacalności finansowanej spółki, może żądać niższej

premii za ryzyko, niż wynikałoby to z jej rzeczywistej zdolności do generowania dochodów. Przedsiębiorstwo korzysta wtedy z tańszego finansowania, a władze lokalne mogą uruchamiać więcej projektów, co początkowo zwiększa aktywność gospodarczą i poprawia dostępność usług publicznych.

W dłuższej perspektywie zachęca to jednak do finansowania przedsięwzięć, które nie uzyskałyby kredytu przy pełnej ocenie ryzyka. Gdy skala zobowiązań staje się ogromna, obietnica państwowego wsparcia zyskuje charakter samospełniający w sensie politycznym: odmowa interwencji mogłaby wywołać tak poważne konsekwencje finansowe i społeczne, że dla władz ratowanie wierzycieli okazuje się w krótkim okresie mniej kosztowne niż dopuszczenie do masowych strat. W rezultacie wcześniejsze oczekiwanie pomocy nie było bezpodstawne, choć prowadziło do decyzji pogarszających długofalową sytuację sektora. Jest to przykład niespójności polityki w czasie – obietnica nieudzielania przyszłej pomocy staje się niewiarygodna w obliczu realnego zagrożenia systemowego.

Połączenie miękkiego ograniczenia budżetowego z dochodami gruntowymi stworzyło mechanizm finansowy szczególnie podatny na kryzys. LGFV mogły pozyskiwać kredyt pod zastaw aktywów, korzystać z przewidywanych wpływów lokalnych lub liczyć na zastrzyki kapitałowe i transfery majątkowe od administracji. Infrastruktura budowana przez spółki podnosiła wartość sąsiednich gruntów, co wzmacniało możliwości fiskalne samorządu i poprawiało ocenę jego otoczenia gospodarczego. Rosnące ceny ziemi pozwalały utrzymywać wysokie wyceny aktywów i uzasadniały dalsze finansowanie. W ten sposób w finansach lokalnych pojawił się mechanizm opisany przez Kiyotakiego i Moore'a w teorii cykli kredytowych: aktywa rzeczowe pełniły rolę zabezpieczenia, którego wartość zależała od oczekiwanego wzrostu gospodarczego.

W okresie dekoniunktury spadek wartości gruntów ograniczał możliwości pozyskiwania funduszy i pogarszał zdolność zabezpieczania kredytów, co wymuszało redukcję nowych inwestycji. Mniejsza aktywność inwestycyjna mogła następnie jeszcze bardziej osłabiać rynek gruntów, zamykając system w niekorzystnym sprzężeniu zwrotnym. W niektórych regionach zależność ta przybierała postać transakcji, w których podmioty publiczne kupowały grunty w warunkach słabnącego popytu prywatnych deweloperów.

Interpretacja takich operacji zależy od ich rzeczywistego celu i finansowania. Jeśli lokalna spółka nabywa grunt pod uzasadniony projekt, zakup ma racjonalne podstawy. Jeżeli jednak robi to głównie po to, by podtrzymać ceny lub wykazać wpływy ze sprzedaży, istnieje ryzyko, że transakcja poprawia formalny wynik jednego podmiotu publicznego kosztem zwiększenia zobowiązań innego. Takie przesunięcie aktywa wewnątrz sektora publicznego nie tworzy nowego bogactwa

narodowego; zmienia jedynie miejsce ujawnienia długu, chwilowy przepływ gotówki i sposób prezentacji finansów.

MFW zwracał uwagę na przypadki wykorzystywania LGFV do wspierania rynku gruntów i problematycznych projektów deweloperskich po rozpoczęciu korekty nieruchomości w 2021 roku. Pokazuje to, jak silnie splatają się funkcje właścicielskie, fiskalne i stabilizacyjne administracji lokalnej. Jednym z najtrudniejszych problemów badawczych pozostaje oszacowanie rzeczywistej skali zadłużenia chińskich władz lokalnych i podmiotów od nich zależnych. Nie można go sprowadzić do jednej kwoty, gdyż różne instytucje stosują odmienne granice rachunkowe sektora publicznego, klasyfikacje zobowiązań i kryteria odpowiedzialności za ich spłatę. W chińskiej praktyce należy odróżniać prawnie uznany dług lokalnych jednostek administracji, zobowiązania zidentyfikowane przez państwo jako ukryty dług publiczny - 隐性债务 (yǐnxìng zhàiwù) - oraz szerszą kategorię zadłużenia przedsiębiorstw LGFV. Te trzy wielkości mogą częściowo się pokrywać klasyfikacyjnie, ale nie są tożsame.

Spółka LGFV może posiadać dług wynikający z działalności komercyjnej, za który lokalny budżet formalnie nie odpowiada, a jednocześnie prowadzić inwestycje, których finansowanie w praktyce zależy od decyzji władz. Ocena ryzyka wymaga zatem identyfikacji nie tylko dłużnika z umowy kredytowej, ale i źródła oczekiwanych przepływów pieniężnych, struktury zabezpieczeń oraz prawdopodobieństwa interwencji państwa. Z analitycznego punktu widzenia oznacza to konieczność równoległego stosowania perspektywy rachunkowości budżetowej, skonsolidowanego bilansu sektora publicznego i analizy zobowiązań warunkowych.

Rozbieżność definicji ukrytego długu publicznego

Chińskie Ministerstwo Finansów informowało, że na koniec 2023 roku zidentyfikowany zasób ukrytego zadłużenia lokalnego wynosił około 14,3 bln juanów. W ocenie przedstawionej w listopadzie 2024 roku całkowite zadłużenie państwa — liczone według definicji resortu — wynosiło na koniec 2023 roku około 85 bln juanów. Kwota ta obejmowała około 30 bln juanów długu centralnego, 40,7 bln juanów prawnie uznanego długu lokalnego oraz wspomniane 14,3 bln juanów zadłużenia ukrytego, co według Ministerstwa odpowiadało około 67,5% PKB.

Są to istotne dane dotyczące oficjalnie rozpoznanej odpowiedzialności sektora publicznego, jednak nie obejmują one automatycznie wszystkich zobowiązań przedsiębiorstw infrastrukturalnych pozostających pod kontrolą lokalnych władz. Nie można ich zatem bezpośrednio przeciwstawiać szacunkom instytucji stosujących szerszą definicję ekonomicznych zobowiązań publicznych, tak jakby różnica między wartościami stanowiła dowód błędu arytmetycznego którejkolwiek ze stron.

Rozbieżność ta wynika w zasadniczej części z odmiennego określenia granicy konsolidacji długu. W analizach Międzynarodowego Funduszu Walutowego stosowana jest m.in. kategoria rozszerzonego długu publicznego (augmented debt), obejmująca wybrane zobowiązania związane z działalnością quasi-fiskalną poza formalnym budżetem. W materiałach Funduszu szacowano, że w 2024 roku sam dług LGFV odpowiadał około 49% chińskiego PKB, podczas gdy prawnie uznany dług władz lokalnych stanowił około 35% PKB. Łączne ujęcie tych dwóch kategorii przekraczało więc 80% PKB.

Zestawienie to jest ekonomicznie znaczące, lecz wymaga uwzględnienia definicji przyjętych przez autorów: dług przedsiębiorstw LGFV nie jest w całości gwarantowany prawnie przez państwo, a jego włączenie do szerszej miary sektora publicznego odzwierciedla ocenę funkcji ekonomicznej i przewidywaną odpowiedzialność za część zobowiązań. Inaczej traktowane mogą być pożyczki bankowe, obligacje, zobowiązania handlowe czy roszczenia podmiotów powiązanych. Z tego względu porównania między raportami należy przeprowadzać dopiero po upewnieniu się, że wykorzystują one analogiczny zakres instytucji oraz instrumentów finansowych.

Niewydolność LGFV jako efekt błędnego modelu finansowania

Ważne wnioski płyną z opublikowanego 25 września 2026 roku opracowania MFW Local Government Finances in China: Policy Options to Tackle the Debt Overhang. Autorzy wskazali w nim, że zadłużenie LGFV rozwijało się w warunkach strukturalnej nierównowagi między obowiązkami wydatkowymi władz lokalnych a ich autonomią dochodową. Narastaniu długu sprzyjały z kolei ograniczenia nadzoru, presja na realizację inwestycyjnych celów wzrostu oraz oczekiwanie nieformalnego wsparcia publicznego.

Na podstawie analizowanych sprawozdań finansowych stwierdzono, że niemal 95% długu LGFV przypadało na podmioty, których dochody nie wystarczały do pokrycia płatności odsetkowych. Nie należy tego odczytywać jako twierdzenia, że 95% wszystkich takich przedsiębiorstw uznano za niewypłacalne; wskaźnik ten określa udział długu jednostek niespełniających kryterium zdolności obsługi odsetek z wypracowanych dochodów. Jest to jednak kluczowa informacja dla oceny stabilności sektora: sugeruje ona, że refinansowanie zobowiązań, transfery lub inne formy zewnętrznego wsparcia mogą być niezbędne do utrzymania ciągłości finansowej znacznej części zadłużenia. W finansach przedsiębiorstw podstawową metodą oceny zdolności obsługi długu jest porównanie powtarzalnych dochodów operacyjnych z należnymi odsetkami. Jeśli podmiot nie generuje dochodu wystarczającego do pokrycia kosztu finansowania, jego trwałość zależy od

możliwości zwiększenia przychodów, cięcia wydatków, sprzedaży aktywów, obniżenia oprocentowania, refinansowania zobowiązań lub pozyskania wsparcia właścicielskiego.

W przypadku LGFV część przedsięwzięć może świadomie nie generować przychodów komercyjnych, gdyż służą one realizacji celów publicznych. Nie jest więc ekonomicznie poprawne ocenianie społecznej przydatności infrastruktury wyłącznie przez pryzmat wyniku finansowego przedsiębiorstwa. Jednocześnie fakt, że inwestycja ma charakter publiczny, nie zdejmuje obowiązku wskazania trwałego źródła finansowania jej kosztów. Jeśli bezpłatny most wybudowano za kredyt zaciągnięty przez spółkę, która nie otrzymuje wystarczających środków budżetowych, brak opłat od użytkowników może być uzasadniony społecznie, lecz problem spłaty zobowiązań pozostaje nierozwiązany.

Słabość bilansów wielu LGFV nie jest zatem wyłącznie problemem zarządzania przedsiębiorstwem; jest również świadectwem niewłaściwego dopasowania formy prawnej i źródła finansowania do ekonomicznej natury powierzonych zadań. Pojawia się tutaj pytanie fundamentalne dla teorii finansów publicznych: czy przedsięwzięcie o wysokiej społecznej stopie zwrotu powinno być finansowane kredytem przedsiębiorstwa, jeżeli korzyści inwestycji pojawiają się głównie poza jego bilansem? Odpowiedź nie jest jednoznaczna – zależy od możliwości zawarcia wiarygodnych umów o finansowanie ze środków publicznych, struktury przyszłych dochodów oraz rozkładu ryzyka. W przypadku infrastruktury odpłatnej, gdzie przychody są przewidywalne, finansowanie projektowe może sprzyjać efektywności i dyscyplinie kosztowej. Jednak w przypadku szkoły, parku miejskiego czy drogi publicznej korzyści mają charakter zewnętrzny i nie można ich łatwo przypisać spółce finansującej inwestycję.

W takich sytuacjach bardziej przejrzystym rozwiązaniem byłoby finansowanie budżetowe lub emisja długu publicznego w ramach ustawowych limitów. Jeśli zaś konstrukcję korporacyjną wybiera się jedynie po to, by formalnie oddzielić zadłużenie od budżetu, powstaje ryzyko obchodzenia ograniczeń fiskalnych. Z punktu widzenia ekonomii instytucjonalnej zasadniczym kryterium oceny nie powinna być zatem sama forma własności przedsiębiorstwa, lecz spójność pomiędzy podejmowanym ryzykiem, prawem do korzyści i odpowiedzialnością za stratę.

Nieskuteczność formalnych zakazów wobec nieformalnych gwarancji państwa

W latach 2014–2017 w Chinach podjęto istotną próbę ograniczenia tego modelu finansowania. Nowelizacja prawa budżetowego z 2014 roku oraz dokument Rady Państwa Guofa nr 43 miały na

celu uporządkowanie zasad zadłużania jednostek lokalnych. Wprowadzono mechanizm emisji obligacji samorządowych w ramach zatwierdzonych limitów, deklarując jednocześnie konieczność oddzielenia zobowiązań przedsiębiorstw LGFV od długu państwa. Władze podkreślały, że administracja lokalna nie powinna zaciągać zobowiązań poza ustawowymi procedurami ani udzielać nieuprawnionych gwarancji spółkom. Ministerstwo Finansów wyjaśniało wprost: po reformie długi zaciągane samodzielnie przez państwowe przedsiębiorstwa lokalne nie stają się automatycznie długiem publicznym, a odpowiedzialność właścicielska jednostki lokalnej podlega zasadom właściwym dla uczestnictwa kapitałowego.

Kolejne przepisy z 2017 i 2018 roku miały dodatkowo przeciwdziałać nieformalnemu powiązywaniu emisji obligacji korporacyjnych z kredytem publicznym. Jednak formalne ograniczenia nie wystarczają, by natychmiast zmienić oczekiwania rynku. Ekonomia informacji wskazuje, że ceny instrumentów finansowych zależą nie tylko od litery prawa, ale przede wszystkim od przewidywanego zachowania władz w sytuacjach kryzysowych. Jeśli trudności dużych podmiotów lokalnych wielokrotnie rozwiązywano poprzez refinansowanie, transfery lub administracyjne układy z bankami, inwestorzy mogli nadal wyceniać obligacje LGFV przy założeniu wysokiego prawdopodobieństwa interwencji. Powstała zatem rozbieżność między oficjalnym ograniczeniem odpowiedzialności budżetowej a nieformalną reputacją państwa jako gwaranta stabilności sektora publicznego. Zjawisko to nie jest specyficzne tylko dla Chin – występuje w wielu gospodarkach, gdzie rząd centralny systematycznie wspierał nadmiernie zadłużone regiony, instytucje finansowe lub przedsiębiorstwa strategiczne. W przypadku Chin skalę tego problemu potęgują jednak głębokie powiązania właścicielskie, polityczne i kredytowe między administracją a spółkami.

Ekonomia polityczna określa taki układ mianem problemu zobowiązania wiarygodnego – credible commitment. Władza może publicznie zadeklarować, że nie będzie ratować podmiotów podejmujących nadmierne ryzyko, lecz wierzyciele muszą ocenić, czy ta deklaracja przetrwa realny kryzys. Jeśli odmowa wsparcia groziłaby jednoczesną utratą płynności wielu banków regionalnych, wstrzymaniem inwestycji infrastrukturalnych i lawinowym wzrostem zaległości płatniczych, decyzja polityczna może okazać się sprzeczna z wcześniejszymi zapowiedziami. W takim scenariuszu dyscyplina rynkowa słabnie, gdyż wierzyciele wciąż liczą na pomoc. Z drugiej strony gwałtowne odcięcie wszystkich nieformalnych gwarancji mogłoby wywołać kryzys zaufania i przymusową wyprzedaż aktywów o wysokiej użyteczności społecznej. Rozwiązanie problemu zadłużenia LGFV nie sprowadza się więc do prostego wyboru między pełną pomocą a całkowitym odrzuceniem wsparcia. Wymaga ono stworzenia zasad, które pozwolą oddzielić zobowiązania publiczne od korporacyjnych i restrukturyzować nierentowne projekty bez utrwalania przekonania, że każda strata zostanie pokryta z budżetu. Praktycznym przykładem poszukiwania takich

rozwiązań jest restrukturyzacja zobowiązań przedsiębiorstwa Zunyi Daoqiao Construction Group z prowincji Guizhou.

Na przełomie 2022 i 2023 roku ogłoszono porozumienie dotyczące około 15,6 mld juanów kredytów bankowych. Przewiduje ono wydłużenie okresu spłaty do 20 lat przy oprocentowaniu od 3% do 4,5% rocznie. Przez pierwszą dekadę spółka ma regulować głównie odsetki, natomiast spłata kapitału została rozłożona na kolejne dziesięć lat.

Zamiana długu poprawia płynność, ale nie przywraca produktywności

Ekonomiczny sens takiej operacji sprowadzał się do zmniejszenia bieżącego obciążenia przepływów pieniężnych i ograniczenia ryzyka natychmiastowej niewypłacalności. Jednocześnie pokazuje ona, że formalne uniknięcie bankructwa nie jest tożsame z odzyskaniem zdolności do finansowania nowych projektów na warunkach rynkowych. Przedłużenie terminu spłaty może poprawić płynność dłużnika, lecz nie generuje automatycznie dodatkowego dochodu operacyjnego ani nie zwiększa społecznej produktywności infrastruktury. Z perspektywy banku obniżenie oprocentowania i odsunięcie spłat oznacza mniejszą wartość ekonomiczną roszczenia oraz większe uzależnienie od długookresowej kondycji dłużnika.

Przypadek Zunyi Daoqiao ilustruje mechanizm, który można analizować przez pryzmat teorii przesunięcia strat w czasie – forbearance. W sektorze finansowym termin ten opisuje sytuacje, w których wierzyciele łagodzą warunki spłaty lub tolerują słabość dłużnika w nadziei, że ten odzyska zdolność obsługi zobowiązań w przyszłości. Takie działanie jest ekonomicznie uzasadnione, gdy przejściowa utrata płynności występuje przy zachowaniu długookresowej wartości aktywów. Staje się ono jednak nieefektywne, gdy przedłużanie finansowania podtrzymuje przedsiębiorstwa pozbawione wiarygodnego planu powrotu do rentowności. Dla gospodarki rodzi to ryzyko chronicznego zamrożenia kapitału w podmiotach o niskiej produktywności, podczas gdy nowe firmy muszą konkurować o ograniczone zasoby kredytowe.

W literaturze dotyczącej japońskiej stagnacji zjawisko to wiąże się z utrzymywaniem przedsiębiorstw określanych mianem zombie firms. Termin ten należy stosować ostrożnie: samo refinansowanie zadłużenia czy wykazanie strat w danym roku nie dowodzi, że firma jest nieproduktywna. Problem pojawia się wtedy, gdy dalsze finansowanie motywowane jest przede wszystkim chęcią uniknięcia formalnego rozpoznania wcześniejszych strat, a nie realną perspektywą generowania przyszłej wartości dodanej.

Próbą ograniczenia skali tego ryzyka stał się ogólnokrajowy program zamiany zadłużenia ukrytego na formalne zobowiązania lokalne. W listopadzie 2024 roku chińskie władze zatwierdziły zwiększenie limitu zadłużenia lokalnego o 6 bln juanów (na lata 2024–2026), aby zastąpić istniejące zobowiązania ukryte instrumentami o bardziej przejrzystym statusie prawnym i korzystniejszych warunkach. Równocześnie zaplanowano wykorzystanie po 800 mld juanów rocznie w latach 2024–2028 z puli nowych lokalnych obligacji specjalnego przeznaczenia, co dało kolejne 4 bln juanów. Łącznie przedstawiono zatem program obejmujący 10 bln juanów możliwości zamiany zadłużenia.

W oficjalnym komunikacie zaznaczono, że określone zobowiązania związane z wcześniejszymi programami mieszkaniowymi, przypadające na spłatę od 2029 roku, pozostaną rozliczane zgodnie z kontraktami. Poszczególnych elementów programu nie należy sumować bezkrytycznie, gdyż różnią się one charakterem: jedne dotyczą nowych limitów obligacyjnych, inne alokacji istniejących mechanizmów finansowania, a jeszcze inne jedynie zmiany profilu zapadalności wcześniejszych zobowiązań.

Z ekonomicznego punktu widzenia zamiana zadłużenia nie jest równoważna jego umorzeniu. Jeśli wysoko oprocentowany kredyt lub obligację LGFV zastępuje się niżej oprocentowanym papierem dłużnym emitowanym według publicznych zasad, zmienia się struktura kosztów finansowania, ryzyko refinansowania i prawny charakter zobowiązania. Dłużnik może uzyskać oszczędności odsetkowe, a wierzyciel – bardziej przewidywalny instrument, potencjalnie lepiej zabezpieczony publiczną zdolnością płatniczą.

Nie oznacza to jednak, że gospodarka odzyskała kapitał wcześniej zużyty na nieproduktywne przedsięwzięcia. Zasoby rzeczowe zostały już zaangażowane, a korzyści ekonomiczne nie mogą zostać wytworzone retrospektywnie przez samą operację księgową. Program zamiany długu może jedynie ograniczyć prawdopodobieństwo gwałtownej niewypłacalności i uwolnić część bieżących przepływów pieniężnych, umożliwiając stopniowe dostosowanie finansów lokalnych. Oceniając jego skuteczność, należy zatem odróżniać poprawę profilu płynności od trwałej poprawy wypłacalności.

W oficjalnym stanowisku chińskich przedstawicieli z konsultacji MFW w lutym 2026 roku podkreślano, że programy zarządzania zadłużeniem przyniosły istotne rezultaty i trwają procesy przekształcania LGFV w przedsiębiorstwa rynkowe. Wskazano m.in., że do końca września 2025 roku około 70% LGFV wyszło z administracyjnego wykazu podmiotów finansujących zadania lokalne, głównie dzięki przekształceniom organizacyjnym.

Informacja ta wymaga jednak rozróżnienia między zmianą klasyfikacji a zmianą ekonomicznej natury długu. Wykreślenie firmy z listy nie oznacza samo w sobie spłaty zobowiązań, powstania

nowych przychodów ani zaniku powiązań z lokalną administracją. Może świadczyć o postępie restrukturyzacyjnym, lecz jego ocenę należy oprzeć na bilansach, przepływach pieniężnych i zasadach odpowiedzialności za dług po przekształceniu.

Zdolność fiskalna a regionalne zróżnicowanie ryzyka

Problem ma również wyraźny wymiar terytorialny. Nie wszystkie prowincje dysponują porównywalnymi dochodami podatkowymi, produktywnością przedsiębiorstw czy strukturą demograficzną i możliwością uzyskiwania wpływów gruntowych. Regiony wschodnie, silniej zintegrowane z handlem międzynarodowym i bardziej zurbanizowane, mogą posiadać szerszą bazę podatkową oraz bardziej zróżnicowaną strukturę działalności gospodarczej.

W części prowincji zachodnich i słabiej rozwiniętych znaczna skala wcześniejszych inwestycji infrastrukturalnych może współistnieć z mniejszym zasobem przyszłych dochodów niezbędnych do ich finansowania. Sama relacja zadłużenia do regionalnego PKB nie wystarcza jednak do określenia ryzyka; konieczne jest uwzględnienie struktury terminów zapadalności, kosztów odsetkowych, zasobu płynnych aktywów, przewidywanych transferów oraz rodzaju finansowanych projektów. Władze lokalne o podobnym poziomie zadłużenia względem PKB mogą znajdować się w zupełnie odmiennej sytuacji, jeśli jedna z nich posiada rentowną infrastrukturę i stabilne wpływy podatkowe, a druga przede wszystkim aktywa o niewielkiej zdolności do generowania gotówki.

Kluczowe jest tutaj rozróżnienie między bieżącą wielkością dochodów a zdolnością fiskalną (fiscal capacity). Zdolność ta obejmuje trwały potencjał pozyskiwania środków publicznych przy danej strukturze gospodarki, systemie podatkowym i akceptowalnym obciążeniu podmiotów prywatnych. Region może przez kilka lat wykazywać wysokie przychody ze sprzedaży praw do gruntów, nie posiadając jednocześnie równie wysokiej zdolności do uzyskiwania stałych dochodów po nasyceniu rynku mieszkaniowego. Jeżeli wydatki stałe, koszty utrzymania infrastruktury i obsługa zadłużenia rosną w ślad za przejściowo wysokimi dochodami, lokalna administracja może wytworzyć strukturalną lukę fiskalną. W okresie dekoniunktury dochody maleją wtedy szybciej niż wydatki możliwe do natychmiastowego ograniczenia.

Dylemat fiskalny i przenoszenie kosztów kryzysu na sektor prywatny

Dotyczy to zwłaszcza wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym, edukację, ochronę zdrowia, opiekę społeczną oraz utrzymanie usług komunalnych. Władze mogą ograniczyć budowę nowego obiektu, lecz nie są w stanie równie łatwo zaprzestać finansowania szkół czy utrzymywania istniejącej sieci wodociągowej.

Powstaje tym samym napięcie między dwoma celami polityki fiskalnej: stabilizacją koniunktury a odzyskaniem trwałej równowagi finansów publicznych. Według klasycznej teorii keynesowskiej ograniczanie wydatków w okresie słabego popytu może pogłębiać spowolnienie, zwłaszcza gdy sektor prywatny jednocześnie redukuje zadłużenie. Z tej perspektywy gwałtowna konsolidacja lokalnych budżetów w Chinach mogłaby osłabić gospodarkę właśnie wtedy, gdy kryzys nieruchomości hamuje inwestycje prywatne i konsumpcję. Z drugiej strony długotrwałe finansowanie wszystkich dotychczasowych wydatków nowym kredytem zwiększa przyszłe koszty obsługi zobowiązań i utrwala nieefektywną alokację kapitału. Konieczne staje się zatem rozróżnienie między wydatkami uzasadnionymi stabilizacyjnie a tymi, których kontynuowanie służy wyłącznie odwlekaniu rozpoznania strat. Ekonomiczna ocena takiej polityki powinna uwzględniać zarówno krótkookresowe mnożniki fiskalne, jak i długofalową produktywność powstającego kapitału oraz wpływ wydatków na zdolność generowania przyszłych dochodów.

Kluczowy staje się również problem zaległości płatniczych wobec przedsiębiorstw prywatnych. Jeśli lokalna administracja lub kontrolowana przez nią spółka opóźnia zapłatę za wykonane roboty, materiały bądź usługi, formalnie może to nie zwiększać wskaźników długu oprocentowanego. Ekonomicznie jest to jednak przesunięcie kosztu finansowania na wykonawcę. Firma, która nie otrzymuje należnej zapłaty, bywa zmuszona do korzystania z kredytu obrotowego, opóźniania wynagrodzeń, ograniczania inwestycji lub całkowitego zaprzestania działalności. W ten sposób napięcia fiskalne sektora publicznego przenoszą się do sfery prywatnej za pośrednictwem kredytu kupieckiego i zaległości kontraktowych.

Z perspektywy makroekonomicznej jest to kolejny kanał osłabiania popytu i wzrostu ryzyka kredytowego. Wyjaśnia to, dlaczego programy zamiany długu i odblokowywania płatności mogą przynieść pozytywne skutki gospodarcze nawet bez uruchamiania nowych inwestycji: poprawiają one płynność łańcuchów dostaw i zmniejszają ryzyko niewypłacalności podmiotów, które rzetelnie wywiązały się ze swoich zobowiązań. Dla systemu bankowego restrukturyzacja długu LGFV niesie złożone i niejednoznaczne konsekwencje. Przedłużenie terminów spłaty może redukować ryzyko natychmiastowej niewypłacalności i ograniczać konieczność gwałtownej sprzedaży zabezpieczeń.

Obniżenie oprocentowania zmniejsza jednak przychody odsetkowe banku, szczególnie jeśli jego własne koszty finansowania nie spadają w podobnym tempie. Bank może zatem poprawiać formalną jakość portfela kredytowego, a jednocześnie doświadczać pogorszenia rentowności działalności. W analizie stabilności finansowej niezbędne jest rozróżnienie między stratą kapitałową, utratą płynności a osłabieniem marży odsetkowej – są to odmienne mechanizmy, które mogą występować równocześnie.

Koszty restrukturyzacji długu i problem alokacji strat

MFW wskazywał, że zamiana zobowiązań, obniżanie oprocentowania oraz wydłużanie terminów zapadalności długu LGFV pomogły ograniczyć falę jawnych niewypłacalności, lecz jednocześnie zwiększyły presję na dochody odsetkowe instytucji finansowych. Z perspektywy teorii pośrednictwa finansowego pojawia się tu problem alokacji strat między sektorami. Gdy bank otrzymuje niższe odsetki od istniejącego zadłużenia LGFV, koszt restrukturyzacji zostaje częściowo przeniesiony na jego właścicieli poprzez ograniczenie zysku. Jeśli jednak rentowność banku spadnie do poziomu, który wymusi ograniczenie nowej akcji kredytowej, część kosztów poniosą przedsiębiorcy i gospodarstwa domowe – podmioty zupełnie niezwiązane z wcześniejszymi projektami infrastrukturalnymi. W przypadku dokapitalizowania banku ze środków publicznych, ciężar ten zostanie przesunięty na budżet centralny lub lokalny.

Jeśli straty pozostaną nierozpoznane przez dłuższy czas, może to doprowadzić do osłabienia konkurencji i spadku efektywności systemu finansowego. Nie istnieje zatem rozwiązanie pozwalające bezkosztowo usunąć historyczne straty wynikające z nisko produktywnych inwestycji; można jedynie dokonać ich podziału i rozłożyć w czasie tak, aby nie niszczyć nadmiernie zdolności gospodarki do dalszego rozwoju.

Analiza ta prowadzi do zagadnienia sprawiedliwości międzypokoleniowej i międzyregionalnej. Finansowanie infrastruktury długiem jest uzasadnione tylko wtedy, gdy z powstałych aktywów będą korzystać przyszłe pokolenia, a ciężar spłat zostanie odpowiednio rozłożony w czasie. Jeżeli jednak inwestycje nie generują spodziewanych korzyści, przyszli podatnicy zostaną obciążeni kosztami decyzji, na które nie mieli wpływu.

Podobny problem występuje między regionami. Gdy wysoko zadłużona prowincja otrzymuje nadzwyczajne wsparcie centralne, środki te pochodzą pośrednio z zasobów całego państwa, w tym z regionów prowadzących ostrożniejszą politykę finansową. Z drugiej strony brak pomocy może pogłębić regionalne nierówności i zagrozić podstawowym usługom publicznym. Sprawiedliwy podział kosztów wymaga więc rozróżnienia między solidarnością wobec mieszkańców słabszych

regionów a bezwarunkowym pokrywaniem strat wynikających z błędnych decyzji inwestycyjnych. W teorii federalizmu fiskalnego są to dwa odrębne zagadnienia: wyrównywanie obiektywnych różnic w zdolności podatkowej oraz ograniczanie pokusy nadmiernego zadłużania się w oczekiwaniu na ratunek z centrum. Ważnym kierunkiem reform mogłoby być zatem wzmocnienie stabilnych źródeł dochodów lokalnych, mniej zależnych od jednorazowych transakcji majątkowych.

Podatek od nieruchomości jako alternatywa dla renty gruntowej

Od wielu lat w Chinach dyskutuje się o szerszym wykorzystaniu powtarzalnego podatku od nieruchomości mieszkalnych. Z perspektywy finansów lokalnych rozwiązanie to ma szczególne zalety: nieruchomości są przypisane do konkretnej jurysdykcji, ich baza podatkowa jest relatywnie trudna do przeniesienia, a generowane przychody mogą być bardziej regularne niż wpływy z udostępniania nowych gruntów. Choć w Chinach istnieją już różne daniny związane z nieruchomościami, użytkowaniem ziemi i transakcjami majątkowymi, nie funkcjonuje tam jednolity, powszechny podatek od wartości wszystkich mieszkań, znany z wielu państw zachodnich. Wprowadzono jedynie rozwiązania pilotażowe – m.in. w Szanghaju, gdzie na początku 2026 roku przedłużono obowiązywanie wybranych przepisów dotyczących opodatkowania określonych kategorii lokali należących do osób fizycznych.

Ekonomiczna atrakcyjność podatku od nieruchomości nie gwarantuje jednak łatwości jego wdrożenia. W gospodarce, w której znaczna część prywatnego majątku ulokowana jest w mieszkaniach, wprowadzenie szerokiego obciążenia corocznego może zostać odebrane jako zagrożenie dla bezpieczeństwa finansowego gospodarstw domowych, zwłaszcza w obliczu spadających cen nieruchomości. Kluczowe znaczenie ma zatem konstrukcja podstawy opodatkowania, zakres zwolnień, progi dla mieszkań służących zaspokajaniu podstawowych potrzeb, sposób aktualizacji wyceny oraz relacja podatku do dochodu właściciela. Inne skutki wywołuje umiarkowany podatek o szerokiej podstawie, a inne wysoka danina skoncentrowana na wybranych kategoriach nieruchomości. Z perspektywy efektywności zasady opodatkowania powinny ograniczać zachęty do nadmiernego gromadzenia lokali wyłącznie ze względów spekulacyjnych, lecz nie mogą automatycznie utożsamiać posiadania mieszkania o wysokiej wartości rynkowej z wysoką bieżącą płynnością finansową jego właściciela.

W przeciwnym razie reforma, która mogłaby poprawić stabilność dochodów lokalnych, stałaby się źródłem nowych napięć społecznych i politycznych. Istotna jest możliwość przesunięcia części ciężaru finansowania usług publicznych z transakcji dotyczących nowych gruntów na bardziej

przewidywalne dochody związane z istniejącym zasobem gospodarczym. W modelu opartym na sprzedaży praw do gruntów administracja lokalna bywa zainteresowana ciągłym zwiększaniem powierzchni terenów przeznaczonych pod zabudowę, gdyż nowe projekty przynoszą natychmiastowe wpływy. Natomiast w systemie finansowania opartym w większym stopniu na podatkach od istniejącego majątku, działalności gospodarczej i dochodach mieszkańców, rośnie znaczenie długoterminowej atrakcyjności lokalizacji, jakości usług publicznych oraz trwałości bazy gospodarczej.

Konieczność kompleksowej reformy instytucjonalnej zamiast technicznej korekty

Nie można jednak zakładać, że sama zmiana podatku automatycznie odmieni zachowania władz. Jej skuteczność zależy od jakości administracji skarbowej, stabilności reguł transferowych, zasad oceny inwestycji oraz politycznej odpowiedzialności za wydatki. Ekonomia instytucjonalna przypomina bowiem, że reforma jednego instrumentu finansowego może zostać zneutralizowana przez niezmienione bodźce w pozostałych częściach systemu. W analizie MFW z września 2026 roku problem zadłużenia lokalnego przedstawiono właśnie jako wymagający równoczesnej reformy finansów publicznych, mechanizmów restrukturyzacji przedsiębiorstw oraz sposobu podziału ryzyka między centrum a administracją lokalną. Autorzy opracowania postulowali między innymi rozwijanie prawnych ram niewypłacalności podmiotów LGFV, dokładniejsze identyfikowanie przedsiębiorstw trwale nierentownych i tych, które mają perspektywę odzyskania zdolności płatniczej, a także przygotowanie warunkowego wsparcia dla regionów szczególnie narażonych na napięcia fiskalne. Zwracali uwagę, że restrukturyzacja wymaga odpowiedniej sekwencji: zbyt gwałtowne ograniczenie finansowania może wywołać destabilizację banków i gospodarki lokalnej, podczas gdy odkładanie rozpoznania strat zwiększa koszt przyszłej interwencji.

Tak rozumiana reforma nie sprowadza się do zamiany jednego instrumentu długu na inny. Jej celem powinno być wypracowanie systemu, w którym odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne, dostęp do dochodów i możliwość ponoszenia strat pozostają ze sobą zgodne. Istnieją silne argumenty przemawiające za ostrożnością w formułowaniu prognoz nagłego kryzysu zadłużeniowego Chin. Państwo dysponuje znacznym zasobem oszczędności krajowych, rozbudowaną własnością publiczną oraz istotnym wpływem na system bankowy i warunki refinansowania. Duża część zadłużenia jest denominowana w walucie krajowej i finansowana przez krajowe instytucje, co ogranicza ryzyka typowe dla gospodarek zadłużonych w walutach obcych. Rząd centralny posiada również narzędzia przenoszenia części zobowiązań, wydłużania ich

zapadalności i koordynowania restrukturyzacji. Nie można też pomijać aktywów wytworzonych dzięki zadłużeniu: znacząca część chińskiej infrastruktury transportowej, energetycznej i komunalnej przynosi rzeczywiste korzyści gospodarcze i społeczne, nawet jeśli nie wszystkie są odzwierciedlone w przychodach pieniężnych spółek finansujących.

Z tych powodów rozmiar długu LGFV nie stanowi samodzielnej podstawy do przewidywania nieuchronnej, gwałtownej niewypłacalności całego państwa. Argument ten ma jednak ograniczoną moc wyjaśniającą w odniesieniu do długookresowego wzrostu produktywności. Możliwość refinansowania długu w krajowym systemie bankowym zmniejsza ryzyko kryzysu płynności, ale nie przesądza o wysokiej społecznej stopie zwrotu dawnych inwestycji. Państwo może utrzymywać nominalną obsługę zobowiązań przez bardzo długi czas, jednocześnie dopuszczając do stopniowego ograniczania zdolności banków do finansowania nowych przedsięwzięć i zmniejszania udziału wydatków publicznych przeznaczanych na przyszłościowe zadania. Taki scenariusz nie musi przypominać spektakularnego krachu finansowego. Może przybrać postać powolnego przesuwania zasobów z inwestycji innowacyjnych, usług społecznych i konsumpcji na refinansowanie kapitału, który nie generuje już odpowiedniej wartości dodanej. Z punktu widzenia ekonomii wzrostu zasadniczym zagrożeniem staje się wtedy nie tyle brak możliwości terminowego dokonania pojedynczej płatności, ile trwałe obniżenie efektywności alokacji oszczędności oraz zahamowanie procesu przechodzenia od rozwoju ekstensywnego do intensywnego. Rozróżnienie między obydwoma modelami wzrostu jest tutaj kluczowe.

Rozwój ekstensywny polega w znacznej mierze na zwiększaniu ilości wykorzystywanych czynników produkcji: kapitału, pracy i zasobów naturalnych. Rozwój intensywny opiera się natomiast w większym stopniu na wzroście produktywności, poprawie organizacji, innowacyjności i efektywnym rozmieszczeniu zasobów. Inwestycje infrastrukturalne mogą wspierać oba procesy, lecz ich wpływ zmienia się wraz z poziomem rozwoju gospodarczego. Budowa pierwszego niezawodnego połączenia transportowego między ośrodkiem przemysłowym a portem może radykalnie obniżyć koszty działalności przedsiębiorstw. Budowa kolejnej równoległej trasy przy niewielkim dodatkowym ruchu może już dostarczać ograniczonych korzyści. Jeżeli model finansowania nie zapewnia skutecznej selekcji projektów, inwestycje mogą pozostawać wysokie ilościowo, ale ich wkład w przyrost produktywności będzie malał.

Instytucjonalne bariery w redystrybucji kapitału i zarządzaniu długiem

Właśnie tę możliwość należy brać pod uwagę przy ocenie chińskiego kompleksu infrastrukturalno-kredytowego, którego skala przez lata napędzała imponujące tempo modernizacji. Analiza finansów lokalnych prowadzi jednak do istotnego wniosku dotyczącego struktury politycznej państwa: Chiny łączą w sobie znaczny stopień decentralizacji wydatków publicznych z silną centralizacją politycznej kontroli nad administracją.

Taka kombinacja zapewnia sprawność wykonawczą, gdy cele centrum są jasno określone, a jednostki lokalne dysponują odpowiednimi zasobami. System staje się jednak trudniejszy w zarządzaniu, gdy zadania gospodarcze nabierają wielowymiarowości, informacje o rzeczywistej rentowności inwestycji ulegają rozproszeniu, a poszczególne regiony zmagają się z odmiennymi warunkami demograficznymi i finansowymi.

Centrum może oczekiwać jednocześnie ograniczania długu, utrzymywania wzrostu, zapewniania zatrudnienia, realizacji projektów strategicznych oraz ochrony usług publicznych. Władze lokalne muszą przekładać te wytyczne na konkretne decyzje budżetowe, często dysponując niewystarczającymi dochodami autonomicznymi. W takiej sytuacji kluczowe stają się mechanizmy przepływu informacji o kosztach polityki, możliwość zgłaszania przez administrację lokalną ograniczeń wykonawczych oraz wiarygodna ocena rezultatów. Są to problemy z pogranicza finansów publicznych, teorii organizacji i ekonomii politycznej, których nie da się rozwiązać samą dyscypliną formalną.

Należy przy tym odróżnić brak środków od problemu ich niewłaściwego rozmieszczenia. W skali kraju mogą istnieć znaczne oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, podczas gdy lokalne jednostki administracji oraz kontrolowane przez nie spółki doświadczają napięć płynnościowych. Z punktu widzenia ekonomii pieniężnej nie jest to sprzeczność, lecz efekt funkcjonowania pośrednictwa finansowego, struktury własności i zróżnicowania ryzyka. Oszczędności w bezpiecznych depozytach nie stają się automatycznie kapitałem na finansowanie projektów o niskiej rentowności; banki mogą nie chcieć ponosić dodatkowego ryzyka nawet przy wysokiej płynności.

Przeniesienie środków z poziomu centralnego do lokalnego wymaga natomiast decyzji fiskalnej, określenia zasad odpowiedzialności i oceny konsekwencji dystrybucyjnych. Zadłużenie LGFV ujawnia zatem błąd w utożsamianiu agregatowej zasobności gospodarki z wypłacalnością wszystkich jej uczestników. Kraj może być bogaty w oszczędności, lecz jego instytucje mogą nie

potrafić efektywnie przeprowadzić restrukturyzacji strat bez ponoszenia poważnych kosztów społecznych i finansowych. Całościowa ocena chińskiego systemu finansowania lokalnego musi więc uwzględniać zarówno historyczne sukcesy, jak i narastającą nieadekwatność dawnych rozwiązań do obecnego etapu rozwoju.

Konieczność reformy instytucjonalnej ponad technicznym oddłużeniem

Decentralizacja inwestycji i konkurencja gospodarcza między regionami przez dziesięciolecia przyspieszały urbanizację oraz budowę infrastruktury niezbędnej do industrializacji. Reforma fiskalna z 1994 roku wzmocniła zdolność centrum do prowadzenia polityki makroekonomicznej, natomiast dochody gruntowe zapewniły lokalnym władzom zasoby do szybkiego rozwoju przestrzennego.

LGFV pozwalały finansować projekty, których znaczenie gospodarcze wykraczało poza krótkookresową rentowność komercyjną. Każdy z tych elementów miał swoje ekonomiczne uzasadnienie w konkretnych warunkach historycznych. Ich współoddziaływanie stworzyło jednak system coraz silniej zależny od ekspansji kredytu, wzrostu cen gruntów i inwestycyjnych ambicji administracji, a także od przekonania, że państwo ochroni wierzycieli podmiotów związanych z sektorem publicznym. Współczesny kryzys tego modelu wynika przede wszystkim z rozbieżności między trwałością powstałych zobowiązań a zmiennością źródeł dochodu wykorzystywanych do ich obsługi. Spadek wpływów gruntowych ogranicza możliwości finansowe samorządów, słabszy rynek nieruchomości obniża wartość zabezpieczeń, a narastające koszty obsługi dawnych inwestycji utrudniają przeznaczanie środków na nowe cele. Restrukturyzacja długu może zmniejszyć bieżącą presję finansową, lecz nie zastąpi reformy systemu dochodów lokalnych ani poprawy procesu selekcji inwestycji. Problem nie sprowadza się więc wyłącznie do skali zadłużenia, lecz do jakości instytucji określających, kto może je zaciągać, na jakie cele i przy jakim ryzyku oraz kto ponosi odpowiedzialność za ewentualne straty.

Zdolność Chin do przejścia w stronę bardziej produktywnego modelu gospodarczego będzie zatem zależeć nie tylko od technicznych parametrów programów oddłużeniowych, ale także od przebudowy relacji fiskalnych między centrum a regionami oraz przywrócenia przejrzystego związku między decyzją inwestycyjną a jej ekonomicznymi konsekwencjami.

W tym kontekście kluczowe staje się spojrzenie na chiński system bankowy. Banki stanowią bowiem instytucjonalny punkt przecięcia zadłużenia deweloperów, kredytów hipotecznych

gospodarstw domowych, finansowania LGFV oraz polityki monetarnej i fiskalnej państwa. Jeśli znacząca część ich aktywów jest powiązana z podmiotami, których rentowność zależy od refinansowania, obniżania oprocentowania lub wsparcia publicznego, pojawia się ryzyko długotrwałego osłabienia efektywności pośrednictwa finansowego. Wymaga to zatem zbadania mechanizmu kurczenia się marż bankowych, relacji między oficjalnymi wskaźnikami kredytów zagrożonych a ekonomicznym ryzykiem portfela, problemu kredytowania przedsiębiorstw o niskiej produktywności oraz ograniczeń polityki pieniężnej w gospodarce obciążonej nadmiernym zadłużeniem. Pozwoli to przejść od analizy kryzysu fiskalnego do oceny, w jakim stopniu chiński system finansowy zachowuje zdolność wspierania nowego modelu wzrostu.

> Czy Chiny zdołają przekształcić swój system finansowy, zanim utkną w pułapce „firm zombie", gdzie kapitał zostaje na zawsze zamrożony w betonie nieproduktywnych autostrad? Prawdziwym ryzykiem nie jest bowiem spektakularny krach bankowy, lecz powolna erozja potencjału innowacyjnego kraju, który zamiast inwestować w przyszłość, będzie musiał przez dekady spłacać pomniki dawnego, ekstensywnego wzrostu. Pozostaje pytanie: czy państwo potrafi pozwolić na błąd i stratę, by móc zacząć budować na fundamentach rzeczywistej wartości?

Inspiracje

[1] 

"Broken China" Logan Wright

John Wiley & Sons | ISBN: 9781509570683

Dr **Logan Wright** jest amerykańskim ekonomistą i czołowym ekspertem w dziedzinie chińskiej gospodarki i systemu finansowego. Jest partnerem w Rhodium Group, gdzie kieruje pracami firmy w zakresie badań rynków chińskich, a także starszym współpracownikiem w Katedrze Powierniczej ds. Biznesu i Ekonomii Chińskiej w Centrum Studiów Strategicznych i Międzynarodowych (CSIS). Wright uzyskał tytuł doktora na Uniwersytecie George'a Washingtona, gdzie jego rozprawa doktorska analizowała dynamikę polityczną kształtującą chińską politykę kursową, a także ukończył studia magisterskie i licencjackie na Uniwersytecie Georgetown. Po ponad dwóch dekadach życia i pracy w Pekinie i Hongkongu, przeprowadził obszerne analizy chińskiej struktury finansowej, polityki banków centralnych i cykli kredytowych. Jego kluczowe prace naukowe i polityczne dotyczą oceny historycznej ekspansji kredytowej Chin, systemów bankowości cieni, regulacyjnych kampanii delewarowania oraz czynników strukturalnych ograniczających współczesną trajektorię gospodarczą kraju.

*Dr. **Logan Wright** is an American economist and leading expert on the Chinese economy and financial system. He serves as a Partner at Rhodium Group, where he directs the firm's China Markets Research work, and as a Senior Associate with the Trustee Chair in Chinese Business and Economics at the Center for Strategic and International Studies (CSIS). Wright holds a Ph.D. from George Washington University, where his doctoral dissertation analyzed the political dynamics shaping China's exchange rate policy, alongside graduate and undergraduate degrees from Georgetown University. Having spent over two decades living and working in Beijing and Hong Kong, he has conducted extensive analysis on China's financial plumbing, central bank policies, and credit cycles. His key scholarly and policy contributions evaluate China's historic credit expansion, shadow banking systems, regulatory deleveraging campaigns, and the structural factors constraining its contemporary economic trajectory.*

Rhodium Group

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[1] "Fiscal Federalism"

Wallace E. Oates

1972 | Houghton Mifflin Harcourt P

[2] "The High Price of Bullion, a Proof of the Depreciation of Bank Notes"

David Ricardo

[3] "An Essay on the Influence of a Low Price of Corn on the Profits of Stock"

David Ricardo

[4] "An Essay on the Influence of a Low Price of Corn on the Profits of Stock (2nd ed.)"

David Ricardo

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] "Public Finance in Theory and Practice."

A. R. Prest, Richard Abel Musgrave, Peggy B. Musgrave

1974 | The Economic Journal | DOI: 10.2307/2231053

Źródło

[2] "The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy."

Gerhared Colm, Richard Abel Musgrave

1960 | The Journal of Finance | DOI: 10.2307/2976491

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] "An Essay on Fiscal Federalism"

Wallace E. Oates

1999 | Journal of Economic Literature | DOI: 10.1257/jel.37.3.1120

Źródło

[6] "Exports and Regional Economic Growth: Rejoinder"

Charles M. Tiebout

1956 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/257773

Źródło

[7] "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

[8] "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

[9] "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

[10] "Federalism, Chinese Style: The Political Basis for Economic Success in China"

Gabriella R. Montinola, Yingyi Qian, Barry R.VE Weingast

1995 | World Politics | DOI: 10.1353/wp.1995.0003

Źródło

[11] "Sources of Corruption: A Cross-Country Study"

Gabriella R. Montinola, Robert W. Jackman

2001 | British Journal of Political Science | DOI: 10.1017/s0007123402000066

Źródło

[12] **"Does Foreign Aid Support Autocrats, Democrats, or Both?"**

Daniel Yuichi Kono, Gabriella R. Montinola

2009 | The Journal of Politics | DOI: 10.1017/s0022381609090550

Źródło

[13] **"When Does Aid Conditionality Work?"**

Gabriella R. Montinola

2010 | Studies in Comparative International Development | DOI: 10.1007/s12116-010-9068-6

Źródło

[14] **"Regional decentralization and fiscal incentives: Federalism, Chinese style"**

Hehui Jin, Yingyi Qian, Barry R.VE Weingast

2005 | Journal of Public Economics | DOI: 10.1016/j.jpubeco.2004.11.008

Źródło

[15] **"Federalism and the Soft Budget Constraint"**

Yingyi Qian, Gérard Roland

1998 | American Economic Review

Źródło

[16] **"Reform without Losers: An Interpretation of China's Dual-Track Approach to Transition"**

Lawrence J. Lau, Yingyi Qian, Gérard Roland

2000 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/262113

Źródło

[17] **"Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England"**

Douglass C. North, Barry R.VE Weingast

1989 | The Journal of Economic History | DOI: 10.1017/s0022050700009451

Źródło

[18] **"The Political Economy of Benefits and Costs: A Neoclassical Approach to Distributive Politics"**

Barry R.VE Weingast, Kenneth A. Shepsle, Christopher Johnsen

1981 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/260997

Źródło

[19] **"THE ROLE OF INSTITUTIONS IN THE REVIVAL OF TRADE: THE LAW MERCHANT, PRIVATE JUDGES, AND THE CHAMPAGNE FAIRS"**

Paul Milgrom, Douglass C. North, Barry R.VE Weingast

1990 | Economics and Politics | DOI: 10.1111/j.1468-0343.1990.tb00020.x

Źródło

[20] **"Public Versus Private Ownership of Firms: Evidence from Rural China"**

Hehui Jin, Yingyi Qian

1998 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355398555748

Źródło

[21] **"Market Emergence and Transition: Arbitrage, Transaction Costs, and Autarky in China's Grain Markets"**

Albert Francis Park, Hehui Jin, Scott Rozelle, Jikun Huang

2002 | American Journal of Agricultural Economics | DOI: 10.1111/1467-8276.00243

Źródło

[22] **"Bureaucrat to Entrepreneur: The Changing Role of the State in China's Grain Economy"**

Scott Rozelle, Albert Francis Park, Jikun Huang, Hehui Jin

2000 | Economic Development and Cultural Change | DOI: 10.1086/452456

Źródło

[23] **"A Pure Theory of Local Expenditures"**

Charles M. Tiebout

1956 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/257839

Źródło

[24] **"Exports and Regional Economic Growth"**

Charles M. Tiebout

1956 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/257771

Źródło

[25] **"An Economic Theory of Fiscal Decentralization"**

Charles M. Tiebout

1961 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[26] "Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China"

Hongbin Li, Li-An Zhou

2004 | Journal of Public Economics | DOI: 10.1016/j.jpubeco.2004.06.009

Źródło

[27] "Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms"

Hongbin Li, Lingsheng Meng, Qian Wang, Li-An Zhou

2007 | Journal of Development Economics | DOI: 10.1016/j.jdeveco.2007.03.001

Źródło

[28] "Evidence on the Impact of Sustained Exposure to Air Pollution on Life Expectancy from China's Huai River Policy"

Yuyu Chen, Avraham Y. Ebenstein, Michael Greenstone, Hongbin Li

2013 | Proceedings of the National Academy of Sciences | DOI: 10.2139/ssrn.2291154

Źródło

[29] "Relative performance evaluation and the turnover of provincial leaders in China"

Ye Chen, Hongbin Li, Li-An Zhou

2005 | Economics Letters | DOI: 10.1016/j.econlet.2005.05.003

Źródło

[30] "Arrival of Young Talent: The Send-Down Movement and Rural Education in China"

Yi Chen, Ziying Fan, Xiaomin Gu, Li-An Zhou

2020 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.20191414

Źródło

[31] "The Soft Budget Constraint"

JÁNOS KORNAI*

1986 | Kyklos | DOI: 10.1111/j.1467-6435.1986.tb01252.x

Źródło

[32] "The soft budget constraint syndrome in the hospital sector"

János Kornai

2009 | Society and Economy | DOI: 10.1556/socec.31.2009.1.2

Źródło

[33] "The Place of the Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory"

János Kornai

1998 | Journal of Comparative Economics | DOI: 10.1006/jcec.1997.1505

Źródło

[34] "Legal Obligation, Non-Compliance and Soft Budget Constraint"

János Kornai

2002 | The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law | DOI: 10.1007/978-1-349-74173-1_225

Źródło

[35] "Soft Budget Constraints and Transition"

Mathias Dewatripont, Eric Maskin, Gérard Roland

2000 | Planning, Shortage, and Transformation | DOI: 10.7551/mitpress/5406.003.0015

Źródło

[36] "Understanding the Soft Budget Constraint"

János Kornai, Eric Maskin, Gérald Roland

2003 | Journal of Economic Literature | DOI: 10.1257/jel.41.4.1095

Źródło

[37] "Understanding the Soft Budget Constraint <i>(The Ending)</i>"

J. Kornai, E. Maskin, G. Roland

2004 | Voprosy Ekonomiki | DOI: 10.32609/0042-8736-2004-12-35-53

Źródło

[38] "Evaluation of local leaders in China"

C. Bai, E. Maskin

2021 | DOI: 10.4337/9781800374980.00023

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: da510680-426c-4f1f-b9b8-42a815b60ee3