Kryzys chińskiego rynku nieruchomości w świetle analizy Broken China Logana Wrighta

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje kryzys chińskiego sektora nieruchomości nie jako zwykłą korektę rynkową, lecz jako załamanie systemowego modelu wzrostu opartego na ekspansji kredytowej i akumulacji kapitału. Autor wskazuje, że sektor ten stał się kluczowym elementem finansowania urbanizacji, źródłem dochodów władz lokalnych oraz głównym instrumentem oszczędności gospodarstw domowych. Problem polega na tym, że chiński system instytucjonalny został dostosowany do permanentnego wzrostu cen aktywów, co przy zmianie koniunktury prowadzi do kryzysu bilansowego. Tekst odróżnia racjonalną urbanizację od późniejszej nadakumulacji kapitału i wyjaśnia, jak lokalnie racjonalne decyzje uczestników rynku stworzyły globalnie niestabilną strukturę gospodarczą, w której nieruchomość funkcjonuje jednocześnie jako dobro konsumpcyjne i ryzykowne aktywo kapitałowe.

The article analyzes the crisis of the Chinese real estate sector not as a regular market correction, but as a collapse of a systemic growth model based on credit expansion and capital accumulation. The author indicates that this sector became a key element of urbanization financing, a source of income for local authorities, and the primary savings instrument for households. The problem is that the Chinese institutional system was adapted for permanent asset price growth, which leads to a balance sheet crisis when conditions change. The text distinguishes rational urbanization from subsequent capital over-accumulation and explains how locally rational decisions by market participants created a globally unstable economic structure in which real estate functions simultaneously as a consumer good and a risky capital asset.

Artykuł analizuje kryzys chińskiego rynku nieruchomości nie jako przejściową korektę cen, lecz jako fundamentalne załamanie systemowego modelu wzrostu gospodarczego. Autor stawia tezę, że Chiny oparły swoją potęgę na toksycznym splotcie nadmiernej akumulacji kapitału, wysokiej dźwigni finansowej oraz ryzykownym mechanizmie przedsprzedaży mieszkań, co stworzyło globalnie niestabilną strukturę opartą na nieustannym wzroście wartości aktywów. Tekst dowodzi, że sektor ten stał się centrum kryzysu bilansowego, który uderzył w zaufanie obywateli i stabilność finansową państwa, wywołując efekt domina: od niewypłacalności gigantów takich jak Evergrande, przez bojkoty kredytowe rodzin, aż po paraliż budżetów lokalnych samorządów. Znaczenie tej analizy polega na wykazaniu, że administracyjne próby stabilizacji rynku są niewystarczające, gdyż problem leży w głębokiej nieefektywności alokacji zasobów. W konsekwencji artykuł wskazuje na konieczność bolesnej transformacji strukturalnej całej gospodarki – odejścia od modelu inwestycyjnego na rzecz konsumpcyjnego, co wymaga całkowitego przedefiniowania relacji między państwem, kapitałem a obywatelem.

SŁOWA KLUCZOWE

kryzys chińskiego rynku nieruchomości | Broken China Logana Wrighta | mechanizm przedsprzedaży mieszkań | trzy czerwone linie | nadakumulacja kapitału | teoria niestabilności finansowej Minsky'ego | asymetria informacji w nieruchomościach | prawo malejącej krańcowej produktywności kapitału | federalizm fiskalny Chin | local government financing vehicles LGFV | system rejestracji gospodarstw domowych hukou | wycena fundamentalna aktywów | ryzyko niewypłacalności bilansowej | koszt użytkowania kapitału mieszkaniowego

Kryzys nieruchomości jako załamanie systemowego modelu wzrostu

Kryzys chińskiego rynku nieruchomości: od finansowania urbanizacji do kryzysu bilansowego i załamania zaufania

Kryzys chińskiego rynku nieruchomości należy rozpatrywać jako szczególnie wyraziste ujawnienie sprzeczności modelu wzrostu gospodarczego opartego na akumulacji kapitału, ekspansji kredytowej i utrzymywaniu wysokiego udziału inwestycji w PKB. Jego istota wykracza poza typowe dla gospodarki rynkowej cykliczne wahania cen mieszkań. Sektor nieruchomości stał się bowiem w Chinach jednocześnie instrumentem modernizacji przestrzennej, głównym składnikiem majątku gospodarstw domowych i zabezpieczeniem zobowiązań kredytowych, a także źródłem dochodów władz lokalnych oraz mechanizmem absorpcji oszczędności, dla których nie stworzono wystarczająco zróżnicowanych i wiarygodnych alternatyw inwestycyjnych. Takie nagromadzenie funkcji sprawiło, że zmiana koniunktury na rynku mieszkaniowym przestała być zjawiskiem jedynie sektorowym. Przeniknęła ona do bilansów przedsiębiorstw, banków i rodzin, zaburzyła obieg dochodów między centrum a prowincjami oraz ograniczyła skuteczność tradycyjnych narzędzi pobudzania popytu.

Z punktu widzenia ekonomii politycznej problem nie polega zatem na samym spadku cen określonej kategorii aktywów, lecz na tym, że znaczna część chińskiego systemu instytucjonalnego została przystosowana do warunków ich trwałego wzrostu, a nie do sytuacji, w której budownictwo mieszkaniowe musi przez lata zmniejszać swoją skalę. Aby uchwycić genezę tego zjawiska, należy odróżnić ekonomicznie uzasadniony proces urbanizacji od narastającej z czasem nadakumulacji kapitału. W początkowych dekadach reform rozwój budownictwa odpowiadał na realne potrzeby ludności migrującej do miast, wzrost dochodów oraz konieczność przezwyciężenia niedoborów mieszkaniowych z czasów gospodarki planowej. Przełomowe znaczenie miała komercjalizacja miejskiego systemu mieszkalnictwa – szczególnie reformy końca lat dziewięćdziesiątych, które stopniowo zastąpiły przydziały zakładowe mechanizmami zakupu i finansowania hipotecznego. Powstanie szerokiego rynku prywatnie użytkowanych i zbywalnych lokali nie było błędem gospodarczym; przeciwnie – pozwoliło podnieść standard życia, uruchomiło inwestycje komplementarne, zwiększyło mobilność pracowników i wsparło rozwój usług miejskich.

Bank Światowy wskazuje, że udział ludności miejskiej wzrósł z mniej niż jednej piątej ogółu mieszkańców Chin w 1978 roku do około 52% w 2012 roku, co wiązało się z przemieszczeniem setek milionów ludzi i rzeczywistą zmianą struktury gospodarki.

Specyfika chińskiego rynku: od racjonalności jednostek do systemowej niestabilności

Krytyka późniejszej ekspansji sektora nie powinna przesłaniać tego historycznego osiągnięcia; błędna diagnoza prowadziłaby bowiem do utożsamienia produktywnych inwestycji

infrastrukturalnych i mieszkaniowych z działaniami spekulacyjnymi. Specyfika chińskiego rynku nieruchomości wynikała jednak z konstrukcji praw własności oraz otoczenia instytucjonalnego. Grunty miejskie pozostają własnością państwową, a deweloperzy i nabywcy uzyskują jedynie określone w prawie uprawnienia do korzystania z gruntu, zazwyczaj na wieloletni okres użytkowania. Nie oznacza to, że mieszkania nie stanowią prywatnego majątku gospodarstw domowych, lecz wskazuje, że obrót nieruchomościami funkcjonuje w specyficznym układzie współzależności między prawami jednostek, decyzjami administracyjnymi a finansowaniem publicznym. W tym systemie władza lokalna czerpie wpływy z odpłatnego udostępniania gruntów, deweloper buduje portfel przyszłych projektów, bank przyjmuje zabezpieczenia hipoteczne, a gospodarstwo domowe traktuje mieszkanie jako długoterminową rezerwę majątkową.

Każda z tych decyzji wydaje się racjonalna z perspektywy pojedynczego uczestnika. Problem pojawia się jednak w momencie, gdy wszyscy opierają swoje kalkulacje na tym samym założeniu o nieuchronnym wzroście wartości nieruchomości. Wówczas system złożony z lokalnie racjonalnych wyborów może wytwarzać globalnie niestabilną strukturę gospodarczą, co stanowi jeden z fundamentalnych problemów współczesnej makroekonomii finansowej.

W klasycznym ujęciu ekonomiki mieszkalnictwa nieruchomość jest jednocześnie dobrem konsumpcyjnym i aktywem kapitałowym. Jako dobro dostarcza usług: schronienia, lokalizacji, dostępu do rynku pracy czy infrastruktury. Jako aktywo reprezentuje prawo do przyszłego strumienia tych usług, przychodów z najmu lub zysku ze wzrostu ceny. Te dwie funkcje nie są tożsame.

Gospodarstwo domowe potrzebuje mieszkania niezależnie od prognozowanej aprecjacji jego wartości, ale zapłaci za nie znacznie więcej, jeśli oczekuje dalszych wzrostów cen. Zgodnie z teorią kosztu użytkowania kapitału mieszkaniowego, rozwijaną m.in. przez Jamesa Poterbę, ekonomiczny ciężar posiadania nieruchomości zależy nie tylko od ceny i oprocentowania kredytu, ale także od kosztów utrzymania, podatków, amortyzacji oraz przewidywanych zmian wartości. Jeśli nabywcy długotrwale oczekują wzrostu cen, spodziewany zysk kapitałowy obniża postrzegany koszt posiadania mieszkania. W efekcie wysoka cena nie musi hamować popytu – może paradoksalnie go wzmacniać, gdyż kupujący obawiają się, że późniejszy zakup będzie jeszcze trudniejszy. Kiedy oczekiwania zmieniają znak, mechanizm ulega odwróceniu: nawet obniżka oprocentowania kredytów nie pobudzi popytu, jeśli nabywca przewiduje dalsze spadki cen lub obawia się, że nie otrzyma zamówionego lokalu.

Tym samym dochodzimy do rozróżnienia między wyceną fundamentalną a wyceną podtrzymywaną przez oczekiwania. Wartość fundamentalna nieruchomości powinna pozostawać w długookresowej relacji do dochodów gospodarstw domowych, użyteczności lokalizacji, potencjalnego najmu,

kosztów alternatywnych i podaży gruntów. Nie istnieje jednak jedna, uniwersalna relacja cen do dochodów, której przekroczenie automatycznie dowodziłoby istnienia bańki. W metropoliach o ograniczonej podaży, wysokiej produktywności pracy i silnym napływie ludności ceny mogą długo utrzymywać się na poziomach bardzo wysokich względem średnich zarobków. Analiza staje się niepokojąca wtedy, gdy wysokie wyceny współistnieją z rosnącą liczbą pustostanów, spadkiem dynamiki tworzenia nowych gospodarstw domowych, zadłużeniem deweloperów i zależnością inwestycji od ciągłej sprzedaży mieszkań jeszcze przed zakończeniem budowy.

Oznacza to, że ceny aktywów przestają być uzasadnione usługami, jakie dostarczają, a zaczynają wynikać z przekonania, że w przyszłości pojawi się kolejny nabywca gotowy zapłacić więcej. W kategoriach ekonomii behawioralnej i teorii baniek spekulacyjnych mechanizm ten jest szczególnie podatny na zmianę zbiorowych oczekiwań, gdyż dominujące przekonania rynkowe mogą przez pewien czas same wzmacniać warunki, które następnie służą jako dowód ich słuszności. Skalę makroekonomicznego znaczenia nieruchomości w Chinach dobrze uchwycili w swoich pracach Kenneth Rogoff i Yuanchen Yang.

Sektor nieruchomości jako fundament szerokiego łańcucha gospodarczego

Badacze wykorzystali metodę przepływów międzygałęziowych, która pozwala uwzględnić nie tylko bezpośrednią wartość dodaną w budownictwie i obsłudze nieruchomości, ale także produkcję uruchamianą w gałęziach dostarczających materiały, urządzenia i usługi. W szacunkach za 2021 rok bezpośrednie i pośrednie oddziaływanie samego sektora nieruchomości odpowiadało około 22% chińskiego PKB, a po uwzględnieniu komponentu importowego – około 25%. Po dodaniu infrastruktury mieszkaniowej i pozamieszkaniowej udział szeroko rozumianego kompleksu nieruchomościowo-infrastrukturalnego sięgał około 31%.

Wartości te należy interpretować ostrożnie. Nie są one jednorodnymi pozycjami rachunków narodowych ani podstawą do prostego twierdzenia, że zniknięcie sektora zmniejszyłoby PKB dokładnie o wskazany odsetek. Obrazują one jednak rozległość powiązań produkcyjnych i wyjaśniają, dlaczego spadek popytu na nowe mieszkania uderza w przemysł stalowy, cementowy, maszynowy, transport, projektowanie, usługi finansowe czy wyposażenie wnętrz, a także w wydatki inwestycyjne samorządów. Wcześniejsze badania tych samych autorów wskazywały, że długotrwałe dostosowanie aktywności mieszkaniowej może obniżyć poziom produkcji względem scenariusza bazowego o kilka punktów procentowych na przestrzeni lat, nawet bez wystąpienia klasycznego kryzysu bankowego.

Kluczowe znaczenie ma tutaj prawo malejącej krańcowej produktywności kapitału. Nie oznacza ono, że każda kolejna inwestycja mieszkaniowa musi być mniej użyteczna od poprzedniej – efektywność zależy bowiem także od technologii, infrastruktury, migracji i organizacji przestrzeni. Jeśli jednak w danym mieście zaspokojono podstawowy niedobór lokali, wybudowano sieć transportową, a wzrost liczby mieszkańców słabnie, dodatkowy budynek generuje coraz mniejsze korzyści społeczne i ekonomiczne.

W rachunku prywatnym deweloper może nadal dostrzegać zysk, zwłaszcza przy tanim kredycie i oczekiwaniu na wzrost cen. W rachunku społecznym budowa kolejnego osiedla może jednak oznaczać zamrożenie znacznych zasobów pracy, materiałów i oszczędności w aktywie, którego późniejsze użytkowanie będzie znikome. Rozbieżność między stopą zwrotu prywatną a społeczną jest tu potęgowana przez subsydiowanie ryzyka, niepełną internalizację kosztów infrastruktury oraz polityczne bodźce do zwiększania mierzonej wielkości inwestycji.

Badania Rogoffa i Yang nad chińskimi miastami wskazują, że problem nadpodaży mieszkań jest szczególnie głęboki w mniejszych i słabiej rozwiniętych ośrodkach, podczas gdy największe aglomeracje wykazują odmienne uwarunkowania demograficzne i popytowe. Nie istnieje zatem jeden jednorodny chiński rynek mieszkaniowy, lecz zbiór silnie zróżnicowanych rynków lokalnych, połączonych wspólnym systemem finansowym i administracyjnym. Wyjaśnia to ekonomika przestrzenna: popyt na mieszkania nie zależy wyłącznie od całkowitej liczby mieszkańców kraju, lecz od rozmieszczenia miejsc pracy, możliwości migracji, struktury wieku, liczby tworzonych gospodarstw domowych, dostępności usług publicznych i różnic w dochodach. Mieszkanie w mieście tracącym młodych pracowników nie jest ekonomicznym substytutem lokalu w ośrodku przyciągającym przedsiębiorstwa technologiczne i wysoko produktywne usługi. Możliwość przemieszczania się między tymi lokalizacjami jest ograniczona, a budynków nie da się przenieść. W literaturze przedmiotu mówi się dlatego o nieodwracalności lub wysokiej kosztowności odwrócenia inwestycji w kapitał przestrzenny. W Chinach problem ten pogłębia system rejestracji gospodarstw domowych hukou, który historycznie różnicował dostęp migrantów do lokalnych usług publicznych i świadczeń.

Mechanizm przedsprzedaży jako źródło ryzyka systemowego

Dalsza urbanizacja może zwiększać rzeczywisty popyt mieszkaniowy, lecz nie gwarantuje, że pojawi się on akurat tam, gdzie wcześniej powstała największa nadwyżka lokali. To zasadniczy powód, dla którego krajowa stopa urbanizacji nie może służyć jako wystarczający dowód na to, że niemal

dowolna skala nowego budownictwa zostanie w przyszłości sprzedana lub zasiedlona. Najbardziej charakterystycznym mechanizmem finansowym chińskiego sektora stała się przedsprzedaż mieszkań, określana jako 商品房预售 (shāngpǐnfáng yùshòu). Jej istotą było przesunięciu części finansowania inwestycji z tradycyjnych wierzycieli przedsiębiorstwa na przyszłych użytkowników budowanych lokali. Nabywca podpisywał umowę dotyczącą mieszkania, które nie było jeszcze ukończone, wpłacał środki własne, a często uruchamiał również kredyt hipoteczny. Deweloper otrzymywał wpływy przed zakończeniem procesu produkcyjnego i mógł je wykorzystać – w granicach obowiązujących reguł i praktyk nadzorczych – do finansowania realizowanego projektu. Zmniejszało to potrzebę angażowania własnego kapitału na wczesnym etapie inwestycji, a rosnąca liczba podpisanych umów stawała się jednocześnie źródłem bieżącej płynności.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy wskazywał, że w latach poprzedzających załamanie transakcje przedsprzedażowe stanowiły około 90% sprzedaży nowych mieszkań w Chinach. Wysoki udział przedsprzedaży nie oznaczał sam w sobie nadużycia – podobne rozwiązania funkcjonują w innych gospodarkach – lecz prowadził do znacznego skoncentrowania ryzyka wykonania inwestycji po stronie gospodarstw domowych. Ekonomiczna konstrukcja przedsprzedaży zawiera istotną asymetrię. Deweloper dysponuje znacznie pełniejszą wiedzą o rzeczywistych kosztach projektu, zobowiązaniach wobec wykonawców, stanie finansowania innych przedsięwzięć i prawdopodobieństwie terminowego zakończenia budowy niż nabywca mieszkania. Kupujący może ocenić lokalizację, cenę, wizualizacje architektoniczne oraz reputację przedsiębiorstwa, lecz nie jest w stanie na bieżąco monitorować całej struktury przepływów pieniężnych.

W teorii informacji niedoskonałej mamy tu do czynienia z problemem asymetrii informacji, a w teorii kontraktów – z problemem zleceniodawcy i wykonawcy, dodatkowo komplikowanym przez niepełność umowy. Nabywca płaci za przyszłe świadczenie, którego termin i jakość zależą od działań drugiej strony, podejmowanych już po otrzymaniu istotnej części wynagrodzenia. Ryzyko można by ograniczyć, gdyby finansowanie było przechowywane na chronionym rachunku i uwalniane zgodnie z rzeczywistymi postępami prac. Przy słabej kontroli przedsiębiorstwo zyskuje jednak zachętę do przeznaczania części bieżącej płynności na cele, których nabywcy konkretnego mieszkania nie wybrali i których nie potrafią skutecznie zweryfikować. Zasadniczym zagadnieniem nie jest zatem sama obecność przedsprzedaży, lecz relacja między jej warunkami, ochroną środków klientów a sposobem finansowania wzrostu przedsiębiorstwa. W badaniu „Haste or Waste? The Role of Presale in Residential Housing” Ziyang Chen, Maggie R. Hu, Ginger Zhe Jin i Qiyao Zhou połączyli model teoretyczny z danymi o chińskich rynkach lokalnych, identyfikując w jednej z wersji bazy 3179 niedokończonych projektów mieszkaniowych rozpoczętych w latach 2010–2019 w 270 dużych miastach.

Mechanizm przedsprzedaży jako źródło niestabilności finansowej

Autorzy analizowali zależność między warunkami dopuszczenia przedsprzedaży a nadzorem nad wydatkami budowlanymi i ryzykiem niedokończenia inwestycji. Z punktu widzenia instytucjonalnego kluczowy jest wniosek: wcześniejszy dostęp dewelopera do środków nabywców może przyspieszać ekspansję, lecz przy słabej kontroli zwiększa ryzyko niewykonania zobowiązań wobec klientów. Wyników tych nie należy traktować jako pełnej statystyki wszystkich problematycznych inwestycji w kraju; baza została zbudowana z określonych źródeł, w tym zgłoszeń obywatelskich, co ogranicza pole obserwacji. Badanie stanowi jednak istotne potwierdzenie, że szczegóły regulacji kontraktu realnie wpływają na zachowania deweloperów i skalę ponoszonego ryzyka.

W warunkach rosnących cen nieruchomości i łatwego dostępu do kredytu przedsprzedaż mogła stać się elementem mechanizmu finansowania ekspansji wykraczającej poza pojedynczy projekt. Deweloper kupował kolejne grunty, uruchamiał nowe przedsięwzięcia i ich przedsprzedaż, a napływające środki wykorzystywał do podtrzymywania rozległego portfela zobowiązań. Sytuacja firmy zależała wówczas nie tylko od rentowności poszczególnych osiedli, lecz także od tempa zawierania nowych umów, kosztu refinansowania zadłużenia i możliwości przesuwania przepływów pieniężnych między projektami. Ekonomia finansowa uczy, że przedsiębiorstwo może posiadać aktywa o dodatniej wartości i rentowne projekty, a mimo to popaść w niewypłacalność płynnościową, gdy wpływy pojawiają się później niż wymagalne płatności. Jeżeli natomiast wartość całego portfela projektów jest niższa od sumy zobowiązań, mamy do czynienia z głębszym problemem niewypłacalności bilansowej. Rozróżnienie to jest niezbędne: rozwiązaniem pierwszego problemu może być czasowe finansowanie pomostowe, podczas gdy drugi wymaga uznania strat i ich podziału między wierzycieli, udziałowców lub państwo.

Mechanizm ten można zinterpretować za pomocą teorii niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego. Autor tej teorii rozróżniał finansowanie zabezpieczone bieżącymi przepływami pieniężnymi, finansowanie wymagające okresowego refinansowania części zobowiązań oraz takie, w którym obsługa długu zależy od pozyskiwania nowych środków lub wzrostu cen aktywów. W pierwszym przypadku działalność wytwarza gotówkę wystarczającą na obsługę odsetek i spłatę kapitału. W drugim bieżące dochody pokrywają tylko część zobowiązań, co wymusza odnawianie finansowania. W trzecim utrzymanie struktury zadłużenia zależy od korzystnej koniunktury rynkowej i stałego dostępu do nowego pieniądza. Nie należy jednak automatycznie przypisywać

całego chińskiego budownictwa czy wszystkich dużych deweloperów do tej ostatniej kategorii – byłoby to nieuprawnione uproszczenie.

Teoria Minsky'ego pomaga zrozumieć, dlaczego długi okres pozornego bezpieczeństwa sprzyja stopniowemu przesuwaniu modelu finansowania w stronę coraz większej zależności od refinansowania. Brak wcześniejszych problemów z płynnością nie dowodzi zatem odporności struktury finansowej; może raczej świadczyć o tym, że nie została ona jeszcze poddana próbie jednoczesnego spadku sprzedaży, wartości zabezpieczeń i dostępności kredytu.

Mechanizm dodatniego sprzężenia zwrotnego i paradoks oddłużania

Dynamikę tę potęgował specyficzny charakter konkurencji między deweloperami. O ile w sektorze przemysłowym przewagę buduje się zazwyczaj poprzez obniżanie kosztów produkcji, rozwój technologii czy specjalizację, o tyle na rynku nieruchomości kluczem do sukcesu staje się tempo nabywania atrakcyjnych gruntów i szybkość uruchamiania kolejnych projektów. Ponieważ zasoby ziemi w konkretnych lokalizacjach są ograniczone, ekspansja konkurenta zmusza firmy do przyspieszania zakupów, nawet gdy długoterminowe perspektywy popytu stają się niepewne. W ten sposób konkurencja o przyszłą rentę lokalizacyjną prowadzi do gwałtownego wzrostu bieżącego zadłużenia. Jeśli dodatkowo władze lokalne mają interes fiskalny w utrzymywaniu wysokich cen praw do użytkowania gruntów, powstaje układ wzajemnie wzmacniających się bodźców: droższe grunty windują oczekiwane ceny mieszkań, co pozwala deweloperom składać wyższe oferty na aukcjach, a rosnące wpływy z tych sprzedaży finansują dalsze wydatki samorządów.

Mechanizm ten przypomina dodatnie sprzężenie zwrotne – proces stabilny przy umiarkowanym zadłużeniu staje się skrajnie podatny na wstrząsy wraz ze wzrostem zobowiązań i wyczerpywaniem się rezerw płynnościowych. Z perspektywy teorii kosztów transakcyjnych i ekonomii instytucjonalnej szczególnie niebezpieczne okazało się rozdzielenie ryzyka od kontroli.

Nabywcy mieszkań ponosili konsekwencje opóźnień, nie mając realnego wpływu na decyzje inwestycyjne dewelopera. Banki finansujące gospodarstwa domowe posiadały roszczenia wobec kredytobiorców, lecz nie brały odpowiedzialności za terminowe ukończenie budowy. Z kolei lokalne organy administracji kontrolowały proces inwestycyjny, będąc jednocześnie zainteresowanymi utrzymaniem tempa budowy i wpływów z gruntów. W języku teorii kontraktów mieliśmy do czynienia z licznymi niekompletnymi umowami; brakowało jednego podmiotu, który posiadałby pełnię informacji, właściwe bodźce i zasoby niezbędne do minimalizacji ryzyka systemowego.

Formalny podział odpowiedzialności mógł sprawiać wrażenie poprawnego w czasie hossy, jednak okazał się niewystarczający w obliczu masowej niewypłacalności deweloperów. W chwili kryzysu problem niedokończonego mieszkania przestał być jedynie sporem cywilnoprawnym między klientem a firmą – stał się problemem obejmującym banki, wykonawców, dostawców, władze lokalne i systemowe zaufanie do całego rynku nieruchomości. Przełomowym momentem okazało się zaostrzenie zasad finansowania w 2020 roku.

Regulatorzy wprowadzili mechanizm tzw. "trzech czerwonych linii" — 三道红线 (sān dào hóngxiàn). Opierał się on na trzech wskaźnikach: relacji zobowiązań do aktywów (po wyłączeniu określonych przedpłat klientów) do 70%, relacji zadłużenia netto do kapitału własnego do 100% oraz relacji środków pieniężnych do długu krótkoterminowego na poziomie co najmniej jeden. W zależności od liczby naruszonych progów, firma otrzymywała różne możliwości dalszego zadłużania się. Konstrukcja ta opierała się na logicznym założeniu: przedsiębiorstwa nie mogą w nieskończoność zwiększać zobowiązań przy jednoczesnym osłabianiu kapitałów i płynności. Przedstawianie samej idei ograniczenia dźwigni finansowej jako błędu byłoby więc nadużyciem. Spór dotyczy raczej momentu i sekwencji wdrożenia tych zmian, ich interakcji z już istniejącym długiem oraz braku instytucji umożliwiających uporządkowaną restrukturyzację bez przerzucania kosztów na nabywców mieszkań. Z punktu widzenia teorii regulacji ostrożnościowej mamy tu do czynienia z klasycznym problemem procykliczności.

W okresie szybkiego wzrostu zaostrzenie wymogów kapitałowych może zapobiegać akumulacji ryzyka, gdyż firmy mają jeszcze przestrzeń do sprzedaży aktywów i zastępowania długu kapitałem własnym. Jeśli jednak ograniczenia wchodzą w życie w momencie, gdy ceny aktywów są już nadmuchane, zadłużenie skumulowane, a popyt słabnie, przedsiębiorstwa zostają zmuszone do jednoczesnej redukcji zobowiązań. Wtedy działania racjonalne dla pojedynczej firmy – ograniczanie zakupów gruntów, wstrzymywanie inwestycji i wyprzedaż aktywów – pogarszają sytuację całego sektora. Spadek aktywności uderza w dochody wykonawców i ceny gruntów, co zwiększa presję na dalsze cięcia. Jest to odmiana paradoksu oddłużania: to, co na poziomie mikroekonomicznym poprawia dyscyplinę finansową, na poziomie makroekonomicznym może pogłębiać recesję bilansową, o ile proces jest powszechny i nie zostanie skompensowany wzrostem popytu lub nowym źródłem finansowania.

Kryzys Evergrande jako splot błędów systemowych i regulacyjnych

W interpretacji przyczyn kryzysu należy unikać dwóch symetrycznych uproszczeń. Pierwsze sprowadza załamanie rynku do administracyjnego błędu z 2020 roku, pomijając wcześniejsze narastanie zadłużenia i nadpodaży. Drugie natomiast przedstawia interwencję regulacyjną jako nieistotną dla tempa kryzysu, przypisując cały proces wyłącznie obiektywnemu wyczerpaniu możliwości urbanizacji. W rzeczywistości obie te grupy czynników wzajemnie na siebie oddziaływały.

Nadmierna dźwignia finansowa sprawiła, że ograniczenie refinansowania mogło wywołać gwałtowny kryzys płynności; ten z kolei ujawnił, że wcześniejsze modele biznesowe były zbyt mało odporne na normalizację warunków kredytowych. Można zatem uznać, że pewne dostosowanie było nieuniknione, a jednocześnie krytycznie oceniać sposób jego przeprowadzenia. Takie rozumowanie odróżnia rzetelną analizę ekonomiczną od retrospektywnego przypisywania pojedynczej decyzji politycznej mocy wyjaśnienia całego wieloletniego procesu.

Przypadek China Evergrande Group dostarcza w tym kontekście istotnego materiału empirycznego. Przedsiębiorstwo, będące jednym z największych chińskich deweloperów, przez lata rozwijało działalność poprzez jednoczesne powiększanie portfela projektów, zakup gruntów, zaciąganie zobowiązań finansowych oraz pozyskiwanie środków od nabywców mieszkań. O skali zależności od zewnętrznego finansowania świadczą dane opublikowane przez spółkę: na 30 czerwca 2022 roku jej skonsolidowane zobowiązania wynosiły około 2,474 bln juanów. Z tej kwoty 854,36 mld juanów stanowiły zobowiązania kontraktowe, zadłużenie z tytułu pożyczek i kredytów wyniosło około 587,76 mld juanów, a zobowiązania handlowe i pozostałe tego rodzaju – około 926,46 mld juanów.

Rozróżnienie tych kategorii jest kluczowe metodologicznie. Często przywoływana w debacie publicznej kwota ok. 300 mld dolarów nie może być utożsamiana wyłącznie z bankowym długiem finansowym. Obejmowała ona roszczenia o odmiennej naturze ekonomicznej i prawnej, w tym obowiązki wynikające z umów na niedostarczone jeszcze mieszkania. Struktura ta pokazuje, że kondycja dewelopera zależała od zaufania znacznie szerszej grupy podmiotów niż tylko banki czy posiadacze obligacji.

Analiza bilansowa Evergrande pozwala dostrzec zasadniczy problem pomiaru wypłacalności w długookresowych projektach nieruchomościowych. Po stronie aktywów znajdują się prawa do gruntów, budowy w toku, ukończone lokale oraz należności, jednak ich realna wartość zależy od możliwości dokończenia i zbycia inwestycji. W okresie wzrostu cen wartości księgowe mogą

uzasadniać znaczną dźwignię finansową. Gdy jednak finansowanie zostaje ograniczone, projekty stają, sprzedaż spada, a wyceny stają się niepewne – wtedy ujawnia się różnica między wartością przedsiębiorstwa kontynuującego działalność (going concern value) a wartością likwidacyjną.

Rozbieżność ta jest szczególnie wyraźna w budownictwie mieszkaniowym, gdzie niedokończony projekt ma znacznie mniejszą wartość użytkową niż lokal przekazany nabywcy. Ponadto części aktywów nie da się łatwo sprzedać bez naruszenia uprawnień wierzycieli i klientów. W efekcie powszechne twierdzenie, że firma „ma wystarczająco dużo nieruchomości, aby spłacić długi", nie jest dowodem wypłacalności, dopóki nie zweryfikuje się realnych cen sprzedaży, pierwszeństwa roszczeń oraz kosztów doprowadzenia inwestycji do stanu używalności.

Z prawnego punktu widzenia kryzys Evergrande wszedł w kolejną fazę 29 stycznia 2024 roku, kiedy Sąd Najwyższy Hongkongu wydał nakaz likwidacji spółki holdingowej i wyznaczył likwidatorów. Następnie giełda hongkońska anulowała notowanie jej akcji ze skutkiem od 25 sierpnia 2025 roku.

Evergrande jako zapalnik systemowej utraty zaufania

Oba wydarzenia są kluczowe, lecz nie oznaczają, że wszystkie projekty prowadzone przez podmioty powiązane z Evergrande na terytorium Chin kontynentalnych zostały w tych datach automatycznie sprzedane lub zlikwidowane. Konglomerat posiadał złożoną strukturę korporacyjną, a realizacja praw wierzycieli do aktywów położonych w różnych jurysdykcjach zależy od odrębnych regulacji i postępowań. Z punktu widzenia ekonomii instytucjonalnej przypadek ten ujawnia ograniczenia transgranicznej egzekwowalności roszczeń: formalna niewypłacalność spółki dominującej nie przekłada się mechanicznie na natychmiastowe uporządkowanie wszystkich zobowiązań projektowych jej spółek zależnych.

Upadek modelu finansowego Evergrande nie był jedynie odosobnioną historią firmy, której zarząd popełnił szereg błędów. Stanowił on najbardziej widoczną manifestację szerszej utraty zaufania do sektora, w którym wiele przedsiębiorstw opierało rentowność i płynność na wysokim obrocie gruntami, szybkiej przedsprzedaży i stałym dostępie do finansowania. W analizie ryzyka systemowego kluczowe jest rozróżnienie między stratą wynikającą z powiązań kontraktowych a stratą wywołaną zmianą zachowań rynkowych. Pierwsza powstaje wtedy, gdy niewypłacalność firmy bezpośrednio uszczupla aktywa jej wierzycieli. Druga dotyka nawet podmioty niemające bezpośrednich relacji finansowych z upadłą spółką, ponieważ klienci i banki uznają, że podobne słabości mogą występować w całym sektorze. Potencjalny nabywca mieszkania od innego dewelopera zaczyna żądać większych zabezpieczeń lub rezygnuje z zakupu przed ukończeniem

budowy. Bank może ograniczyć finansowanie nawet przedsiębiorstwu, które wcześniej oceniał jako stabilne.

Dostawca materiałów może skrócić termin płatności lub wymagać przedpłat. Te indywidualne środki ostrożności odcinają dopływ kapitału do całego sektora, przez co obawa przed niewypłacalnością przyczynia się do jej urzeczywistnienia. Jest to szczególny przypadek mechanizmu opisanego w modelach paniki finansowej i kryzysów koordynacji. W bankowości modele Douglasa Diamonda i Philipa Dybviga pokazują, że instytucja posiadająca długoterminowe aktywa staje się podatna na kryzys, gdy wierzyciele jednocześnie zażądają wycofania środków. Choć chińscy deweloperzy nie byli bankami w sensie prawnym i analogii nie należy rozciągać dosłownie, podobieństwo ekonomiczne jest wyraźne: finansowano długoterminowe, mało płynne aktywa strumieniami środków, których pozyskiwanie zależało od bieżącego zaufania. W przypadku dewelopera zagrożenie nie musi przybrać postaci masowego wycofywania depozytów. Wystarczy, że klienci przestaną kupować mieszkania w budowie, wierzyciele odmówią odnawiania kredytów, a dostawcy zażądają natychmiastowej zapłaty. Firma traci finansowanie niezbędne do dokończenia inwestycji, a brak postępów na budowie potwierdza obawy rynku. Powstaje równowaga oparta na niskim zaufaniu, z której trudno wyjść za pomocą samego obniżenia stóp procentowych.

Bojkot kredytów jako efekt wadliwej alokacji ryzyka

Szczególne znaczenie społeczne miały wydarzenia z 2022 roku, kiedy nabywcy mieszkań w niedokończonych inwestycjach zaczęli publicznie deklarować wstrzymanie spłaty rat. Zjawisko to określano jako bojkot kredytów hipotecznych; w chińskim dyskursie pojawiały się sformułowania odnoszące się do zaprzestania spłat – 停贷 (tíngdài) – oraz do niedokończonych budynków – 烂尾楼 (lànwěilóu).

Konflikt ten wynikał z rozbieżności między dwoma porządkami zobowiązań. Wobec banku nabywca posiadał dług, którego harmonogram spłat mógł wejść w życie jeszcze przed otrzymaniem lokalu. Jednocześnie wobec dewelopera ten sam nabywca miał roszczenie o wykonanie świadczenia, czyli ukończenie i przekazanie mieszkania. Gdy budowa ustawała, gospodarstwo domowe znajdowało się w sytuacji, w której nadal musiało obsługiwać zobowiązanie pieniężne, nie dysponując dobrem stanowiącym ekonomiczny cel transakcji. Wstrzymywanie rat było zatem nie tylko przejawem niechęci do regulowania długu, lecz formą protestu przeciwko przerzuceniu ryzyka niewykonania inwestycji na kupujących. Nie oznacza to, że każda taka decyzja była prawnie skuteczna lub zwalniała kredytobiorcę z obowiązków; jej znaczenie polegało na ujawnieniu systemowego konfliktu między formalnymi umowami a społecznym poczuciem sprawiedliwego rozkładu ryzyka.

Kwestię tę wyjaśnia teoria zobowiązań warunkowych i alokacji ryzyka. W dobrze skonstruowanym kontrakcie dotyczącym dobra, którego wytworzenie trwa lata, płatności, kontrola i zabezpieczenia powinny być tak rozłożone, aby żadna ze stron nie czerpała nieproporcjonalnych korzyści z przenoszenia ryzyka na inne podmioty. Choć pełne wyeliminowanie ryzyka wykonania jest niemożliwe, można je odpowiednio rozdzielić. Służą do tego m.in. wymóg większego wkładu własnego dewelopera, etapowe uruchamianie kredytu, obowiązkowa ochrona środków na rachunkach projektu, niezależne potwierdzanie postępu robót, ubezpieczenia ukończenia inwestycji oraz procedury szybkiego przejmowania projektów niewypłacalnych przedsiębiorstw.

Ekonomiczny koszt takich zabezpieczeń jest realny: ograniczają one tempo ekspansji, mogą podnosić cenę finansowania i zmniejszać liczbę projektów uruchamianych przez firmy o niewielkim kapitale własnym. Ich korzyścią jest jednak ograniczenie negatywnych efektów zewnętrznych niewypłacalności – czyli strat ponoszonych przez osoby, które nie miały wpływu na skalę ryzyka podjętego przez dewelopera.

Efektywności przedsprzedaży nie można zatem oceniać wyłącznie przez pryzmat tego, jak szybko system umożliwia rozpoczęcie budowy. Pełny rachunek ekonomiczny powinien obejmować również oczekiwany koszt projektów niedokończonych, spadek zaufania oraz publiczne interwencje naprawcze. Dane statystyczne potwierdzają, że po 2021 roku nastąpiło dostosowanie znacznie głębsze niż zwykła korekta cen.

Gwałtowny spadek inwestycji budowlanych i mechanizm akceleratora finansowego

Według chińskiego Narodowego Biura Statystycznego w 2021 roku powierzchnia sprzedanych nowych nieruchomości komercyjnych wynosiła około 1,794 mld metrów kwadratowych, a powierzchnia rozpoczętych budów – około 1,989 mld. Do 2025 roku wartości te spadły odpowiednio do poziomu 881 mln i 588 mln metrów kwadratowych. Oznacza to spadek powierzchni sprzedaży o ok. 51% oraz ograniczenie skali nowych inwestycji budowlanych o około 70%. W tym samym okresie wartość inwestycji deweloperskich zmniejszyła się z poziomu 14,76 bln do 8,28 bln juanów, co w ujęciu nominalnym oznacza spadek o około 44%.

Przy interpretacji tych danych należy uwzględnić zmiany statystycznych podstaw porównania, strukturę cen oraz odmienność miar powierzchni i wartości. Mimo tych zastrzeżeń kierunek zjawiska pozostaje jednoznaczny: chińska gospodarka doświadczyła wieloletniego i głębokiego załamania produkcji nowych nieruchomości, którego skali nie da się zniwelować, wskazując na

pojedyncze miesiące poprawy nastrojów. Najnowsze dane, opublikowane 19 października 2026 roku i obejmujące pierwsze dziewięć miesięcy tego roku, potwierdzają utrzymującą się słabość sektora.

Inwestycje deweloperskie wyniosły około 5,336 bln juanów (spadek o 20,6% r/r), a powierzchnia nowo rozpoczynanych budów zmniejszyła się o 24,9%. Powierzchnia sprzedanych nowych nieruchomości komercyjnych spadła o 13,2%, zaś środki pozyskane przez deweloperów na finansowanie działalności – o 21,6%. Jednocześnie powierzchnia transakcji na rynku wtórnym, mierzona rejestrowanymi umowami, wzrosła o 10,7%. Ta informacja jest kluczowa, ponieważ pozwala wyjść poza uproszczoną tezę o całkowitym zaniku popytu mieszkaniowego. Część nabywców wciąż chce kupować lub zmieniać mieszkania, lecz preferuje lokale z rynku wtórnego, których jakość i status prawny łatwiej zweryfikować. Wzrost obrotów na rynku wtórnym przy jednoczesnym spadku sprzedaży nowych mieszkań potwierdza interpretację, według której kryzys nie wynika jedynie z ograniczenia zdolności zakupowej gospodarstw domowych, ale z zmiany ich preferencji względem ryzyka związanego z umowami deweloperskimi. Należy przy tym odróżnić spadek aktywności deweloperskiej od spadku cen istniejącego zasobu mieszkań – są to procesy powiązane, lecz nieidentyczne.

Wielkość nowych inwestycji zależy od oczekiwanej rentowności przyszłych projektów, wartości wybudowanych już lokali, dostępności gruntów, kosztu finansowania oraz przewidywanego popytu w perspektywie kilku lat. Ceny transakcyjne istniejących mieszkań odzwierciedlają natomiast bieżące warunki na konkretnych rynkach lokalnych. Możliwa jest zatem sytuacja, w której budownictwo gwałtownie się kurczy, mimo że ceny w największych miastach zaczynają się stabilizować. Zgodnie z październikowym komentarzem chińskiego urzędu statystycznego, we wrześniu 2026 roku ceny nowych mieszkań w miastach pierwszej kategorii wzrosły średnio o 0,1% miesiąc do miesiąca, podczas gdy w miastach trzeciej kategorii nadal malały. W ujęciu rocznym ceny były jednak niższe we wszystkich trzech kategoriach miast, choć tempo spadków słabło. Taka struktura danych nie uzasadnia ani tezy o powszechnej stabilizacji, ani twierdzenia, że ceny wszędzie spadają w tym samym tempie. Pokazuje raczej terytorialną fragmentację procesu dostosowawczego.

Z perspektywy teorii akceleratora finansowego, rozwijanej m.in. przez Nobuhiro Kiyotakiego i Johna Moore'a, spadek cen nieruchomości ma znaczenie wykraczające poza bezpośrednią stratę właścicieli. W modelu Credit Cycles aktywa trwałe pełnią podwójną funkcję: dostarczają usług użytkowych i jednocześnie stanowią zabezpieczenie kredytu. Jeśli wartość zabezpieczenia maleje, spada zdolność kredytobiorcy do pozyskiwania nowego finansowania. Mniejszy kredyt ogranicza inwestycje, co z kolei może pogłębiać spadek wartości aktywów. W przypadku Chin mechanizm ten

obejmuje nie tylko mieszkania, lecz także grunty, projekty deweloperskie, nieruchomości firmowe oraz aktywa powiązane z finansowaniem infrastruktury lokalnej.

Co istotne, siła akceleratora nie jest stała. Rośnie ona w momentach, gdy przedsiębiorstwa mają niewielkie bufory kapitału własnego, banki zaostrzają kryteria oceny zabezpieczeń, a płynność aktywów spada. Dlatego nawet umiarkowana procentowo korekta wartości nieruchomości może doprowadzić do drastycznego ograniczenia inwestycji, jeśli występuje w gospodarce o wysokiej dźwigni finansowej.

Teorię tę uzupełnia mechanizm deflacji zadłużenia opisany przez Irvinga Fishera w pracy The Debt-Deflation Theory of Great Depressions z 1933 roku. Fisher analizował sytuację, w której próby jednoczesnej spłaty nadmiernych długów prowadzą do cięcia wydatków i wyprzedaży aktywów, co obniża ceny i pogarsza rzeczywistą zdolność obsługi zobowiązań. W warunkach deflacji nominalnie ustalony dług staje się cięższy względem spadających dochodów. Odnośnie do Chin należy być precyzyjnym: sam spadek cen mieszkań nie jest tożsamy z deflacją całej gospodarki. Stanowi jednak punkt wyjścia dla szerszego mechanizmu, w którym spadek inwestycji budowlanych uderza w zatrudnienie i dochody, co redukuje popyt, pogarsza rentowność firm, a konieczność obsługi kredytów wymusza dalsze oszczędności. Ekonomia bilansowa wskazuje zatem, że program wychodzenia z kryzysu nie może ograniczać się do mechanicznego ograniczania podaży kredytu; musi uwzględniać odbudowę zdolności generowania dochodów i powstrzymywanie samonapędzającej się kontrakcji wydatków.

Efekt majątkowy a spadek konsumpcji

Wpływ rynku nieruchomości na konsumpcję wynika przede wszystkim z wysokiej koncentracji majątku chińskich gospodarstw domowych. W literaturze empirycznej udział nieruchomości w ich zasobach szacuje się często na około dwie trzecie, choć wartość tego wskaźnika zależy od przyjętej definicji majątku, metody wyceny mieszkań oraz rodzaju próby badawczej. Niedawne opracowanie MFW poświęcone segmentacji chińskiego mieszkalnictwa zwraca dodatkowo uwagę, że miejskie gospodarstwa domowe nie stanowią jednolitej grupy właścicieli. Obok lokali kupionych na wolnym rynku istnieją zasoby nabyte wcześniej poza typowymi transakcjami rynkowymi oraz mieszkania zajmowane w najmie. Według danych wykorzystanych w tym badaniu, nieruchomości nabyte na rynku stanowiły około 40% zajmowanych mieszkań miejskich; pozostałe należały do innych segmentów systemu mieszkaniowego. Rozróżnienia te są kluczowe.

Właściciel mieszkania kupionego z dużym kredytem hipotecznym reaguje na zmianę jego wartości inaczej niż posiadacz starszego lokalu, który nie jest obciążony znacznym zadłużeniem. Obie te

grupy różnią się z kolei od osób wynajmujących mieszkania i gromadzących oszczędności na przyszły zakup. W badaniach makroekonomicznych związek między cenami nieruchomości a wydatkami konsumpcyjnymi określa się mianem efektu majątkowego. Gdy wartość majątku rośnie, gospodarstwo domowe może uznać, że jego przyszłe bezpieczeństwo finansowe jest większe, i przeznaczać więcej bieżącego dochodu na konsumpcję. Spadek wartości aktywów może wywołać reakcję odwrotną. Rzeczywista siła tego mechanizmu zależy jednak od wieku właściciela, poziomu zadłużenia, dostępu do kredytu, płynności nieruchomości oraz od tego, czy gospodarstwo planuje sprzedaż lokalu, czy zamierza w nim nadal mieszkać. Bank Rozrachunków Międzynarodowych opublikował w grudniu 2025 roku badanie oparte na danych z transakcji płatniczych użytkowników Alipay.

Autorzy analizy stwierdzili, że w 33 dużych miastach pierwszej i drugiej kategorii wzrost cen mieszkań o 10% wiązał się z późniejszym wzrostem konsumpcji o około 1,6%. Podobnej zależności nie zaobserwowano w mniejszych ośrodkach trzeciej i czwartej kategorii, gdzie wyższe ceny nieruchomości mogły wręcz ograniczać konsumpcję młodszych gospodarstw, zmuszonych do przeznaczania większych środków na przyszły zakup. Wyniku tego nie należy odwracać mechanicznie, twierdząc, że każdy spadek cen o 10% musi zmniejszyć konsumpcję dokładnie o 1,6%. Stanowi on jednak istotny dowód empiryczny na zróżnicowanie kanału majątkowego i potwierdza, że skutki kryzysu zależą od pozycji konkretnego gospodarstwa domowego na rynku mieszkaniowym. Efekt majątkowy współdziała z efektem bilansowym, lecz nie należy ich utożsamiać.

Recesja bilansowa i pułapka niskiej konsumpcji

Gospodarstwo domowe, którego mieszkanie traci na wartości, może ograniczyć konsumpcję z powodu spadku subiektywnie postrzeganego bogactwa, nawet jeśli nie jest obciążone kredytem. W przypadku rodzin zadłużonych spadek wydatków wynika z pogorszenia relacji zobowiązań do wartości aktywów, co skłania je do priorytetowej spłaty długu. Inny mechanizm dotyczy osób, które zapłaciły za niedokończony lokal: ich oszczędności zostały już zamrożone, a jednocześnie muszą one finansować bieżące potrzeby mieszkaniowe. Jeśli sytuacja na rynku pracy pozostaje niepewna, rodziny mogą dodatkowo zwiększać rezerwy ostrożnościowe zamiast kupować dobra trwałego użytku. W skali całej gospodarki te indywidualnie racjonalne reakcje prowadzą do osłabienia popytu wewnętrznego.

Jest to kluczowy problem dla państwa, które dąży do zastąpienia modelu wzrostu opartego na inwestycjach modelem opartym na konsumpcji. Nie można bowiem oczekiwać dynamicznego

wzrostu wydatków, jeżeli dominujący składnik prywatnego majątku staje się źródłem długotrwałej niepewności, a system zabezpieczeń społecznych wciąż zmusza wiele rodzin do utrzymywania wysokich rezerw finansowych. W ten sposób kryzys nieruchomości łączy się z koncepcją recesji bilansowej Richarda Koo, opracowaną na podstawie doświadczeń Japonii po pęknięciu bańki aktywów na początku lat dziewięćdziesiątych.

W tradycyjnym modelu obniżenie stóp procentowych powinno pobudzać inwestycje poprzez redukcję kosztu kapitału. Jednak w recesji bilansowej przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe dążą przede wszystkim do odbudowy kapitału własnego i redukcji zadłużenia. Wówczas nawet tani kredyt nie wywołuje oczekiwanego wzrostu popytu na finansowanie. Przypadek Chin nie jest prostym powtórzeniem scenariusza japońskiego – różnią się one poziomem rozwoju, instytucjami, skalą urbanizacji, strukturą finansowania firm oraz zdolnością władz do administracyjnej koordynacji sektora bankowego.

Analogia ta pozostaje jednak użyteczna jako ostrzeżenie przed utożsamianiem dostępności pieniądza z gotowością sektora prywatnego do podejmowania ryzyka. Jeśli oczekiwany zwrot z nowego projektu jest niski, a bilans firmy osłabiony, spadek oprocentowania może posłużyć jedynie do refinansowania starych zobowiązań, a nie do budowy nowych zdolności produkcyjnych.

Szczególne niebezpieczeństwo polega na tym, że załamanie popytu na mieszkania nie tylko uderza w finanse deweloperów, ale i blokuje prawidłowe dostosowanie podaży. Firma borykająca się z brakiem płynności może zrezygnować z ukończenia projektu, który byłby ekonomicznie uzasadniony, gdyby tylko dysponowała środkami na dokończenie budowy. Z drugiej strony, finansowanie wszystkich projektów bez względu na ich rentowność utrwalałoby nadmierną podaż i blokowało przepływ kapitału do bardziej produktywnych obszarów. Polityka publiczna staje więc przed wyzwaniem oddzielenia inwestycji o dodatniej wartości ekonomicznej od przedsięwzięć, których dalsza realizacja jedynie powiększa straty. Zadanie to jest trudne administracyjnie, gdyż wymaga wiarygodnych danych o kosztach dokończenia, rzeczywistym popycie, wartości nieruchomości oraz prawach wierzycieli i zobowiązaniach kontraktowych. W systemie, w którym odpowiedzialność za projekty jest rozproszona między deweloperów, banki i organy lokalne, istnieje ponadto ryzyko, że każda ze stron będzie próbowała przerzucić koszt rozpoznania strat na pozostałych uczestników.

Ochrona nabywców zamiast ratowania deweloperów

Na tym tle należy oceniać chińskie programy ochrony nabywców i finansowania kończenia budów, znane m.in. pod hasłami 保交楼 oraz 保交房, które odnoszą się do zapewnienia dostarczenia

zakupionych mieszkań. W 2024 roku wprowadzono i rozwijano mechanizmy koordynacji finansowania projektów, obejmujące tzw. "białe listy" inwestycji kwalifikujących się do wsparcia bankowego. Według danych chińskiego Ministerstwa Mieszkalnictwa i Rozwoju Miast oraz Obszarów Wiejskich, do końca 2024 roku wartość zatwierdzonych kredytów dla projektów z tych list przekroczyła 5 bln juanów, a w ramach działań na rzecz ukończenia budów przekazano około 3,73 mln mieszkań.

Dane te należy traktować jako oficjalny raport z realizacji programu, a nie jako niezależny audyt wszystkich zagrożonych przedsięwzięć. Wartość zatwierdzonych kredytów nie jest bowiem tożsama ze środkami faktycznie wypłaconymi, a liczba przekazanych lokali sama w sobie nie odpowiada na pytanie o skalę pozostałych, niedokończonych inwestycji. Mimo tych ograniczeń działania te mają istotne znaczenie gospodarcze – pokazują próbę przesunięcia punktu ciężkości interwencji z ratowania samego dewelopera na ochronę możliwości wykonania konkretnych umów mieszkaniowych. Z ekonomicznego punktu widzenia taki kierunek może być bardziej efektywny niż nieograniczone ratowanie udziałowców i wierzycieli niewypłacalnych konglomeratów. Gdy państwo gwarantuje bezwarunkowo spłatę długu przedsiębiorstwa, wytwarza ryzyko pokusy nadużycia: właściciele oraz kredytodawcy mogą w przyszłości podejmować większe ryzyko, oczekując, że straty ponownie zostaną uspołecznione. Jeśli natomiast wsparcie służy ukończeniu sprzedanych mieszkań, a akcjonariusze i część profesjonalnych wierzycieli ponoszą odpowiednie straty, można próbować oddzielić ochronę osób szczególnie narażonych od ochrony nierentownego modelu biznesowego. W praktyce granica ta nie jest jednak całkowicie wyraźna.

Finansowanie dokończenia osiedla może bowiem pośrednio podnieść wartość innych aktywów dewelopera, poprawić odzyskiwalność kredytów bankowych i ograniczyć straty podmiotów, które wcześniej korzystały z ryzykownej ekspansji. Z drugiej strony brak wsparcia naraża tysiące rodzin na wieloletnie procesy prawne i utratę oszczędności życia. Jest to klasyczny problem drugiego najlepszego rozwiązania w ekonomii dobrobytu: w świecie niepełnych umów, kosztownych postępowań upadłościowych i niedoskonałego nadzoru rozwiązanie optymalne w abstrakcyjnym modelu konkurencji może okazać się społecznie gorsze po wystąpieniu kryzysu.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy konsekwentnie podkreśla, że uporządkowanie problemu mieszkań sprzedanych, lecz niedokończonych, jest jednym z podstawowych warunków odbudowy zaufania. W konsultacjach dotyczących Chin, zakończonych w lutym 2024 roku, Fundusz postulował m.in. wykorzystanie finansowania centralnego do rozwiązania tego problemu przy jednoczesnym przyspieszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw pozbawionych perspektyw odzyskania rentowności. Wcześniejsze analizy MFW rozpatrywały również silniejszą ochronę rachunków przedsprzedażowych, gwarancje ukończenia projektów i selektywne przejmowanie

niewypłacalnych inwestycji. Istotne jest, że działania te nie mają przywracać za wszelką cenę wcześniejszego tempa budownictwa; ich celem powinno być zmniejszenie skali sektora w sposób, który nie zniszczy zaufania do podstawowych kontraktów gospodarczych. Różnica między stabilizacją a ponownym pobudzaniem spekulacji jest zasadnicza. Pierwsza ma ograniczać nieproduktywne straty przejściowe i chronić uczestników rynku przed chaotyczną niewypłacalnością; druga jedynie odsunęłaby rozpoznanie problemu, zwiększając przyszłe koszty dostosowania. Również ocena skali nadpodaży wymaga ostrożności metodologicznej.

Administracyjna stabilizacja nie oznacza powrotu rentowności

W statystykach chińskiego Narodowego Biura Statystycznego istnieje kategoria powierzchni nowych nieruchomości ukończonych, dostępnych do sprzedaży lub wynajmu, lecz jeszcze niesprzedanych albo niewynajętych. Na koniec września 2026 roku wynosiła ona około 748 mln metrów kwadratowych.

Nie jest to jednak liczba obejmująca cały zasób niewykorzystanych mieszkań w Chinach. Nie uwzględnia ona wszystkich lokali pozostających w budowie, mieszkań już sprzedanych, lecz niezamieszkanych, ani całego wtórnego zasobu nieruchomości utrzymywanych z powodów inwestycyjnych. Nie należy zatem utożsamiać oficjalnego wskaźnika niesprzedanej powierzchni ukończonych obiektów z medialnymi szacunkami liczby "pustych mieszkań".

Są to odmienne wielkości, wymagające różnych metod pomiaru. Badanie rzeczywistej nadpodaży powinno obejmować strukturę przestrzenną zasobu, stopę faktycznego zamieszkania, tempo tworzenia nowych gospodarstw domowych, migracje oraz relację między kosztem użytkowania lokalu a lokalnymi dochodami. Takie ujęcie jest bardziej wymagające niż podanie jednej imponującej liczby, lecz pozwala odróżnić nadwyżkę przejściową od trwałego niedopasowania przestrzennego. W analizie zjawiska trzeba jednocześnie uwzględnić argumenty przemawiające przeciwko najbardziej pesymistycznym interpretacjom. Chiny nadal posiadają obszary o niezaspokojonych potrzebach mieszkaniowych, a migracja wewnętrzna, modernizacja starszego zasobu i wzrost wymagań jakościowych mogą przez wiele lat generować popyt na nowe lokale.

Władze dysponują rozbudowanymi możliwościami koordynowania banków kontrolowanych przez państwo, refinansowania zobowiązań, organizowania przejęć projektów i kierowania zasobów budżetowych do wybranych przedsięwzięć. W oficjalnym stanowisku przedstawionym w związku z konsultacjami MFW w 2026 roku przedstawiciele Chin podkreślali skuteczność programów

finansowania budów, sygnały stabilizacji cen w największych miastach oraz dalszy potencjał urbanizacji – szczególnie gdy uwzględnić różnicę między faktycznym zamieszkaniem w miastach a posiadaniem miejskiego statusu rejestracyjnego.

Argumentów tych nie można po prostu odrzucić. Oznaczają one, że scenariusz gwałtownej ogólnokrajowej zapaści finansowej nie wynika automatycznie z rozmiarów korekty mieszkaniowej. Siła tego kontrargumentu nie usuwa jednak podstawowego problemu ekonomicznego: możliwość administracyjnego uniknięcia gwałtownego bankructwa nie jest równoznaczna z przywróceniem wysokiej produktywności inwestycji. Państwo może rozłożyć straty w czasie, nakłonić banki do przedłużania terminów spłat, refinansować projekty lub ograniczać skalę przymusowej sprzedaży aktywów.

Nie może natomiast samą decyzją administracyjną zagwarantować, że każde wybudowane osiedle znajdzie mieszkańców, każde miasto odzyska dynamikę demograficzną, a każda inwestycja infrastrukturalna zacznie wytwarzać dochody uzasadniające jej koszt. Wymagałoby to wzrostu realnej produktywności, mobilności ludności i dochodów oraz bardziej efektywnego rozmieszczenia kapitału. Pomiędzy uniknięciem nagłego kryzysu a odzyskaniem szybkiego wzrostu istnieje więc szerokie pole możliwych rezultatów pośrednich, obejmujące wieloletnią stagnację inwestycji, słabszą konsumpcję i narastanie kosztów obsługi odziedziczonych zobowiązań. Właśnie dlatego porównania Chin z Japonią są użyteczne pod warunkiem, że traktuje się je jako analizę możliwych mechanizmów, a nie jako pewną prognozę identycznego przebiegu wydarzeń. Znaczenie kryzysu nieruchomości dla chińskiej gospodarki nie ogranicza się ostatecznie do zasobu budynków i wielkości zadłużenia.

Konieczność systemowej zmiany modelu wzrostu gospodarczego

Kwestia ta dotyczy także instytucjonalnej wiarygodności obietnic składanych uczestnikom rynku. Nabywca mieszkania zawiera umowę nie tylko na określoną powierzchnię i lokalizację, lecz pośrednio polega na systemie, który powinien zapewniać przewidywalność praw własności, ochronę wpłaconych środków, egzekwowalność zobowiązań oraz możliwość dochodzenia roszczeń. Wierzyciel finansuje inwestycję w założeniu, że istnieją wiarygodne zasady pierwszeństwa spłaty i wyceny zabezpieczeń, natomiast przedsiębiorca angażuje się w projekt, oczekując względnej stabilności reguł administracyjnych.

Jeżeli te oczekiwania zostają poważnie osłabione, konsekwencją jest wzrost premii za ryzyko, niezależny od oficjalnych zmian stóp procentowych. W kategoriach ekonomii instytucjonalnej dochodzi do zwiększenia kosztów transakcyjnych – strony muszą bowiem poświęcać więcej zasobów na weryfikację kontrahentów, zabezpieczanie transakcji i ochronę przed niewykonaniem umów. Z perspektywy makroekonomicznej oznacza to osłabienie zdolności istniejących zasobów finansowych do przekształcania się w produktywne inwestycje. Kryzys chińskiego rynku nieruchomości jest zatem wynikiem współoddziaływania nadmiernej akumulacji kapitału w określonych lokalizacjach, finansowania opartego na wysokiej dźwigni i przedsprzedaży, niedoskonałej ochrony kontraktowej nabywców, zmian oczekiwań cenowych oraz makroekonomicznej zależności gospodarki od stale rosnącej aktywności inwestycyjnej. Choć w poszczególnych miastach proporcje tych czynników są różne, a państwowe instrumenty stabilizacyjne mogą ograniczać tempo ich ujawniania się, nie zmienia to faktu, że gospodarka staje przed koniecznością zmiany struktury wykorzystania oszczędności: od finansowania kolejnych projektów mieszkaniowych ku przedsięwzięciom oferującym wyższą trwałą stopę zwrotu społecznego i prywatnego.

Przesunięcie to nie jest operacją czysto techniczną. Wymaga ono odpowiedzi na pytania o to, kto poniesie straty na istniejących aktywach, które przedsiębiorstwa powinny zakończyć działalność, w jaki sposób chronić gospodarstwa domowe oraz jak zastąpić dochody publiczne dotychczas zależne od ekspansji rynku gruntów. To ostatnie zagadnienie prowadzi bezpośrednio do kolejnego wymiaru chińskiego kryzysu strukturalnego.

Gdy deweloperzy ograniczają zakupy gruntów, kurczą się nie tylko ich własne możliwości operacyjne, lecz również przychody jednostek administracji lokalnej, które przez lata finansowały infrastrukturę i wydatki publiczne dzięki obrotowi prawami do użytkowania ziemi. Powstaje w ten sposób powiązanie zwrotne między kryzysem nieruchomości, ograniczeniami budżetowymi władz terenowych a zobowiązaniami podmiotów finansujących lokalne inwestycje. Przejście od bilansów deweloperów i gospodarstw domowych do analizy chińskiego federalizmu fiskalnego, sprzedaży praw do gruntów, pozabudżetowego zadłużenia lokalnego oraz roli local government financing vehicles (LGFV) pozwala w pełni wyjaśnić, dlaczego korekta jednego sektora stała się problemem obejmującym całą konstrukcję finansów publicznych i polityczną zdolność państwa do dalszego podtrzymywania inwestycyjnego modelu rozwoju.

> Czy chińska administracja zdoła przekształcić betonowe pomniki nadprodukcji w fundamenty nowej gospodarki, czy może jedynie odsunie w czasie nieunikniony moment rozliczenia? Prawdziwym wyzwaniem nie jest bowiem liczba niedokończonych

> wieżowców, lecz pytanie, czy system potrafi przetrwać utratę wiary w obietnicę wiecznego wzrostu. W świecie, gdzie beton stał się jedyną bezpieczną przystanią dla oszczędności, jego pękanie może oznaczać koniec pewnej epoki cywilizacyjnej.

Inspiracje

[1] 

"Broken China" Logan Wright

John Wiley & Sons | ISBN: 9781509570683

Dr **Logan Wright** jest amerykańskim ekonomistą i partnerem w Rhodium Group, gdzie kieruje pracami firmy w zakresie badań rynków chińskich. Jest również starszym współpracownikiem katedry Trustee Chair in Chinese Business and Economics w Centrum Studiów Strategicznych i Międzynarodowych (CSIS) oraz członkiem Rady Stosunków Zagranicznych. Wright posiada doktorat z nauk politycznych z Uniwersytetu George'a Washingtona, gdzie w ramach badań doktoranckich analizował chińskie reformy walutowe, a także tytuły magistra i licencjata z Uniwersytetu Georgetown. Po dwudziestu latach życia i pracy w Pekinie i Hongkongu, Wright specjalizuje się w chińskim systemie finansowym, polityce pieniężnej, mechanizmach walutowych i dynamice ekspansji kredytowej. Wcześniej kierował działem badań nad Chinami w Medley Global Advisors i był analitykiem w Stone & McCarthy Research Associates.

*Dr. **Logan Wright** is an American economist and partner at Rhodium Group, where he directs the firm's China Markets Research work. He is also a Senior Associate of the Trustee Chair in Chinese Business and Economics at the Center for Strategic and International Studies (CSIS) and a member of the Council on Foreign Relations. Wright holds a Ph.D. in political science from George Washington University, where his doctoral research analyzed China's foreign exchange reforms, as well as master's and bachelor's degrees from Georgetown University. Having spent two decades living and working in Beijing and Hong Kong, Wright specializes in China's financial system, monetary policy, foreign exchange mechanisms, and credit expansion dynamics. He previously headed China research for Medley Global Advisors and served as an analyst for Stone & McCarthy Research Associates.*

Rhodium Group

Literatura uzupełniająca

Książki

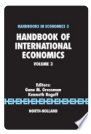
Książki autora i dzieła przywołane w tekście:

[1] "Fractured Foundations"

Logan Wright

2023 | ISBN: 9781619772700

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[2] "Handbook of International Economics"

Kenneth Rogoff

Elsevier | ISBN: 9780080933450

[3] "Peak China Housing"

Kenneth S. Rogoff, Yuanchen Yang

2020

[4] "Financial intermediation and delegated monitoring"

Douglas Diamond



[5] "Tax policy and the economy"

James Poterba

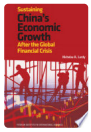
MIT Press | ISBN: 9780262660952



[6] "Development of IFCs in Emerging Markets and Economies"

Simon X.B. Zhao, Yan Bo, Neo Ying Ming Chan

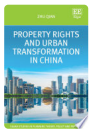
2025 | Springer Nature | ISBN: 9789819507283



[7] "Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis"

Nicholas R. Lardy

2012 | Peterson Institute | ISBN: 9780881326475



[8] "Property Rights and Urban Transformation in China"

Qian, Zhu

2022 | Edward Elgar Publishing | ISBN: 9781802206616



[9] "Case Studies on Chinese Enterprises"

Donglin Xia

2013 | Routledge | ISBN: 9781136672491



[10] **"Contract and Property in Early Modern China"**

Madeleine Zelin, Johnathan Ocko, Robert Gardella

2004

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"Financing Constraints and Corporate Investment"**

Steven M. Fazzari, Robert Glenn Hubbard, Bruce C. Petersen, Alan S. Blinder, James M. Poterba

1988 | Brookings Papers on Economic Activity | DOI: 10.2307/2534426

Źródło

[2] **"Investor Diversification and International Equity Markets"**

Kenneth R. French, James M. Poterba

1991 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w3609

Źródło

[3] **"Mean reversion in stock prices"**

James M. Poterba, Lawrence H. Summers

1988 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(88)90021-9

Źródło

[4] **"Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications"**

James M. Poterba, Lawrence H. Summers

1987 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w2343

Źródło

[5] **"A Tale of Two Countries – The Real Estate Crises in 1990s Japan and Contemporary China"**

Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang

2026 | Social Science Research Network | DOI: 10.3386/w35054

Źródło

[6] **"Has China's Housing Production Peaked?"**

Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang

2021 | China & World Economy | DOI: 10.1111/cwe.12360

Źródło

[7] **"Long-Run Trends in Long-Maturity Real Rates, 1311–2022"**

K. Rogoff, B. Rossi, P. Schmelzing

2024 | The American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.20221352

Źródło

[8] **"Market Power and Redeemable Loyalty Token Design"**

K. Rogoff, Zhi-Heng He, Yang You

2024 | Social Science Research Network | DOI: 10.3386/w33201

Źródło

[9] **"Competition, Competitiveness and Growth in Sub-Saharan Africa"**

Reda Cherif, Sandesh Dhungana, Xiangming Fang, Jesús González-García, Yuanchen Yang

2020 | IMF Working Paper | DOI: 10.5089/9781513526379.001

Źródło

[10] **"Rethinking China's growth"**

Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang

2024 | Economic Policy | DOI: 10.1093/epolic/eiae022

Źródło

[11] **"Peak China Housing"**

Kenneth Rogoff, Yuanchen Yang

2020 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w27697

Źródło

[12] **"Do executives benefit from shareholder disputes? Evidence from multiple large shareholders in Chinese listed firms"**

Yuanli Fang, Maggie Rong Hu, Qingsen Yang

2018 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2018.06.008

Źródło

[13] **"COVID-19 and Housing Prices: Australian Evidence with Daily Hedonic Returns"**

Maggie Rong Hu, Adrian D. Lee, Dihan Zou

2021 | Finance research letters | DOI: 10.1016/j.frl.2021.101960

Źródło

[14] "Airbnb, COVID-19 Risk and Lockdowns: Global Evidence"

Maggie Rong Hu, Adrian D. Lee

2020 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.3589141

Źródło

[15] "Commercial Real Estate Rental Index: A Dynamic Panel Data Model Estimation"

Xudong An, Yongheng Deng, Jeffrey D. Fisher, Maggie Rong Hu

2015 | Real Estate Economics | DOI: 10.1111/1540-6229.12101

Źródło

[16] "Haste or Waste? The Role of Presale in Residential Housing"

Ziyang Chen, Maggie Hu, Ginger Zhe Jin, Qiyao Zhou

2024 | DOI: 10.2139/ssrn.4687018

Źródło

[17] "From Presale Financing to Project FinanceDeveloper Incentives, Credit Access, and Bank Risk in Housing Development"

Qimeng Wang, Gaige Zhang, Weiping Zhou

2026 | DOI: 10.21203/rs.3.rs-11504830/v1

Źródło

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

Hyman P. Minsky

1982

Źródło

[19] "The Financial Instability Hypothesis"

Hyman P. Minsky

1992 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[20] "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

[21] "Central Banking and Money Market Changes"

Hyman P. Minsky

1957 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1883812

Źródło

[22] "Financial Intermediation and Delegated Monitoring"

Douglas W. Diamond

1984 | The Review of Economic Studies | DOI: 10.2307/2297430

Źródło

[23] "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

[24] "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk"

Douglas W. Diamond

1991 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/2937924

Źródło

[25] "Reputation Acquisition in Debt Markets"

Douglas W. Diamond

1989 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261630

Źródło

[26] "Differential Information and Performance Measurement Using a Security Market Line"

Philip H. Dybvig, Stephen A. Ross

1985 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1985.tb04963.x

Źródło

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

Philip H. Dybvig, Jonathan E. Ingersoll

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

Źródło

[28] "Lifetime consumption and investment: Retirement and constrained borrowing"

Philip H. Dybvig, Hong Liu

2009 | Journal of Economic Theory | DOI: 10.1016/j.jet.2009.08.003

Źródło

[29] "Dusenberry's Ratcheting of Consumption: Optimal Dynamic Consumption and Investment Given Intolerance for any Decline in Standard of Living"

Philip H. Dybvig

1995 | The Review of Economic Studies | DOI: 10.2307/2297806

Źródło

[30] "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis"

Mark L. Gertler, Nobuhiro Kiyotaki

2010 | Handbook of monetary economics | DOI: 10.1016/b978-0-444-53238-1.00011-9

Źródło

[31] "Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand"

Olivier Jean Blanchard, Nobuhiro Kiyotaki

1987 | American Economic Review

Źródło

[32] "A search-theoretic approach to monetary economics"

Nobuhiro Kiyotaki, Randall Wright

1993 | American Economic Review

Źródło

[33] "Financial crises, bank risk exposure and government financial policy"

Mark L. Gertler, Nobuhiro Kiyotaki, Albert Queraltó

2012 | Journal of Monetary Economics | DOI: 10.1016/j.jmoneco.2012.11.007

Źródło

[34] "Financial Deepening"

Nobuhiro Kiyotaki, John Moore

2005 | Journal of the European Economic Association | DOI: 10.1162/jeea.2005.3.2-3.701

Źródło

[35] "Ten economic studies in the tradition of Irving Fisher"

Irving Fisher, William John Fellner

1967 | Wiley eBooks

Źródło

[36] "Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth."

Harold Hotelling, Augustin M. Cournot, Nathaniel T. Bacon, Irving Fisher

1928 | American Mathematical Monthly | DOI: 10.2307/2299776

Źródło

[37] "The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena"

Irving Fisher

1994

Źródło

[38] "Risk and Corporate Rates of Return"

Irving Fisher, George R. Hall

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

Źródło

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

Richard C. Koo

2009

Źródło

[40] "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

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

Richard C. Koo

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

Źródło

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

Richard C. Koo

2014 | International Linear Collider

Źródło

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: 45ceb681-76ef-4e34-9269-bbd9b4d0ecc6