Stabilność i rentowność chińskiego systemu bankowego w obliczu kryzysu zadłużenia: analiza w kontekście książki Broken China Logana Wrighta



AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje kondycję finansową chińskiego sektora bankowego, skupiając się na zdolności instytucji do absorpcji strat wynikających z nadmiernego zadłużenia samorządów (LGFV) i deweloperów. Autor podkreśla różnicę między stabilnością instytucjonalną a realną rentownością aktywów, wskazując, że mechanizmy refinansowania długu mogą maskować nieefektywność gospodarczą. Choć duże banki państwowe pozostają dobrze skapitalizowane i płynne, szczególne ryzyko koncentruje się w mniejszych instytucjach regionalnych. Kluczowym wnioskiem jest rozróżnienie między płynnością a wypłacalnością: system może zachowywać formalną stabilność dzięki wsparciu państwa, podczas gdy ekonomiczna wartość portfela kredytowego ulega erozji przez inwestycje o niskiej stopie zwrotu.

The article analyzes the financial condition of the Chinese banking sector, focusing on the institutions' ability to absorb losses resulting from excessive local government (LGFV) and developer debt. The author emphasizes the difference between institutional stability and real asset profitability, indicating that debt refinancing mechanisms may mask economic inefficiency. While large state banks remain well-capitalized and liquid, particular risk is concentrated in smaller regional institutions. The key conclusion is the distinction between liquidity and solvency: the system can maintain formal stability thanks to state support, while the economic value of the loan portfolio erodes due to low-return investments.

Artykuł analizuje paradoks chińskiego systemu bankowego, który mimo narastającego długu w sektorach nieruchomości i infrastruktury (LGFV), utrzymuje formalną stabilność kapitałową. Autor stawia tezę, że dzięki ścisłej kontroli państwa, mechanizmom ciągłego refinansowania oraz bezpośrednim dokapitalizowaniom z budżetu, Chiny skutecznie unikają gwałtownego krachu finansowego typu 'black swan'. Jednak ta administracyjna odporność ma swoją wysoką cenę ekonomiczną. Zamiast dynamicznego kryzysu, system ryzykuje wejście w fazę długotrwałej stagnacji, w której kapitał zostaje uwięziony w tzw. przedsiębiorstwach zombie. Prowadzi to do zjawiska błędnej alokacji zasobów: banki, chronione przed bankructwem przez państwo, tracą bodźce do rzetelnej oceny ryzyka, co dusi innowacyjność i obniża ogólną rentowność gospodarki. W efekcie stabilność bilansów bankowych staje się fasadą, za którą kryje się systematyczny spadek produktywności kapitału i pułapka niskiego popytu wewnętrznego, gdzie koszt uniknięcia kryzysu jest równoznaczny z akceptacją finansowej marazmu.

SŁOWA KLUCZOWE

chiński system bankowy | kryzys zadłużenia | rentowność aktywów | marża odsetkowa netto (NIM) | LGFV (Local Government Financing Vehicles) | non-performing loans (NPL) | hipoteza niestabilności finansowej Minsky'ego | przedsiębiorstwa zombie | dokapitalizowanie banków państwowych | ryzyko systemowe | absorpcja strat kredytowych | płynność vs wypłacalność | restrukturyzacja długu w Chinach | stabilność finansowa MFW

Instytucjonalna stabilność banków a realna rentowność aktywów

System bankowy wobec przeciążenia długiem. Rentowność, jakość aktywów, ograniczenia kredytowe i mechanizmy finansowej stagnacji

Analiza zadłużenia chińskich samorządów, spółek infrastrukturalnych oraz deweloperów prowadzi do kwestii kluczowej dla oceny trwałości całego modelu gospodarczego: zdolności systemu

bankowego do absorbowania strat powstałych w poprzednich fazach ekspansji kredytowej. Banki nie są bowiem jedynie zewnętrznymi obserwatorami kryzysu zadłużeniowego; w ich bilansach kumulują się finansowe skutki decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe i władze publiczne. Kredyt, będący dla pożyczkobiorcy źródłem finansowania, dla banku stanowi aktywo przynoszące dochód tylko wtedy, gdy przyszłe przepływy pieniężne umożliwią obsługę zobowiązania. Jeśli środki te przeznaczono na przedsięwzięcie nieefektywne gospodarczo, problem nie znika wraz z ukończeniem inwestycji ani nawet po formalnej spłacie pierwotnego długu za pomocą kolejnej pożyczki. Może on zostać jedynie przesunięty w czasie, przeniesiony do innej instytucji lub częściowo przejęty przez sektor publiczny.

Z perspektywy ekonomii politycznej najważniejszą cechą współczesnego chińskiego systemu finansowego nie jest samo nagromadzenie długu, lecz instytucjonalna możliwość wielokrotnego refinansowania zobowiązań i rozłożenia ich kosztów między banki, deponentów, podatników, przedsiębiorstwa oraz przyszłe okresy wzrostu gospodarczego. Mechanizm ten może skutecznie ograniczać ryzyko gwałtownego załamania finansowego, a jednocześnie utrwalać struktury produkcyjne o niewystarczającej rentowności ekonomicznej.

Chiński system bankowy wyróżnia się skalą, strukturą własności oraz ścisłym powiązaniem z państwową strategią rozwoju. Obejmuje on największe banki państwowe, ogólnokrajowe banki akcyjne, instytucje miejskie i wiejskie, spółdzielnie kredytowe oraz wyspecjalizowane banki polityki gospodarczej, takie jak China Development Bank. Podmioty te działają w różnych warunkach konkurencyjnych i pełnią odmienne funkcje. Największe z nich dysponują rozbudowaną bazą depozytową, szeroką dywersyfikacją geograficzną i silniejszym domniemaniem wsparcia ze strony państwa. Banki regionalne są natomiast częściej uzależnione od kondycji lokalnych firm, rynku nieruchomości oraz regionalnej bazy podatkowej.

Właśnie ta różnica sprawia, że pojęcie jednolitego „chińskiego kryzysu bankowego” jest analitycznym uproszczeniem. Zdolność do przetrwania szoku płynnościowego, poziom kapitału, jakość zabezpieczeń i siła politycznego zaplecza mogą być skrajnie różne nawet w obrębie jednego systemu regulacyjnego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w przeglądzie stabilności finansowej z 2025 roku wskazał, że największe banki pozostają zasadniczo dobrze skapitalizowane i płynne, podczas gdy szczególna podatność na straty koncentruje się w sektorze banków średnich i małych, których modele biznesowe cechują się większą koncentracją ryzyka. Skalę odpowiedzialności tych instytucji obrazują dane Państwowej Administracji Nadzoru Finansowego (NFRA): aktywa systemu bankowego osiągnęły na koniec 2025 roku około 480 bilionów juanów, a pod koniec drugiego kwartału 2026 roku wzrosły do około 498 bilionów juanów. Są to wartości obejmujące cały sektor, a nie tylko kredyty komercyjne; zawierają inne aktywa, dlatego nie można ich mechanicznie

utożsamiać z zadłużeniem przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W tym samym okresie odnotowano względnie stabilne zagregowane wskaźniki nadzorcze.

Na koniec czerwca 2026 roku udział kredytów zagrożonych w portfelu banków komercyjnych wynosił 1,52% (ok. 3,7 biliona juanów), a łączny współczynnik adekwatności kapitałowej wyniósł 15,26%. Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych rezerwami utrzymywał się powyżej 200%. Dane te nie sugerują stanu powszechnej niewypłacalności sektora. Uzasadniają jednak głębsze pytanie: czy oficjalnie stabilny bilans bankowy oznacza realną zdolność gospodarki do odzyskania kapitału zaangażowanego w nierentowne przedsięwzięcia? Kluczowe jest tu rozróżnienie między płynnością, wypłacalnością a rentownością. Płynność to możliwość terminowego regulowania zobowiązań i wypłat depozytów. Wypłacalność odnosi się do relacji wartości aktywów do wielkości zobowiązań – bank jest wypłacalny, gdy odzyskiwalna wartość jego aktywów wystarcza na pokrycie roszczeń wierzycieli. Rentowność zaś to zdolność do generowania dochodów pokrywających koszty działalności i przewidywane straty kredytowe, a w dłuższej perspektywie – do zwiększania kapitału własnego.

Bank może pozostawać płynny dzięki stabilnym depozytom lub wsparciu banku centralnego, mimo systematycznego pogarszania się jakości aktywów. Może zachowywać formalną wypłacalność przy niskiej rentowności, która nie pozwala odtworzyć kapitału zużywanego przez straty. Wreszcie może wykazywać dodatni zysk księgowy, podczas gdy ekonomiczna wartość portfela kredytowego byłaby niższa po pełnym uwzględnieniu przyszłych niespłacalnych należności.

Niewystarczalność wskaźnika NPL i ryzyko zabezpieczeń

Rozróżnienie tych trzech kategorii jest szczególnie istotne w systemie, w którym państwo dysponuje rozbudowanymi instrumentami zarządzania płynnością oraz możliwością administracyjnego koordynowania restrukturyzacji długu. Oficjalny udział kredytów zagrożonych, określanych w terminologii nadzorczej jako non-performing loans (NPL), jest potrzebnym, lecz niepełnym miernikiem ryzyka. Wskaźnik ten odnosi wartość kredytów sklasyfikowanych jako zagrożone do łącznej wartości portfela; jego interpretacja zależy zatem od zasad klasyfikacji, momentu rozpoznania utraty wartości, sposobu traktowania restrukturyzacji oraz dynamiki całego portfela. Jeśli kredytobiorca przestaje terminowo regulować odsetki, a bank udziela mu nowego finansowania na spłatę poprzedniej pożyczki, bieżąca zaległość może maskować głębszy problem ekonomiczny. Podobnie zmiana harmonogramu spłaty lub wydłużenie zapadalności zobowiązania mogą złagodzić krótkoterminowe napięcia, nie zwiększając jednak przyszłych przychodów dłużnika.

Spadek wskaźnika NPL może zresztą wynikać nie tylko z poprawy jakości aktywów, ale również ze sprzedaży i odpisania niespłacalnych wierzytelności, zmiany składu portfela lub szybszego wzrostu mianownika wskaźnika.

Zjawiska te nie są automatycznym dowodem nierzetelności sprawozdawczości. Wskazują one jednak, że miara oparta na statusie prawnym i księgowym kredytu nie odpowiada dokładnie ekonomicznej wartości przyszłych przepływów pieniężnych. Według MFW praktyki odraczania rozpoznania strat pozostają jednym z czynników ograniczających przejrzystość części chińskiego systemu finansowego. Problem komplikuje charakter zabezpieczeń kredytowych. W gospodarce, w której przez lata nieruchomości i grunty stanowiły podstawowe aktywa zabezpieczające, spadek ich cen uderza nie tylko w właścicieli, lecz także w wartość roszczeń bankowych możliwych do odzyskania. Mechanizm ten obrazuje prosty przykład.

Jeśli bank udzielił kredytu na 70 jednostek, zabezpieczonego nieruchomością o wartości 100 jednostek, początkowa relacja kredytu do zabezpieczenia wynosiła 70%. Spadek ceny nieruchomości do 60 jednostek sprawia, że wartość zabezpieczenia staje się niższa od nominalnej wartości długu. Nawet jeśli dłużnik nadal obsługuje odsetki, zdolność banku do odzyskania pełnej kwoty w razie niewypłacalności ulega pogorszeniu. W praktyce sytuację komplikują koszty egzekucji, prawne ograniczenia zbywania aktywów, wielość wierzycieli oraz zależność ceny sprzedaży od kondycji rynku. Dotyczy to zarówno kredytów deweloperskich, jak i przedsięwzięć infrastrukturalnych, w których wykazana wartość majątku nie musi odpowiadać cenie rynkowej. Kryzys nieruchomości oddziałuje zatem na banki dwiema drogami: ogranicza bieżące dochody kredytobiorców i równocześnie obniża wartość gwarancji spłaty.

Z punktu widzenia teorii finansów kluczowe jest, czy restrukturyzacja przywraca zdolność dłużnika do samodzielnego generowania nadwyżek pieniężnych. Jeżeli przedsiębiorstwo uzyskuje z działalności operacyjnej dochód wystarczający jedynie na pokrycie części odsetek, a spłata kapitału wymaga ciągłego zaciągania nowych zobowiązań, formalne utrzymywanie kredytu jako aktywa przynoszącego dochód może przesłaniać jego słabą wartość ekonomiczną. Obniżenie oprocentowania lub wydłużenie terminu spłaty poprawia płynność dłużnika, ale jednocześnie redukuje bieżący strumień przychodów banku i odracza moment zwrotu środków. Wycena ekonomiczna takiej należności wymaga uwzględnienia prawdopodobieństwa niewypłacalności, oczekiwanej stopy odzysku oraz wartości pieniądza w czasie; nominalna wartość wierzytelności i jej wartość bieżąca mogą się zatem coraz bardziej rozchodzić.

Problem ten nabiera szczególnego znaczenia w przypadku spółek LGFV, których majątek często obejmuje infrastrukturę publiczną, grunty, udziały w przedsiębiorstwach i należności wobec władz lokalnych. Część tych aktywów ma rzeczywistą wartość społeczną lub użytkową, lecz niekoniecznie

generuje dochód pozwalający spłacać komercyjny dług w pierwotnie przyjętych terminach. Należy tu odróżnić ekonomiczną użyteczność infrastruktury od jej finansowej samowystarczalności: droga czy sieć wodociągowa mogą być społecznie niezbędne, a jednocześnie nie przynosić przychodów odpowiadających kosztom ich finansowania.

Spadek marży odsetkowej ogranicza zdolność banków do absorpcji strat

W tym miejscu ujawnia się istotna różnica między oceną chińskich władz a analizą ryzyka prowadzoną przez MFW. W dokumentacji przeglądu stabilności finansowej chińskie władze wskazywały, że pod koniec 2024 roku udział kredytów zagrożonych w finansowaniu LGFV wynosił według danych banku centralnego jedynie 0,21% w bankach ogólnokrajowych i 0,10% w bankach lokalnych. Podkreślano również, że 21 największych instytucji posiadało około 74% operacyjnych kredytów LGFV, a ekspozycja ta stanowiła około 3% ich łącznego portfela kredytowego.

Argumentacja ta wspiera tezę o ograniczonej skali bezpośrednio rozpoznanych strat oraz znaczącej koncentracji dużych ekspozycji w bankach zdolnych do ich absorpcji. Eksperci MFW zwracali jednak uwagę na dystans między formalnym statusem obsługi długu a długoterminową zdolnością jego spłaty z dochodów operacyjnych. Zastrzegali także, że brak szczegółowych danych uniemożliwił precyzyjne przyporządkowanie ekspozycji LGFV poszczególnym bankom, przez co część analiz miała charakter przybliżonego testu wrażliwości. Stanowiska te nie muszą pozostawać w prostej sprzeczności statystycznej: dotyczą odmiennych definicji ryzyka i różnych horyzontów czasowych. Niski bieżący odsetek kredytów formalnie niespłacanych może bowiem współistnieć z wysokim poziomem zależności dłużników od przyszłego refinansowania.

Szczególnego znaczenia nabiera wobec tego problem rentowności banków. Podstawowym źródłem dochodu większości tradycyjnych instytucji depozytowo-kredytowych pozostaje różnica między przychodami z aktywów oprocentowanych a kosztami finansowania. Marża odsetkowa netto (NIM) jest relacją dochodu odsetkowego netto do przeciętnej wartości aktywów przynoszących odsetki. Nie należy jej utożsamiać z prostą różnicą między średnim oprocentowaniem pojedynczego kredytu i depozytu, gdyż bank finansuje aktywa różnymi rodzajami zobowiązań oraz posiada instrumenty o odmiennej rentowności i terminach zapadalności.

W Chinach skala kompresji tej marży stała się jednym z najbardziej wymownych sygnałów zmiany warunków funkcjonowania bankowości. Pod koniec 2024 roku średnia marża odsetkowa netto banków komercyjnych wynosiła około 1,52%, pod koniec 2025 roku 1,42%, a w drugim kwartale

2026 roku 1,41%. Niewielkie odbicie z poziomu 1,40% w pierwszym kwartale 2026 roku nie zmienia obrazu wieloletniego osłabiania podstawowego źródła dochodów sektora. Przy ogromnej skali aktywów nawet przesunięcia marży o kilka punktów bazowych mają kluczowe znaczenie dla zdolności banków do tworzenia rezerw i odbudowy kapitału.

Spadek marży odsetkowej wynika z nałożenia się kilku procesów. Po pierwsze, obniżanie kosztu kredytu dla gospodarstw domowych, przedsiębiorstw oraz sektora publicznego redukuje dochody uzyskiwane z nowych pożyczek i stopniowo z tych podlegających przeszacowaniu. Po drugie, programy restrukturyzacji zadłużenia lokalnych podmiotów finansujących inwestycje mogą zastępować wysoko oprocentowane wierzytelności aktywami o niższej rentowności. Po trzecie, spowolnienie popytu na kredyt ze strony wiarygodnych pożyczkobiorców nasila konkurencję o ograniczoną pulę projektów o akceptowalnym profilu ryzyka. Po czwarte, koszt depozytów nie zawsze spada równie szybko jak dochodowość aktywów, co wynika ze struktury terminowej zobowiązań, walki o oszczędności i ograniczeń w dalszym redukowaniu oprocentowania niektórych produktów.

Polityka obniżania kosztów finansowania, choć uzasadniona potrzebą wsparcia gospodarki realnej, może prowadzić do osłabienia zdolności banków do samodzielnego absorbowania przyszłych strat. Jest to napięcie charakterystyczne dla gospodarek o znacznym zadłużeniu, w których łagodzenie warunków obsługi istniejącego długu ogranicza jednocześnie dochodowość instytucji posiadających ten dług jako aktywo. Warto jednak odróżnić spadek rentowności od natychmiastowej utraty zyskowności. Według chińskich danych nadzorczych średnia rentowność aktywów banków komercyjnych na koniec drugiego kwartału 2026 roku wynosiła 0,58%, a rentowność kapitału własnego 7,72%. Obie wartości pozostawały dodatnie.

Administracyjna stabilność nie eliminuje kosztów ekonomicznych

Świadczy to o tym, że sektor jako całość nadal generował zyski i posiadał bieżącą zdolność do budowania kapitału z zatrzymanych dochodów. W działalności bankowej bardzo niska rentowność aktywów ma jednak kluczowe znaczenie ze względu na dźwignię finansową, czyli relatywnie niewielki udział kapitału własnego w finansowaniu sumy bilansowej. Strata odpowiadająca nawet niewielkiemu odsetkowi aktywów może pochłonąć znaczącą część rocznego zysku lub kapitału własnego konkretnego banku. Wskaźniki zagregowane nie ujawniają przy tym, które instytucje osiągają dodatnią rentowność dzięki trwałym dochodom operacyjnym, które korzystają ze sprzedaży aktywów i innych źródeł przychodów, a które mają ograniczoną zdolność do zwiększania

kapitału bez wsparcia zewnętrznego. Ekonomiczna odporność banku wymaga zatem badania nie tylko obecnej wielkości kapitału, lecz również jakości przyszłych zysków oraz zdolności do absorpcji strat bez gwałtownego ograniczania działalności kredytowej. Mechanizm ten można ująć za pomocą koncepcji międzyokresowego podziału strat. Kiedy dłużnik nie może spłacić zobowiązania z własnych nadwyżek finansowych, liczba ekonomicznych sposobów rozwiązania problemu jest ograniczona. Strata może zostać pokryta z majątku dłużnika, poniesiona przez wierzyciela, przejęta przez podmiot trzeci albo rozłożona w czasie dzięki restrukturyzacji — pod warunkiem, że przyszły dochód okaże się wystarczający.

W chińskim modelu szczególna rola przypada państwu, które może jednocześnie wpływać na dłużnika, bank, organ nadzorczy oraz warunki refinansowania. Pozwala to ograniczyć sytuacje, w których indywidualna decyzja wierzyciela o egzekucji długu uruchamia łańcuch niewypłacalności. Nie oznacza to jednak możliwości administracyjnego unieważnienia ekonomicznego kosztu nieudanej inwestycji. Jeżeli finansowany projekt nie przyniósł oczekiwanej wartości dodanej, koszt ten i tak się pojawi — w postaci niższego dochodu banku, konieczności dokapitalizowania instytucji, ograniczenia przyszłego kredytu, niższej stopy zwrotu z oszczędności lub zwiększonych zobowiązań publicznych. Można zmieniać rozkład i moment ujawnienia kosztu, ale nie da się ex post wytworzyć przepływów pieniężnych, których działalność gospodarcza faktycznie nie generuje. Problem ten dobrze ilustruje analiza scenariuszowa MFW dotycząca restrukturyzacji zadłużenia LGFV.

W raporcie z 2025 roku Fundusz oszacował, że przy przyjętych założeniach obniżenie odsetek płaconych przez te podmioty mogłoby zmniejszyć dochód odsetkowy netto banków o równowartość 25–31 punktów bazowych ich aktywów ważonych ryzykiem, a kapitał podstawowy najwyższej jakości, wyrażony relacją do tych aktywów, o 11–27 punktów bazowych.

Ryzyko systemowe a mechanizm kredytowania przedsiębiorstw zombie

Nie są to wielkości odnotowanych strat całego systemu, lecz wyniki modelowej analizy wrażliwości. Co szczególnie istotne, Fundusz zaznaczył, że oszacowanie nie obejmuje dodatkowych skutków ewentualnego umorzenia części kapitału długu, które mogłoby okazać się konieczne dla przywrócenia trwałej wypłacalności najsłabszych podmiotów. Chińskie władze zakwestionowały część przyjętych założeń dotyczących wielkości długu LGFV i możliwości jego spłaty, wskazując między innymi na ryzyko podwójnego liczenia zobowiązań oraz wartość majątku i wsparcia władz lokalnych. Spór ten ujawnia szerszy problem metodologiczny: wysokość potencjalnej straty zależy

zarówno od rzeczywistych przepływów pieniężnych, jak i od założeń dotyczących przyszłego wsparcia państwa, wartości zabezpieczeń oraz sposobu podziału kosztów restrukturyzacji.

Teoretycznego wyjaśnienia tej sytuacji dostarcza hipoteza niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego. Autor książki przywołuje ujęcie Minsky'ego, który rozróżniał podmioty zdolne do pokrywania z bieżących dochodów zarówno odsetek, jak i przypadających do spłaty rat kapitałowych; podmioty mogące regulować odsetki, lecz wymagające refinansowania części kapitału, oraz te uzależnione od pozyskiwania kolejnych środków także po to, by obsługiwać bieżące koszty zadłużenia. Trzy formy finansowania określał odpowiednio jako hedge, speculative i Ponzi.

Ich znaczenie polega nie na moralnej ocenie zachowania dłużników, lecz na rozpoznaniu stopnia zależności ich wypłacalności od dostępu do nowego finansowania i korzystnych warunków makroekonomicznych. Wysoki udział podmiotów finansujących się w sposób spekulacyjny lub typu Ponziego zwiększa podatność gospodarki na zmianę stóp procentowych, spadek cen aktywów i pogorszenie oczekiwań. W przypadku Chin analogia ta jest szczególnie użyteczna dla analizy długu LGFV, gdyż możliwość refinansowania zależy nie tylko od kondycji przedsiębiorstwa, ale również od zdolności fiskalnej samorządu oraz decyzji władz centralnych. Należy jednak pamiętać, że klasyfikacja Minsky'ego odnosi się do przepływów pieniężnych konkretnych podmiotów i nie uprawnia do uznania wszystkich chińskich spółek infrastrukturalnych lub deweloperów za jednostki o jednakowej strukturze ryzyka. Z hipotezą Minsky'ego łączy się problem tak zwanego kredytowania przedsiębiorstw zombie, czyli podmiotów utrzymujących się na rynku dzięki dalszemu dostępowi do finansowania pomimo chronicznej słabości wyników operacyjnych.

Literatura ekonomiczna rozwinęła tę koncepcję przede wszystkim na podstawie doświadczeń Japonii lat dziewięćdziesiątych. Ricardo Caballero, Takeo Hoshi i Anil Kashyap wykazali w badaniu z 2008 roku, że podtrzymywanie kredytowania niewydolnych przedsiębiorstw przez japońskie banki ograniczało proces restrukturyzacji oraz utrudniało ekspansję bardziej produktywnych firm. Mechanizm ten nie sprowadzał się jedynie do bezpośrednich strat ponoszonych przez kredytodawców. Utrzymywane na rynku firmy nadal zajmowały powierzchnie produkcyjne, korzystały z infrastruktury, zatrudniały pracowników i oferowały produkty po cenach, które niekoniecznie pokrywały pełne koszty ekonomiczne. Obniżało to zyski potencjalnie efektywniejszych konkurentów, zniechęcało do nowych inwestycji i utrwalało niską produktywność. Kredytowanie zombie tworzy zatem zewnętrzny koszt ekonomiczny: utrata wartości nieefektywnie wykorzystanego kapitału dotyka również przedsiębiorstw, które same nie mają problemów z wypłacalnością, lecz muszą konkurować z podmiotami chronionymi przed normalnymi konsekwencjami strat. W odniesieniu do Chin hipoteza ta przestała być jedynie analogią historyczną.

Wzrost niewydolności operacyjnej i błędna alokacja kapitału

Scott Davis i Brendan Kelly z Banku Rezerwy Federalnej w Dallas opublikowali w grudniu 2025 roku analizę danych finansowych chińskich przedsiębiorstw. Jako przybliżony miernik niewydolności przyjęli sytuację, w której dochód operacyjny przed potrąceniem odsetek, podatków i amortyzacji (EBITDA) jest niższy niż koszty odsetkowe. Według tej definicji udział aktywów firm spełniających to kryterium wzrósł w badanej próbie z około 5% w 2018 roku do 16% w 2024 roku. W sektorze nieruchomości wzrost ten był najbardziej drastyczny — z ok. 6% do 40%, natomiast w przemyśle przetwórczym i usługach wskaźnik ten osiągnął odpowiednio 11% i 17%.

Dane te potwierdzają, że problem nadmiernego zadłużenia przestał być domeną wyłącznie rynku mieszkaniowego. Należy jednak odróżnić sytuację, w której EBITDA nie pokrywa odsetek, od formalnej niewypłacalności prawnej; nie każdy taki podmiot musiałby zbankrutować bez zewnętrznego wsparcia. Jest to raczej operacyjny wskaźnik słabości obsługi długu, podatny na przyjęte definicje czy przejściowe wahania rentowności. Jego wartość analityczna tkwi w pokazaniu, że coraz większa część majątku przedsiębiorstw jest zaangażowana w działalność, której bieżące wyniki nie wystarczają do pokrycia kosztów kapitału. Przyjęcie perspektywy kredytowania zombie pozwala dostrzec zjawisko określane w ekonomii jako błędna alokacja kapitału (capital misallocation).

W warunkach efektywnej konkurencji dostęp do zasobów zależy przede wszystkim od oczekiwanej zdolności firmy do generowania wartości oraz ryzyka strat. Jeśli jednak część kredytobiorców korzysta z nieformalnych gwarancji państwowych, a banki zakładają, że ich upadłość zostanie politycznie powstrzymana, cena kredytu przestaje odzwierciedlać jedynie produktywność inwestycji. Zaczyna ona uwzględniać status właścicielski i polityczną rangę projektu. Pojawia się wówczas zjawisko miękkiego ograniczenia budżetowego, znane z prac Jánosa Kornaia: podmiot nie musi dostosowywać wydatków do własnych dochodów, gdyż liczy na finansowy ratunek. Mechanizm ten sprzyja realizacji projektów, które byłyby odrzucone, gdyby pełne ryzyko ponosili właściciele i wierzyciele. W dłuższej perspektywie obniża to krańcową produktywność kapitału, utrwala nadwyżki zdolności produkcyjnych i hamuje proces twórczej destrukcji opisany przez Josepha Schumpetera. Rozwój mierzony samą skalą produkcji czy inwestycji pozostaje wtedy możliwy, lecz wymaga coraz większych nakładów finansowych w stosunku do realnych efektów. Nie oznacza to jednak, że wszystkie chińskie banki bezwarunkowo kierują kredyt do przedsiębiorstw państwowych lub że polityka przemysłowa całkowicie wyparła ocenę komercyjną.

Zróżnicowany mechanizm alokacji kredytu i ryzyko nieefektywności

Badanie Ying Xu opublikowane w grudniu 2024 roku jako dokument roboczy MFW — oparte na danych sektorowych ze 137 banków komercyjnych z lat 2004–2021 — nie dostarczyło rozstrzygającego dowodu na to, że przeciętny chiński bank systematycznie zwiększa kredytowanie każdej branży wskazanej przez centralną politykę przemysłową.

Ujawniło ono natomiast istotne różnice między instytucjami. Bardziej podatne na sygnały polityczne okazywały się między innymi niektóre banki wiejskie — mniejsze, nienotowane na giełdzie i dysponujące słabszą jakością aktywów. Ponadto ogłoszenie preferencji przemysłowej przynosiło relatywnie większe korzyści sektorom zdominowanym przez przedsiębiorstwa państwowe, co mogło jednocześnie ograniczać dostęp do kredytu innym branżom.

Jest to ustalenie kluczowe dla metodologii badań nad chińskim modelem rozwoju: związek między państwem a kredytem ma charakter zróżnicowany i pośredni, a nie wyłącznie administracyjny. Bank może kierować środki do przedsiębiorstwa państwowego nie dlatego, że otrzymał formalny nakaz, lecz uznając je za bezpieczniejsze ze względu na prawdopodobieństwo wsparcia ze strony władz. Ryzyko polityczne i ekonomiczne zlewają się wówczas w jednym mechanizmie podejmowania decyzji kredytowych. Szczególnie istotnym skutkiem tej struktury jest możliwość jednoczesnego występowania nadmiernego finansowania części podmiotów przy niedostatecznym dostępie do kredytu dla innych. W klasycznym modelu rynku pożyczkowego wzrost ceny kapitału powinien sprzyjać równoważeniu jego podaży i popytu. Joseph Stiglitz i Andrew Weiss wykazali jednak w artykule z 1981 roku, że przy niedoskonałej informacji bank nie musi zwiększać oprocentowania aż do całkowitego wyeliminowania nadwyżki popytu na kredyt. Wyższa stopa procentowa może bowiem przyciągać bardziej ryzykownych pożyczkobiorców lub skłaniać przedsiębiorstwa do podejmowania przedsięwzięć o większym ryzyku. Z punktu widzenia banku korzystniejsze może więc okazać się ograniczenie wielkości kredytu niż jego udzielenie po wyższej cenie.

W Chinach mechanizm racjonowania kredytu może być dodatkowo wzmacniany przez zróżnicowany status prawny i polityczny przedsiębiorstw. Młoda firma prywatna, nawet potencjalnie produktywna, niekoniecznie posiada aktywa nadające się na zabezpieczenie, wieloletnią historię kredytową czy wiarygodną gwarancję właścicielską. Duży podmiot państwowy może natomiast dysponować rozbudowanym majątkiem i przewagą wynikającą z oczekiwanego wsparcia publicznego, mimo że rentowność jego kolejnego przedsięwzięcia jest niższa. Bank

działający racjonalnie z perspektywy własnego bilansu i ograniczeń regulacyjnych może zatem podejmować decyzje, które w skali całej gospodarki prowadzą do nieefektywnej alokacji zasobów.

Przy interpretacji najnowszych danych należy oddzielić pogarszającą się zdolność banków do podażowego zwiększania kredytu od słabnącego popytu na pożyczki. W pierwszym przypadku instytucja finansowa odmawia finansowania opłacalnego przedsięwzięcia lub ogranicza jego skalę z powodu niedostatecznego kapitału, niepewności co do zabezpieczeń albo obawy przed nowymi stratami. W drugim przypadku przedsiębiorstwo lub gospodarstwo domowe nie chce zwiększać zadłużenia, gdyż nie widzi wystarczająco korzystnej perspektywy dochodowej. Rozróżnienie to ma zasadnicze znaczenie dla oceny skuteczności polityki pieniężnej.

Obniżka stóp procentowych może poprawić dostępność kredytu, jeżeli ograniczeniem jest jego koszt. Będzie jednak mniej skuteczna, gdy przedsiębiorstwa ograniczają inwestycje z powodu nadwyżki istniejących zdolności produkcyjnych, a gospodarstwa domowe obawiają się spadku cen nieruchomości i niepewności przyszłych dochodów. W takiej sytuacji banki mogą dysponować znaczną płynnością, lecz nie znajdować odpowiedniej liczby wiarygodnych kredytobiorców zainteresowanych nowym finansowaniem. Niski przyrost kredytu nie świadczy wówczas sam w sobie o niedoborze pieniądza w systemie, lecz o osłabieniu mechanizmu przekształcania dostępnej płynności w nowe wydatki inwestycyjne i konsumpcyjne.

Najnowsze dane Ludowego Banku Chin pokazują skalę tego rozbieżnego procesu. Na koniec września 2026 roku łączny stan finansowania gospodarki realnej, ujmowany w chińskim wskaźniku total social financing (TSF), wynosił około 468,17 biliona juanów i był o 7,1% wyższy niż rok wcześniej. Jednak wartość kredytów w juanach udzielonych gospodarce realnej rosła jedynie o 4,8%, podczas gdy wartość obligacji rządowych ujętych w tym agregacie zwiększyła się o 13,7%. Wzrost szerokiego finansowania odzwierciedlał więc w coraz większym stopniu ekspansję zadłużenia publicznego oraz rozwój innych form finansowania, a w mniejszym tradycyjne kredytowanie bankowe. Jeszcze bardziej wymowna jest struktura przepływów kredytowych.

W pierwszych trzech kwartałach 2026 roku wartość kredytów w juanach udzielonych przez instytucje finansowe wzrosła o około 11,52 biliona juanów, ale saldo kredytów gospodarstw domowych zmniejszyło się o 1,03 biliona juanów. W tym samym czasie gospodarstwa domowe zwiększyły depozyty o około 9,39 biliona juanów.

Psychologia długu i pułapka niskiego popytu wewnętrznego

Dane te nie dowodzą, że każde gospodarstwo domowe ograniczało wydatki ani że cały spadek zadłużenia wynikał z dobrowolnej spłaty kredytów. Wskazują jednak na zagregowaną skłonność sektora gospodarstw domowych do powiększania płynnych oszczędności przy jednoczesnym braku zainteresowania zwiększaniem zadłużenia. Jest to istotny sygnał słabości popytu na kredyt, niezależny od formalnego poziomu adekwatności kapitałowej banków. Wyniki te można analizować w świetle koncepcji recesji bilansowej rozwijanej przez Richarda Koo na podstawie doświadczeń Japonii po załamaniu cen aktywów. Gdy przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe odnotowują spadek wartości majątku, ich głównym celem może stać się odbudowa bilansów zamiast maksymalizacji bieżących wydatków. Nawet przy niskich nominalnych stopach procentowych podmioty te wybierają redukcję długu i gromadzenie oszczędności, gdyż postrzegają własną sytuację majątkową jako mniej bezpieczną niż wcześniej. Z perspektywy makroekonomicznej powstaje problem zbiorowej niespójności: decyzja o zwiększeniu oszczędności jest racjonalna dla pojedynczego gospodarstwa, lecz gdy wiele podmiotów jednocześnie ogranicza konsumpcję i inwestycje, spadają dochody tych, którzy mieliby otrzymywać wydatki innych. W konsekwencji zdolność całej gospodarki do redukowania zadłużenia może pogarszać się pomimo ostrożniejszych decyzji finansowych jej uczestników.

Nie jest to jednoznaczny dowód na to, że Chiny znajdują się w klasycznej recesji bilansowej analogicznej do japońskiej – wciąż występują tam przecież znaczne inwestycje przemysłowe, aktywna polityka kredytowa państwa i silny sektor eksportowy. Koncepcja ta pomaga jednak wyjaśnić, dlaczego wysoka płynność systemu bankowego i spadający koszt finansowania nie wystarczają do odbudowania prywatnego popytu wewnętrznego. Dodatkowe ograniczenie polityki pieniężnej wynika z relacji między nominalną a realną stopą procentową. W przybliżeniu realny koszt finansowania można zapisać jako różnicę między oprocentowaniem nominalnym a oczekiwaną inflacją: $r \approx i - \pi^e$. Gdy wzrost cen jest bardzo niski lub podmioty gospodarcze spodziewają się spadku cen swoich produktów, realne obciążenie kredytowe może pozostać wysokie mimo obniżek stóp nominalnych. Przedsiębiorstwo może płacić mniejsze nominalne odsetki, lecz jednocześnie uzyskiwać jeszcze niższy przychód ze sprzedaży wskutek spadku cen, przez co jego zdolność do obsługi zadłużenia nie poprawia się proporcjonalnie do skali ulgi odsetkowej.

Mechanizm ten nawiązuje do teorii deflacji długu Irvinga Fishera z 1933 roku. Fisher zwracał uwagę, że przy spadku poziomu cen realna wartość nominalnych zobowiązań rośnie, a próby powszechnej redukcji zadłużenia mogą pogłębiać osłabienie gospodarki. W przypadku Chin

szczególnie istotna jest różnica między ogólnym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych a cenami produkcji przemysłowej i nieruchomości. Nawet bez jednolitej deflacji obejmującej wszystkie towary i usługi, spadek cen w branżach silnie zadłużonych może zwiększać ich realne obciążenie finansowe. Dlatego zdolność banków do utrzymania niskich stawek kredytowych nie przesądza o zdolności dłużników do generowania wystarczającego dochodu. Pokrewny mechanizm opisuje teoria akceleratora finansowego Bena Bernankego, Marka Gertlera i Simona Gilchrista.

W tym ujęciu pogorszenie wartości majątku netto przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zwiększa koszt finansowania zewnętrznego, ponieważ nasila problemy informacyjne między kredytobiorcami a kredytodawcami. Spadek cen nieruchomości zmniejsza wartość zabezpieczeń, słabsze wyniki przedsiębiorstwa podnoszą ocenę ryzyka, a ograniczona dostępność funduszy wymusza redukcję inwestycji. W następnej fazie niższe inwestycje i popyt pogarszają sytuację pozostałych uczestników rynku, wywołując kolejną rundę presji na bilanse. W Chinach działanie tego akceleratora jest częściowo modyfikowane przez interwencje państwa.

Administracyjna koordynacja kredytowania i możliwość dokapitalizowania banków mogą zapobiegać gwałtownemu zacieśnieniu finansowania. Jeżeli jednak pomoc publiczna kierowana jest przede wszystkim do przedsiębiorstw już zadłużonych, może powstać asymetria: państwo osłabia destabilizujący mechanizm bankructw, ale nie odbudowuje wystarczająco szybko konkurencyjnej alokacji kapitału. Wówczas krótkookresowe ograniczenie kryzysu finansowego współistnieje z długookresowym osłabieniem produktywności.

Sovereign-bank nexus i regionalna geografia ryzyka

Warto odróżnić ekspansję pieniężną od finansowania rzeczywistych, nowych przedsięwzięć. Rosnąca podaż pieniądza i wysoka wartość finansowania społecznego nie muszą bowiem oznaczać proporcjonalnego wzrostu wydatków na produktywne inwestycje. Część nowego kredytu może służyć refinansowaniu starego długu, zakupowi istniejących aktywów lub finansowaniu bieżących zobowiązań jednostek, których wydatki nie generują istotnego przyrostu wartości dodanej. Z kolei zwiększona emisja obligacji publicznych może zastępować mniej stabilne zobowiązania lokalnych podmiotów finansujących rozwój, co poprawia strukturę zapadalności bez wywoływania odpowiadającego temu wzrostu popytu. Operacje te pełnią ważną funkcję stabilizacyjną, redukując ryzyko nagłego niewykonania zobowiązań i ograniczając koszt obsługi długu, jednak ich bezpośredni wpływ na aktywność gospodarczą różni się od finansowania nowych, rentownych projektów. Rosnący agregat finansowy nie jest zatem wystarczającym dowodem poprawy efektywności systemu pośrednictwa kredytowego. Aby rzetelnie ocenić jakość wzrostu, konieczne

są informacje o tym, jaka część finansowania zasila nowe przedsięwzięcia, a jaka służy obsłudze istniejących zobowiązań oraz jakie dochody ekonomiczne powstają dzięki finansowanym nakładom.

Osłabienie tradycyjnego kredytowania skłania banki do poszukiwania innych zastosowań środków, zwłaszcza poprzez zwiększanie zaangażowania w instrumenty o stałym dochodzie. Zakup obligacji skarbowych lub innych papierów o niskiej ocenie ryzyka bywa dla banku korzystny pod kątem wymogów kapitałowych, płynności i stabilności wartości aktywów. Z perspektywy całego systemu gospodarka staje się jednak bardziej zależna od zdolności państwa do utrzymywania popytu i finansowania zadłużenia publicznego. Powstaje szczególny rodzaj powiązania między bankami a finansami publicznymi, określanego w literaturze mianem sovereign-bank nexus. Państwo może stabilizować banki poprzez gwarancje, dokapitalizowanie i emisję bezpiecznych instrumentów dłużnych, natomiast banki zapewniają popyt na dług publiczny i wspierają programy jego refinansowania.

Zaletą takiego układu jest możliwość koordynowania działań w sytuacjach kryzysowych. Ryzyko pojawia się jednak wtedy, gdy rosnące potrzeby sektora publicznego ograniczają przestrzeń dla komercyjnej alokacji kredytu lub gdy kondycja banków staje się nadmiernie zależna od decyzji fiskalnych i regulacyjnych tego samego państwa. W przypadku Chin zależność ta jest szczególnie złożona ze względu na rozdzielenie znacznej części dochodów fiskalnych, zobowiązań samorządowych i politycznej kontroli nad instytucjami finansowymi. Równie ważnym kanałem transmisji ryzyka pozostają powiązania między bankami regionalnymi a lokalnymi władzami. Sytuacja fiskalna prowincji wpływa na koszt pozyskiwania środków przez LGFV, gdyż inwestorzy i banki uwzględniają możliwość uzyskania wsparcia samorządowego. Jednocześnie kondycja lokalnych banków oddziałuje na możliwość refinansowania przedsiębiorstw związanych z danym regionem, podczas gdy pogorszenie sytuacji tych firm osłabia jakość portfela banków. MFW w przeglądzie stabilności finansowej z 2025 roku przedstawił analizy sugerujące występowanie właśnie takich dwukierunkowych zależności między wiarygodnością finansową prowincji, sytuacją LGFV i kosztami finansowania instytucji regionalnych.

Ryzyko nie rozkłada się zatem równomiernie na terytorium kraju. Region z szeroką bazą podatkową, rozwiniętym sektorem prywatnym i płynnym rynkiem aktywów może mieć większą zdolność do samodzielnej restrukturyzacji zadłużenia niż obszar zależny w znacznym stopniu od sprzedaży gruntów i inwestycji infrastrukturalnych. Formalnie podobne ekspozycje bankowe mogą prowadzić do odmiennych skutków gospodarczych, zależnie od regionalnej struktury aktywności ekonomicznej. Z perspektywy ryzyka systemowego kluczowe są również relacje między samymi instytucjami finansowymi. Banki są wzajemnie powiązane przez depozyty międzybankowe,

transakcje zabezpieczone papierami wartościowymi, finansowanie hurtowe, obligacje, produkty inwestycyjne i rozliczenia płatnicze. Niewypłacalność pojedynczego podmiotu może prowadzić do strat nie tylko bezpośrednich wierzycieli, lecz także instytucji zmuszonych do wyprzedaży aktywów lub tracących dostęp do finansowania. Chiński system cechuje się w tym zakresie dwiema przeciwstawnymi właściwościami.

Dominacja dużych instytucji wspieranych przez państwo oraz znaczna baza krajowych oszczędności ograniczają ryzyko gwałtownej utraty zagranicznego finansowania, typowej dla niektórych kryzysów rynków wschodzących. Jednocześnie koncentracja aktywów i gęstość krajowych powiązań mogą sprawić, że problemy dużego banku pociągnęłyby za sobą poważne konsekwencje dla pozostałych uczestników rynku. MFW zauważył, że jego analiza sieciowa oparta na próbie 111 banków nie obejmowała pełnego systemu liczącego tysiące instytucji, przez co możliwe skutki wzajemnej transmisji strat mogły zostać niedoszacowane. Ryzyko zarażania finansowego nie znika więc wskutek krajowego charakteru finansowania; zmienia się przede wszystkim jego geografia i zestaw mechanizmów ujawniania. Istotną linią obrony przed kryzysem pozostają bufory kapitałowe i płynnościowe. W chińskim systemie rozwijano wymogi zbliżone do standardów Bazylei III, udoskonalano klasyfikację aktywów i zwiększano zakres nadzoru skonsolidowanego.

Formalna stabilność kapitałowa a realne potrzeby dokapitalizowania

W połowie 2026 roku łączny współczynnik adekwatności kapitałowej banków komercyjnych przekraczał 15%, a wskaźniki płynności systemu sugerowały zdolność do obsługi typowych zobowiązań. Formalnie silny wskaźnik kapitałowy nie eliminuje jednak problemu jakości aktywów ważonych ryzykiem. Jeśli wagi ryzyka nie odzwierciedlają w pełni zagrożeń związanych z określonymi ekspozycjami, relacja kapitału do tak ustalonego mianownika może kreślić obraz korzystniejszy niż ekonomiczna relacja kapitału do możliwych strat. Badanie opublikowane w serii prac Banku Rozrachunków Międzynarodowych w 2022 roku wykazało, że w latach 2016–2020 część chińskich banków wykorzystywała określone formy kredytowania w ramach bankowości cienia do arbitrażu regulacyjnego, co pozwalało poprawić wykazywane współczynniki kapitału ważonego ryzykiem bez proporcjonalnej poprawy rzeczywistej odporności bilansu.

Wniosek z tego badania dotyczy konkretnego okresu i nie powinien być automatycznie przenoszony na wszystkie współczesne instytucje. Pokazuje on jednak, dlaczego analiza bezpieczeństwa banków wymaga jednoczesnego badania współczynników nadzorczych, struktury aktywów, sposobu ich wyceny oraz rzeczywistej zdolności do generowania dochodu. Kluczowe dla ograniczania paniki

finansowej jest także ukształtowanie ochrony deponentów. Chiny wprowadziły system gwarantowania depozytów w 2015 roku, przewidując ustawową ochronę środków do wysokości 500 tysięcy juanów na deponenta w jednej instytucji, z uwzględnieniem kapitału i odsetek.

System ten może zmniejszać skłonność gospodarstw domowych do gwałtownego wycofywania oszczędności w razie problemów pojedynczego banku, lecz nie gwarantuje stabilności całego finansowania każdej instytucji. W szczególności duże depozyty, określone kategorie finansowania instytucjonalnego oraz instrumenty inwestycyjne nie są ekonomicznie tożsame z gwarantowanym depozytem detalicznym. W przypadku poważniejszych problemów banku kluczowe stają się procedury przejęcia działalności, podziału strat, wykorzystania funduszy gwarancyjnych oraz zapewnienia awaryjnej płynności. MFW uznał w 2025 roku, że Chiny poczyniły postępy w tworzeniu instytucji bezpieczeństwa finansowego, jednak system zarządzania kryzysowego wymaga dalszego dopracowania – zwłaszcza w zakresie przejrzystości zasad restrukturyzacji banków i skuteczności mechanizmów podejmowania decyzji w sytuacjach nadzwyczajnych. Zasadniczą różnicę między bieżącą odpornością systemu a jego długoterminowymi potrzebami kapitałowymi ujawniają decyzje dotyczące dokapitalizowania dużych instytucji.

W 2025 roku chińskie Ministerstwo Finansów zapowiedziało emisję specjalnych obligacji skarbowych o wartości 500 miliardów juanów, by wesprzeć kapitał podstawowy czterech dużych banków państwowych: Bank of China, China Construction Bank, Bank of Communications i Postal Savings Bank of China. We wrześniu 2026 roku resort ogłosił zamiar emisji kolejnych 300 miliardów juanów specjalnych obligacji w celu zasilenia kapitału ośmiu centralnie kontrolowanych instytucji finansowych, wśród których znalazły się Industrial and Commercial Bank of China, Agricultural Bank of China, Export-Import Bank of China oraz wybrane grupy ubezpieczeniowe.

Dylemat między stabilizacją systemu a efektywną alokacją kapitału

Programy te nie powinny być automatycznie interpretowane jako dowód niewypłacalności beneficjentów. Władze przedstawiały je raczej jako instrument zwiększania zdolności do obsługi gospodarki i absorbowania potencjalnych szoków, podkreślając stabilność podstawowych wskaźników nadzorczych objętych wsparciem instytucji. Z ekonomicznego punktu widzenia kluczowe jest jednak to, że państwo uznaje potrzebę zasilenia kapitałem sektora, którego zdolność do samodzielnego akumulowania buforów osłabiła spadająca rentowność i narastające ryzyko aktywów. Dokapitalizowanie banku poprawia jego sytuację finansową, lecz nie jest równoznaczne z restrukturyzacją wszystkich zagrożonych kredytobiorców. Nowy kapitał pozwala bankowi utrzymać

wymaganą relację funduszy własnych do aktywów ważonych ryzykiem i uniknąć ograniczenia akcji kredytowej narzuconej przez przepisy ostrożnościowe. Efekty makroekonomiczne takiej operacji zależą jednak od tego, jak zostanie wykorzystana dodatkowa przestrzeń bilansowa: czy bank sfinansuje nowych, produktywnych przedsiębiorców, zwiększy bezpieczne lokaty w papierach publicznych, czy też będzie podtrzymywać dotychczasowych dłużników.

Każda z tych decyzji niesie odmienne skutki dla produktywności gospodarki i zdolności do generowania przyszłych dochodów. Należy tu rozróżnić kapitał bankowy od pieniądza dostępnego w całej gospodarce. Bank nie staje się automatycznie zdolny do nieograniczonego udzielania bezpiecznych kredytów tylko dlatego, że posiada płynność lub otrzymał zastrzyk kapitału. Ograniczeniami pozostają jakość potencjalnych pożyczkobiorców, umiejętność oceny ryzyka, popyt na finansowanie oraz relacja oczekiwanego dochodu do możliwej straty. Publiczne środki przeznaczone na poprawę bilansów instytucji finansowych mogą być zatem koniecznym elementem stabilizacji, lecz ich skuteczność rozwojowa zależy od równoległego przywracania efektywnych bodźców inwestycyjnych. Problem ten dotyczy również polityki wobec małych i średnich przedsiębiorstw. Władze chińskie rozwijały w ostatnich latach programy zwiększające dostęp mikroprzedsiębiorstw i małych firm do finansowania, wprowadzając mechanizmy kredytu preferencyjnego, gwarancje oraz instrumenty refinansowe banku centralnego. Poszerzanie tego dostępu może sprzyjać przedsiębiorczości i łagodzić historyczne uprzywilejowanie większych podmiotów, o ile zostanie zachowana wysoka jakość oceny kredytowej.

MFW zwrócił uwagę, że rosnący udział pożyczek dla sektora MŚP może zwiększać wrażliwość portfela bankowego na pogorszenie koniunktury, zwłaszcza gdy kredytobiorcy dysponują słabszą bazą kapitałową, mniejszą dywersyfikacją działalności i ograniczonymi zabezpieczeniami. Nie jest to jednak argument przeciwko finansowaniu firm prywatnych; wskazuje raczej, że skuteczna polityka rozwojowa wymaga poprawy mechanizmów informacji kredytowej, ochrony praw wierzycieli, konkurencji i dostępu do kapitału własnego, a nie wyłącznie administracyjnego wyznaczania ilości nowych pożyczek. W przeciwnym razie rozszerzenie kredytowania może jedynie przesuwać ryzyko z podmiotów już nadmiernie zadłużonych na inne, mniej odporne segmenty gospodarki.

Ostatecznie chiński system bankowy znajduje się w napięciu między funkcją stabilizacyjną a funkcją selekcji inwestycji. Jako narzędzie polityki państwa potrafi zapewniać finansowanie przedsięwzięć strategicznych, przeciwdziałać gwałtownym zakłóceniom i rozkładać w czasie koszty restrukturyzacji. Jednocześnie jako system pośrednictwa finansowego powinien odróżniać projekty przynoszące trwałą wartość ekonomiczną od przedsięwzięć, których obsługa długu wymaga stałego wsparcia zewnętrznego.

Wzrost znaczenia pierwszej funkcji może utrudniać realizację drugiej, szczególnie w warunkach niskiej rentowności banków i ograniczonej przejrzystości aktywów. Jeśli bank spodziewa się, że znaczna część strat zostanie ostatecznie przeniesiona na państwo, jego bodźce do wczesnego rozpoznawania ryzyka słabną. Z drugiej strony, gdyby organ nadzorczy wymusił szybkie ujawnienie wszystkich strat bez zapewnienia narzędzi restrukturyzacji, mogłoby to wywołać gwałtowne ograniczenie kredytu i pogłębić osłabienie gospodarcze. Dylemat polityki finansowej nie sprowadza się więc do prostego wyboru między tolerowaniem strat a natychmiastowym doprowadzeniem zagrożonych podmiotów do upadłości. Polega on na zaprojektowaniu sekwencji działań, która chroni stabilność systemową, przywraca wiarygodną wycenę ryzyka i ogranicza dalsze finansowanie inwestycji o trwale ujemnej wartości ekonomicznej. Ocena długookresowych perspektyw Chin powinna zatem uwzględniać możliwość wystąpienia stagnacji finansowej bez klasycznego, gwałtownego kryzysu bankowego.

W takim scenariuszu banki pozostają płynne, deponenci zachowują dostęp do środków, a nadzór utrzymuje akceptowalne wskaźniki stabilności. Równocześnie znacząca część kapitału jest zaangażowana w refinansowanie zobowiązań z poprzednich cyklów inwestycyjnych, podstawowa działalność banków przynosi coraz mniejsze marże, a nowe finansowanie nie przekłada się proporcjonalnie na wzrost produktywności.

Stabilność systemu kosztem efektywności gospodarczej

Straty nie muszą ujawniać się w formie jednorazowego wstrząsu. Mogą przybrać postać niższych dochodów odsetkowych, ograniczenia kredytowania innowacyjnych przedsiębiorstw, fiskalnych kosztów dokapitalizowania banków, słabszych zysków oszczędzających czy utrzymującej się niepewności co do wartości majątku. Jest to zagrożenie jakościowo odmienne od scenariusza nagłej paniki bankowej i właśnie dlatego trudniej je dostrzec w pojedynczych wskaźnikach nadzorczych. Nie można przy tym jednak pomijać istotnych atutów chińskiego systemu.

Duża baza krajowych oszczędności, dominacja zobowiązań w walucie krajowej, instrumenty polityki pieniężnej, możliwość państwowego dokapitalizowania instytucji oraz administracyjna zdolność koordynowania restrukturyzacji ograniczają ryzyko wystąpienia mechanizmów kryzysowych typowych dla gospodarek uzależnionych od finansowania zagranicznego. Największe banki wciąż wykazują dodatnią rentowność i posiadają znaczne bufory kapitałowe, a testy warunków skrajnych przeprowadzone przez MFW nie wskazały na nieuchronność powszechnej niewypłacalności sektora. Zasadnicze zagrożenie polega raczej na ryzyku stopniowego osłabiania

efektywności pośrednictwa finansowego przez zalegające w bilansach aktywa o niskiej produktywności. W tym świetle teza o nieuchronnym załamaniu chińskiej bankowości byłaby nieuzasadniona, podobnie jak pogląd, że oficjalna stabilność sektora dowodzi trwałego rozwiązania problemu zadłużenia. Pomiędzy tymi skrajnościami leży najbardziej złożony przedmiot analizy: gospodarka zdolna do długotrwałego podtrzymywania stabilności finansowej, lecz ponosząca coraz wyższe koszty tego stanu w postaci ograniczonej rentowności kapitału i słabszej dynamiki prywatnego popytu.

Wnioski z analizy systemu bankowego prowadzą bezpośrednio do kwestii reform instytucjonalnych. Skoro państwo może zapobiegać kryzysowi poprzez refinansowanie, gwarancje, restrukturyzację zobowiązań i dokapitalizowanie banków, o wynikach gospodarczych w coraz większym stopniu decyduje sposób sprawowania władzy nad sektorem finansowym. Kluczowe stają się reguły określające, które przedsiębiorstwa nadal otrzymują finansowanie, kto ponosi koszty nieudanych inwestycji, jaką autonomię w ocenie ryzyka mają banki oraz czy polityczne zobowiązania do stabilizacji gospodarki są spójne z deklarowanym celem podnoszenia produktywności.

Właśnie z tej perspektywy należy interpretować kolejne fale chińskich reform finansowych: zapowiedzi zwiększenia roli rynku z 2013 roku, kampanię ograniczania dźwigni finansowej rozpoczętą w 2016 roku, regulacyjne porządkowanie bankowości cienia w 2018 roku oraz decyzje dotyczące modernizacji gospodarki podjęte na III Plenum Komitetu Centralnego Komunistycznej Partii Chin w 2024 roku.

> Czy system, który potrafi administracyjnie wyeliminować ryzyko bankructwa, nie eliminuje jednocześnie mechanizmu twórczej destrukcji niezbędnego do rozwoju? Być może największym zagrożeniem dla Chin nie jest gwałtowny wybuch bańki spekulacyjnej, lecz perspektywa świata, w którym wszystko pozostaje stabilne, ale nic już nie rośnie. Prawdziwym kosztem uniknięcia kryzysu może okazać się zatem nie utrata pieniędzy, lecz utrata czasu i dynamiki, których nie da się dokapitalizować za pomocą obligacji skarbowych.

Inspiracje

[1] 

"Broken China" Logan Wright

John Wiley & Sons | ISBN: 9781509570683

Logan Wright jest amerykańskim ekonomistą i analitykiem polityki gospodarczej, specjalizującym się w chińskim systemie makroekonomicznym, rynkach finansowych i polityce pieniężnej. 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). Wcześniej Wright kierował badaniami nad Chinami w Medley Global Advisors i pracował jako analityk w Stone & McCarthy Research Associates w Pekinie. Uzyskał doktorat z nauk politycznych na Uniwersytecie George'a Washingtona oraz tytuły magistra i licencjata na Uniwersytecie Georgetown. Stypendium Wrighta koncentruje się na chińskim boomie kredytowym po 2008 roku, słabościach sektora bankowego, polityce kursowej i zadłużeniu samorządów lokalnych, dostarczając kluczowej analizy stagnacji strukturalnej i ograniczeń finansowych, z którymi zmaga się współczesna gospodarka chińska.

***Logan Wright** is an American economist and policy analyst specializing in China's macroeconomic system, financial markets, and monetary policies. He serves as a partner at Rhodium Group, where he directs the firm's China Markets Research work, and is a senior associate with the Trustee Chair in Chinese Business and Economics at the Center for Strategic and International Studies (CSIS). Wright previously led China research at Medley Global Advisors and worked as an analyst for Stone & McCarthy Research Associates in Beijing. He earned his Ph.D. in political science from George Washington University and master's and bachelor's degrees from Georgetown University. Wright's scholarship focuses on China's post-2008 credit boom, banking vulnerabilities, exchange rate policy, and local government debt, providing pivotal analysis of the structural stagnation and financial constraints confronting the contemporary Chinese economy.*

Rhodium Group

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



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

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

2006



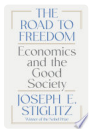
[2] **"History of Economic Analysis"**

Joseph Schumpeter

2006 | Routledge | ISBN: 9781134838707

[3] **"History of Economic Analysis (Oxford Press, 1955)"**

Joseph Schumpeter



[4] **"The road to freedom: Economics and the good society"**

Joseph Stiglitz

W. W. Norton & Company | ISBN: 9781324074380

[5] **"Economics of the public sector"**

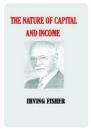
Joseph Stiglitz

W. W. Norton

[6] **"Selected Works of Joseph E. Stiglitz:Volume I: Information and Economic Analysis"**

Joseph E. Stiglitz

2008 | OUP Oxford | ISBN: 9780199533701



[7] **"The Nature of Capital and Income"**

Irving Fisher

2003 | Simon Publications



[8] **"Expectations, Asset Prices, and Monetary Policy"**

Simon Gilchrist, Masashi Saito

2006



[9] **"Shadow Banking in China"**

Shen Wei

2016 | Edward Elgar Publishing | ISBN: 9781784716776



[10] **"The Digital Financial Revolution in China"**

David Dollar, Yiping Huang

2022 | Bloomsbury Publishing USA | ISBN: 9780815739562



[11] **"China's New Role in the World Economy"**

Yiping Huang, Miaojie Yu

2013 | Routledge | ISBN: 9781135136802

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"Credit, Money, and Aggregate Demand"**

Ben Bernanke, Alan S. Blinder

1988 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w2534

Źródło

[2] **"Financial Fragility and Economic Performance"**

Ben Bernanke, Mark Gertler

1987 | DOI: 10.3386/w2318

Źródło

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

Hyman P. Minsky

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

Źródło

[4] **"Inflation recession and economic policy"**

Hyman P. Minsky

1982

Źródło

[5] **"Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications"**

Hyman P. Minsky

1998 | DOI: 10.2139/ssrn.100888

Źródło

[6] **"Remarks by Governor Laurence H. Meyer Structure, Instability, and the World Economy: Reflections on the Economics of"**

H. Minsky

2013

Źródło

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

Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi, Anil Kashyap

2008 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.98.5.1943

Źródło

[8] **"An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates"**

Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas

2008 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.98.1.358

Źródło

[9] **"Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode"**

Ricardo J. Caballero, Arvind Krishnamurthy

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.2139/ssrn.960520

Źródło

[10] **"International and domestic collateral constraints in a model of emerging market crises"**

Ricardo J. Caballero, Arvind Krishnamurthy

2001 | Journal of Monetary Economics | DOI: 10.1016/s0304-3932(01)00084-8

Źródło

[11] **"The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan"**

Takeo Hoshi, Anil Kashyap, David S. Scharfstein

1990 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(90)90021-q

Źródło

[12] **"Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation"**

Takeo Hoshi, Anil Kashyap

2004 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/089533004773563412

Źródło

[13] **"Will the U.S. bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan"**

Takeo Hoshi, Anil Kashyap

2010 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.02.005

Źródło

[14] "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?"

Anil Kashyap, Jeremy C. Stein

2000 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.90.3.407

Źródło

[15] "Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-taking"

Anil Kashyap, Raghuram G. Rajan, Jeremy C. Stein

2002 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/1540-6261.00415

Źródło

[16] "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence From the Composition of External Finance"

Anil Kashyap, Jeremy C. Stein, David W. Wilcox

1992 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w4015

Źródło

[17] "The Socialist System: The Political Economy of Communism"

János Kornai

1992 | DOI: 10.1093/0198287763.001.0001

Źródło

[18] "Economics of Shortage."

John D. Hey, János Kornai

1982 | The Economic Journal | DOI: 10.2307/2232563

Źródło

[19] "Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems"

János Kornai

1979 | Econometrica | DOI: 10.2307/1914132

Źródło

[20] "What the Change of System From Socialism to Capitalism Does and Does Not Mean"

János Kornai

2000 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.14.1.27

Źródło

[21] "The Theory of Economic Development"

Joseph Alois Schumpeter, Ursula Backhaus

2003 | Routledge eBooks | DOI: 10.4324/9781003146766

Źródło

[22] "The General Theory of Employment, Interest and Money."

Joseph Alois Schumpeter, John Maynard Keynes

1936 | Journal of the American Statistical Association | DOI: 10.2307/2278703

Źródło

[23] "The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle"

Joseph Alois Schumpeter

1934 | SSRN Electronic Journal

Źródło

[24] "The Creative Response in Economic History"

Joseph Alois Schumpeter

1947 | The Journal of Economic History | DOI: 10.1017/s0022050700054279

Źródło

[25] "Fintech Competition and Banks' Shrinking Margins in Brazil"

Rui Xu

2026 | IMF Working Papers | DOI: 10.5089/9798229037075.001

Źródło

[26] "Information and the Change in the Paradigm in Economics"

Joseph E. Stiglitz

2003 | Economics for an Imperfect World | DOI: 10.7551/mitpress/2605.003.0035

Źródło

[27] "Money, Imperfect Information and Economic Fluctuations"

Bruce Greenwald, Joseph Stiglitz

1987 | DOI: 10.3386/w2188

Źródło

[28] "Information and Capital Markets"

Joseph Stiglitz

1981 | DOI: 10.3386/w0678

Źródło

[29] "Imperfect Information, Credit Markets and Unemployment"

Bruce C. Greenwald, Joseph Stiglitz

1986 | DOI: 10.3386/w2093

Źródło

[30] "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information"

Joseph Eugène Stiglitz, Andrew Weiss

1981 | American Economic Review | DOI: 10.7916/d8v12ft1

Źródło

[31] "Human Capital vs. Signalling Explanations of Wages"

Andrew Weiss

1995 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.9.4.133

Źródło

[32] "Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets"

Joseph Eugène Stiglitz, Andrew Weiss

1983 | American Economic Review | DOI: 10.7916/d80k2kjv

Źródło

[33] "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations"

Joseph Eugène Stiglitz, Bruce C. N. Greenwald, Andrew Weiss

1984 | American Economic Review | DOI: 10.7916/d8kd27wr

Źródło

[34] "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

[35] "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

[36] "Economic Reform Now: A Global Manifesto to Rescue our Sinking Economies"

Heiner Flassbeck, Paul J. Davidson, James Kenneth Galbraith, Richard C. Koo, Jayati Ghosh

2013 | Palgrave Macmillan US eBooks | DOI: 10.1057/9781137364074

Źródło

[37] "The World in Balance Sheet Recession: What Post-2008 United States, Europe, and China Can Learn from Japan, 1990–2005"

Richard C. Koo

2012 | CFA Institute Conference Proceedings Quarterly | DOI: 10.2469/cp.v29.n2.6

Źródło

[38] "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"

Irving Fisher

1933 | Econometrica | DOI: 10.2307/1907327

Źródło

[39] "The nature of capital and income"

Irving Fisher

1906 | De Gruyter eBooks | DOI: 10.1515/9783112351369

Źródło

[40] "The Rate of Interest"

Irving Fisher

1907 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[41] "Appreciation and interest"

Irving Fisher

1896

Źródło

[42] **"Agency Costs, Net Worth, And Business Fluctuations"**

Ben Bernanke, Gertler, Mark

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

Źródło

[43] **"Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission"**

Ben Bernanke, Mark L. Gertler

1995 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.9.4.27

Źródło

[44] **"Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations"**

Simon Gilchrist, Egon Zakrajšek

2012 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.102.4.1692

Źródło

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

Mark L. Gertler, Simon Gilchrist

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

Źródło

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

Simon Gilchrist, Vladimir Yankov, Egon Zakrajšek

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

Źródło

[47] **"Monetary policy and asset prices"**

Simon Gilchrist, John Vincent Leahy

2002 | Journal of Monetary Economics | DOI: 10.1016/s0304-3932(01)00093-9

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: 77a1d0a8-8965-4003-ac5e-50ffd774f726