

Rozczarowujące odbicie po COVID-19. Chiny na ścieżce długotrwałego spowolnienia

Maciej Kalwasiński

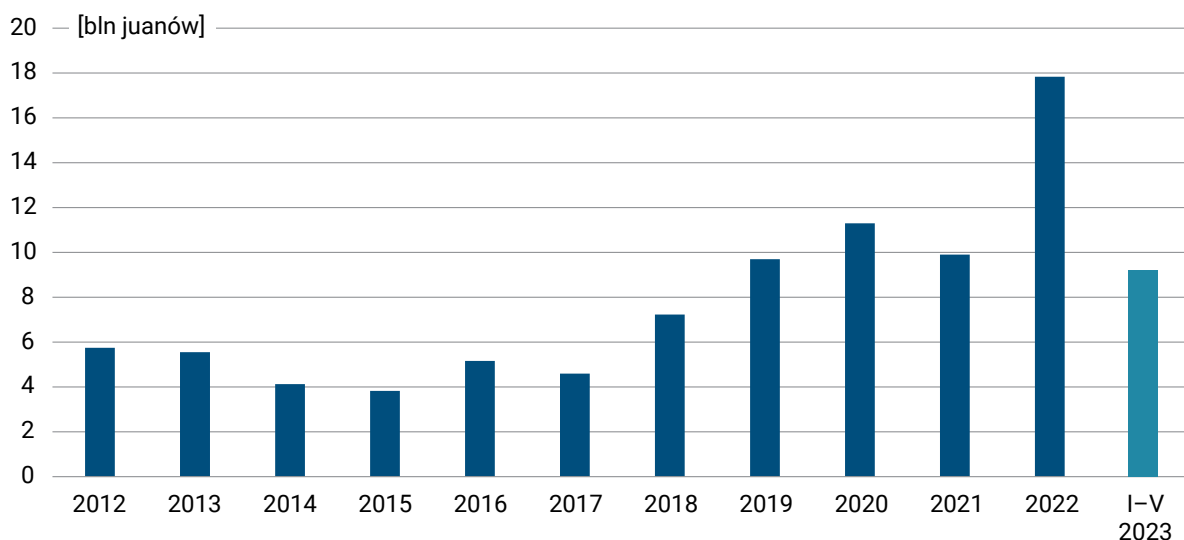
Chińska gospodarka rozpoczęła rok od wyraźnego ożywienia po zniesieniu strategii „zero COVID”, lecz publikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne są wyraźnie gorsze od oczekiwań. Sytuacja budzi niepokój w Pekinie oraz wśród ekonomistów, którzy spodziewali się kontynuacji dynamicznego odbicia. Aby pobudzić aktywność gospodarczą, Ludowy Bank Chin nieznacznie obniżył stopy procentowe. Ponadto w renomowanych mediach zagranicznych pojawiły się informacje o szykowanym przez władze pakiecie stymulacyjnym, którego zasadniczym elementem miałyby być inwestycje infrastrukturalne. Nieco bardziej ekspansywna polityka pieniężna i fiskalna ma wesprzeć wzrost gospodarczy w drugiej połowie roku, jednak skuteczność tych działań będzie ograniczona. Barięą dla większej aktywności pozostaje niski sentyment ekonomiczny gospodarstw domowych i przedsiębiorców. Chińska gospodarka wkroczyła w okres strukturalnego spowolnienia wzrostu, gdyż mierzy się z kumulacją kosztów szybkiej ekspansji gospodarczej w ostatnich dekadach, pogorszeniem nastrojów społecznych i niekorzystnym otoczeniem międzynarodowym. Pole manewru Pekinu w zakresie jej stymulacji zawęża się, a priorytety zmieniają – imperatyw pobudzania PKB ustępuje miejsca bezpieczeństwu ekonomicznemu.

Po gwałtownym i niespodziewanym porzuceniu strategii „zero COVID” oraz okresie pandemicznych zaburzeń funkcjonowania państwa¹ aktywność gospodarcza w ChRL w pierwszych miesiącach tego roku zaczęła rosnąć. Pekin wyznaczył cel wzrostu PKB na 2023 r. zachowawczo – na ok. 5%² – ale faktyczne oczekiwania – zarówno tamtejszych władz, jak i zagranicznych analityków – były wyższe o ok. 1 punkt procentowy. Szczególne nadzieje pokładano w ożywieniu konsumpcji gospodarstw domowych, które w okresie lockdownów zmniejszyły wydatki i inwestycje. Dzięki temu zgromadziły istotne oszczędności (zob. wykres 1), które po zniesieniu ograniczeń mogłyby przeznaczyć na zakupy czy podróże. Taki efekt obserwowano w innych gospodarkach, m.in. w USA.

¹ Zob. M. Bogusz, *ChRL po nagłym porzuceniu strategii „zero COVID”*, OSW, 16.01.2023, osw.waw.pl.

² Należy przy tym brać pod uwagę niską wiarygodność publikowanego przez chiński urząd statystyczny wskaźnika realnego wzrostu PKB. Główna miara kondycji gospodarczej państwa stanowi narzędzie wewnętrznej i zewnętrznej propagandy władz i podlega manipulacjom. Sam wskaźnik ma charakter ilościowy, a nie jakościowy – wyższe odczyty nie są równoznaczne z poprawą sytuacji.

Wykres 1. Wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych w latach 2012–2023 względem stanu na koniec roku poprzedniego



Źródło: dane Ludowego Banku Chin.

Tabela. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne ChRL w kwietniu i maju 2023 roku

Wskaźnik	Odczyt za maj	Konsensus rynkowy	Odczyt za kwiecień
Sprzedaż detaliczna (r/r)	12,7%	13,7%	18,4%
Produkcja przemysłowa (r/r)	3,5%	3,8%	5,6%
Inwestycje w aktywa trwałe (mierzone od początku roku, r/r)	4%	4,5%	4,7%
Stopa bezrobocia	5,2%	-	5,2%
Stopa bezrobocia w grupie wiekowej 16–24 lata	20,8%	-	20,4%
Eksport towarów (r/r)	-7,5%	-0,4%	8,5%
Import towarów (r/r)	-4,5%	-8%	-7,9%
Zagregowane finansowanie gospodarki (w juanach)	1,56 bln	2,0 bln	1,22 bln
Udzielone kredyty (w juanach)	1,36 bln	1,6 bln	0,72 bln
Podaż pieniądza M2 (r/r)	11,6%	12,1%	12,4%
Podaż pieniądza M1 (r/r)	4,7%	-	5,3%
Inflacja konsumencka (CPI)	0,2%	0,2%	0,1%
Inflacja producencka (PPI)	-4,6%	-4,3%	-3,6%

Źródło: dane chińskiego urzędu statystycznego, urzędu celnego ChRL, Ludowego Banku Chin oraz agencji Reutera.

Podstawowe dane makroekonomiczne za kwiecień, a szczególnie za maj okazały się jednak gorsze od tych prognozowanych przez ekspertów³ (zob. tabela). Sprzedaż detaliczna wzrosła co prawda w kwietniu o blisko 20% r/r, a miesiąc później – o ponad 10% r/r, lecz ocenę utrudnia efekt niskiej bazy statystycznej – punktem odniesienia dla tych odczytów jest okres stłumienia aktywności gospodarczej przez liczne lokalne lockdowny w minionym roku. W perspektywie dwuletniej, pozwalającej wyeliminować wpływ tego zaburzenia, sprzedaż rosła w maju już tylko o 2,5% rocznie, czyli najwolniej od grudnia. Analogiczny wzrost produkcji przemysłowej sięgnął w maju 2,1% i był nieznacznie wyższy od kwietniowego (1,3%) – wówczas odnotowano najniższe tempo wzrostu od wybuchu pandemii.

³ Tzw. konsensus rynkowy jest wyznaczany na podstawie ankiet przeprowadzanych wśród analityków przez agencje Reutera i Bloomberg.

Przed 2020 r. w obu sektorach dało się zauważyć wyraźnie wyższe wartości – blisko dwucyfrowe dla sprzedaży detalicznej oraz zazwyczaj przekraczające 5% w produkcji przemysłowej. W maju zarejestrowano też niski poziom inwestycji. Na szczególną uwagę zasługuje dywergencja między firmami państwowymi i niekontrolowanymi bezpośrednio przez władze. Te pierwsze zwiększyły w tym roku nakłady o 8,8%, a drugie – obniżyły je o 0,1%.

Płonne nadzieje na silny pakiet stymulacyjny

Rozczarowujące dane wywołały falę rewizji prognoz dotyczących wzrostu PKB w tym roku (zmieniono je na ok. 5,5%), alarmistycznych artykułów w międzynarodowej prasie, a także apeli do rządzących o wsparcie koniunktury. W czerwcu Ludowy Bank Chin zareagował obniżką stóp procentowych o 10 punktów bazowych. W poczytnych mediach zagranicznych pojawiły się doniesienia, że władze szykują pakiet stymulacyjny, w ramach którego po raz pierwszy od 2020 r. miałyby zostać wyemitowane specjalne obligacje skarbowe o wartości 1 bln juanów (ok. 140 mld dolarów) przeznaczone na sfinansowanie inwestycji infrastrukturalnych. Wśród potencjalnych rozwiązań wskazywano również rozluźnienie regulacji ograniczających możliwość zakupu mieszkań. Oznaczałoby to krok wstecz ze strony Pekinu, który poprzez wprowadzane restrykcje starał się schłodzić rynek nieruchomości, by walczyć z gwałtownymi wzrostami cen.

Dotychczasowa skala luzowania polityki pieniężnej jest niewielka, a głębokich cięć kosztu pieniądza nie należy się spodziewać również w najbliższych miesiącach.

” Rozczarowujące ożywienie gospodarki ChRL oraz jej strukturalne spowolnienie sprzyjają obecnie ograniczaniu globalnej presji inflacyjnej, z którą borykają się inne państwa.

Pole manewru Ludowego Banku Chin ograniczają niski poziom stóp procentowych oraz relatywnie restrykcyjna polityka głównych banków centralnych świata⁴. Przede wszystkim jednak nieznaczne dalsze obniżki stóp nie skłonią Chińczyków do sięgnięcia po nadmiarowe oszczędności zgromadzone w trakcie pandemii ani nie pobudzą popytu na kredyty, ponieważ to nie wysoki koszt pieniądza zniechęca do konsumpcji czy inwestycji. Na drodze do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w ChRL stoi niski sentyment ekonomiczny – brak wiary gospodarstw domowych i przedsiębiorców w lepszą przyszłość oraz ich rosnące obawy przed osobistymi problemami finansowymi⁵. Pekin dysponuje natomiast alternatywnymi wobec standardowych narzędzi polityki pieniężnej kanałami wpływania na podaż kredytu – zaleceniami dla banków oraz kontrolą nad dużymi państwowymi firmami – lecz na razie ich skuteczność pozostaje ograniczona.

W obliczu niewielkiej efektywności luzowania polityki pieniężnej, chcąc pobudzić aktywność gospodarczą, władze muszą zdecydować się na ekspansję fiskalną – wzrost wydatków publicznych. Pozyskanie funduszy na inwestycje infrastrukturalne z emisji specjalnych obligacji skarbowych pozwoli podtrzymać wzrost w drugiej połowie roku, lecz pogłębi przy tym dotychczasowe nierównowagi, gdyż wesprze sektor budowlany, ale nie całą gospodarkę. W ostatnich latach wszystkie istotne programy stymulacyjne realizowane w ChRL były nastawione głównie na pobudzanie aktywności poprzez nakłady na budowę nieruchomości i infrastruktury oraz rozwój przemysłu, co doprowadziło m.in. do zwiększenia zadłużenia i wyżki cen mieszkań oraz przerostu mocy produkcyjnych. Gwałtowny wzrost

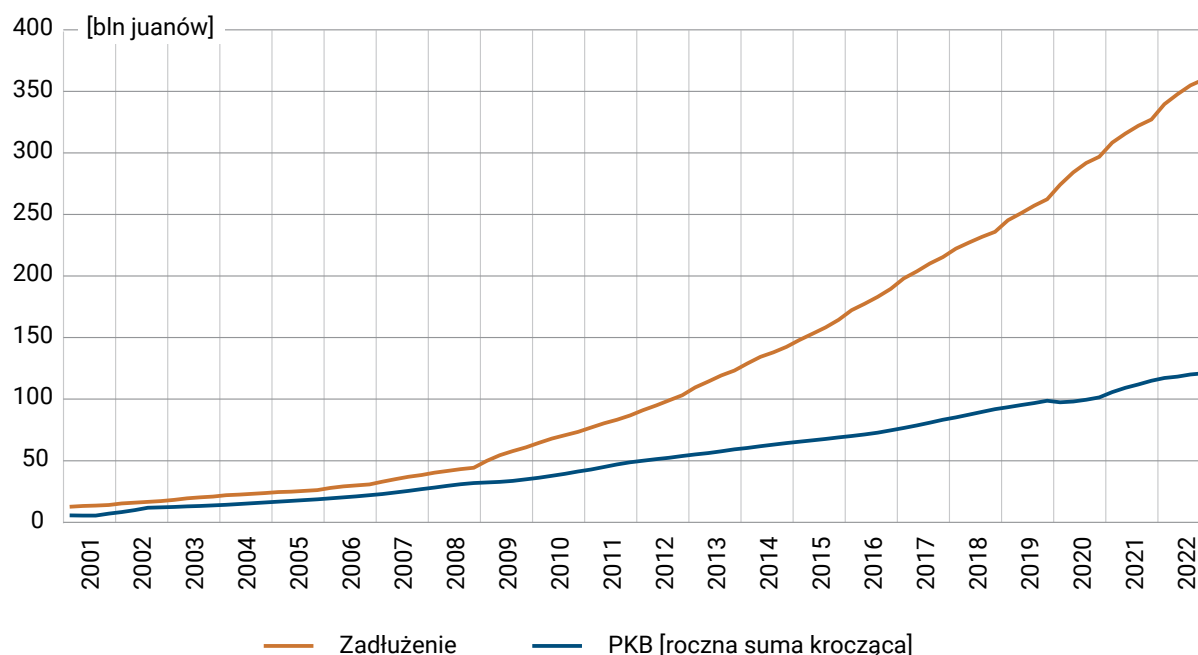
⁴ W czerwcu kurs juana względem dolara wzrósł do najwyższego od siedmiu miesięcy poziomu – ponad 7,2. W porównaniu do szerokiego koszyka walut CFETS chińska waluta jest najsłabsza od kwietnia 2021 r. Jej deprecjacja w krótkim okresie przynosi korzyści gospodarce, ponieważ wspiera konkurencyjność krajowych eksporterów. W dłuższej perspektywie pogłębia jednak problemy strukturalne, gdyż obniża siłę nabywczą konsumentów. Z kolei znaczny spadek wartości waluty może zdestabilizować chiński system finansowy – zachęcać do ucieczki kapitału z ChRL i hamować proces internacjonalizacji juana.

⁵ *Urban Depositor Survey Report (Q2 2023)*, Ludowy Bank Chin, 29.06.2023, pbc.gov.cn/en.

zadłużenia w minionych 15 latach – w przypadku całego sektora niefinansowego⁶ z ok. 140% do przeszło 300% PKB (zob. wykres 2) – oraz żywa pamięć programu realizowanego w latach 2008–2010, który wymknął się spod kontroli Pekinu, schładzają oczekiwania dotyczące silnej ekspansji⁷.

O nieznacznym ożywieniu w chińskiej gospodarce świadczą również bardzo niskie odczyty inflacji. Niemal zerowy wzrost cen konsumpcyjnych (CPI) przy głęboko ujemnej zmianie cen producentów (PPI) wskazuje, że w II kwartale znalazła się ona w deflacji⁸. Spadek cen w gospodarce obniża nominalne dochody i oznacza realny wzrost wartości zadłużenia, co dodatkowo zniechęca do zaciągania nowych zobowiązań.

Wykres 2. PKB oraz zadłużenie sektora niefinansowego ChRL w latach 2001–2022



Źródło: dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych i chińskiego urzędu statystycznego.

Z powodu efektu niskiej bazy roczny wzrost PKB w samym II kwartale istotnie przyspieszy w porównaniu z tym odnotowanym w pierwszych trzech miesiącach (4,5%). W wystąpieniu podczas czerwcowego spotkania na Światowym Forum Ekonomicznym w Tiencin premier Li Qiang zapewnił, że zakładany na ten rok 5-procentowy wzrost uda się osiągnąć. Cel wyznaczony przez władze jest na tyle zachowawczy – m.in. w związku ze wspomnianą niską bazą – że zostanie zrealizowany bez istotnej stymulacji fiskalnej czy monetarnej. Rozczarowujące ożywienie gospodarki ChRL oraz jej strukturalne spowolnienie sprzyjają obecnie ograniczaniu globalnej presji inflacyjnej, z którą borykają się inne państwa. Popyt na surowce zgłaszany przez Chiny jest bowiem słabszy, niż się spodziewano. Sytuacja może jednak ulec zmianie, jeśli Pekin zdecyduje się na silne pobudzenie gospodarki poprzez inwestycje infrastrukturalne w obliczu niesatysfakcjonującego wzrostu konsumpcji, który nie niesie ze sobą równie proinflacyjnego wpływu globalnego.

⁶ W jego skład wchodzi sektor rządowy, przedsiębiorstwa niefinansowe oraz gospodarstwa domowe. Wyliczenia na podstawie danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

⁷ Szczególnie niepokoją: wysokie zadłużenie niektórych władz lokalnych oraz powiązanych z nimi podmiotów (tzw. *local-government financial vehicles*), niejawnie sieci wzajemnych gwarancji kredytowych oraz nieraportowane zobowiązania.

⁸ Powinno to znaleźć odzwierciedlenie w ujemnej wartości deflatora PKB za ten okres.

Coraz mniejsze pole manewru

Mierzące się ze spowalniającym wzrostem władze Chin mają coraz bardziej ograniczone pole manewru, aby ów wzrost wspomagać bez jednoczesnego pogłębiania strukturalnych problemów gospodarki. Z doniesień medialnych wynika, że wartość tegorocznego pakietu stymulacyjnego ma sięgnąć raptem 1 bln juanów (ok. 140 mld dolarów), czyli niespełna 1% PKB. Dla porównania impuls po globalnym kryzysie finansowym, który pomógł ChRL utrzymać wzrost w latach 2008–2012, był wart przeszło 9 bln juanów, tj. blisko 30% ówczesnego PKB⁹.

Pekin wciąż nie decyduje się na istotne pobudzenie rynku nieruchomości – kluczowego sektora gospodarki, odpowiadającego za ok. 25% PKB i ok. 60–70% akty-

wów gospodarstw domowych. Po latach szybkiego wzrostu cen, wspieranego przez silny, spekulacyjny popyt inwestycyjny, ceny mieszkań w dużych miastach osiągnęły tak wysoki poziom, że stały się istotną barierą m.in. dla zwiększania dzietności czy konsumpcji. Dodatkowo niebezpiecznie podniosło się zadłużenie deweloperów. Jak już wspomniano, w 2020 r. Pekin ponownie postanowił schłodzić sektor nieruchomości, ograniczając firmom z branży dostęp do środków finansowych, a potencjalnym nabywcom – możliwość kupna wielu lokali. Zmiana nastawienia władz, a w konsekwencji również mieszkańców Chin doprowadziła do głębokiego obniżenia aktywności w branży¹⁰ oraz widocznego spowolnienia całej gospodarki, a także pogorszenia się nastrojów wśród właścicieli mieszkań. Dlatego od kilku miesięcy rządzący podejmują próby stabilizacji sektora – m.in. zgadzają się na obniżenie obowiązkowych wkładów własnych, wprowadzają ułatwienia w dostępie do funduszy mieszkaniowych oraz częściowo znoszą ograniczenia dotyczące zakupu nieruchomości inwestycyjnych. Mimo to w czerwcu sprzedaż mieszkań przez 100 największych deweloperów spadła względem ubiegłego roku o przeszło 28% – wynika z danych China Real Estate Information Corporation. Pekin stara się pobudzić aktywność, lecz nie godzi się na powrót do szaleństwa zakupowego. Przewodniczący Xi Jinping podkreśla, że „mieszkania służą do życia, a nie spekulacji”. Przewidywane nieznaczne rozluźnienie regulacji ograniczających możliwość zakupu mieszkań nie zmieni nastawienia potencjalnych inwestorów.

W świetle dostępnych informacji Pekin nie planuje wykorzystać bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej do rozwiązania problemu niskiej konsumpcji. Już od blisko 20 lat spożycie w chińskich gospodarstwach domowych utrzymuje się na poziomie poniżej 40% PKB (zob. wykres 3), podczas gdy w Polsce jest to ok. 60%, a w USA – ponad 70%. Gospodarka ChRL jest więc wyjątkowo niezbalansowana – polega w nadzwyczajnym stopniu na inwestycjach, a także eksporcie. Tymczasem ostatnie dane wskazują, że podmioty prywatne ograniczają owe inwestycje, a popyt zagraniczny na towary wytworzone w Chinach – po czterech latach silnych wzrostów – słabnie. Oczekiwane odbicie konsumpcji wewnętrznej po rezygnacji ze strategii „zero COVID” okazało się krótkotrwałe, o czym świadczą m.in. niska sprzedaż detaliczna, rachityczny wzrost cen konsumpcyjnych oraz malejący import. Na pogorszenie nastrojów społecznych wpływają relatywnie wolno rosnące dochody (a w wielu przypadkach nawet ich spadki¹¹), coraz niższe wyceny nieruchomości oraz rekordowe bezrobocie wśród młodych ludzi¹²

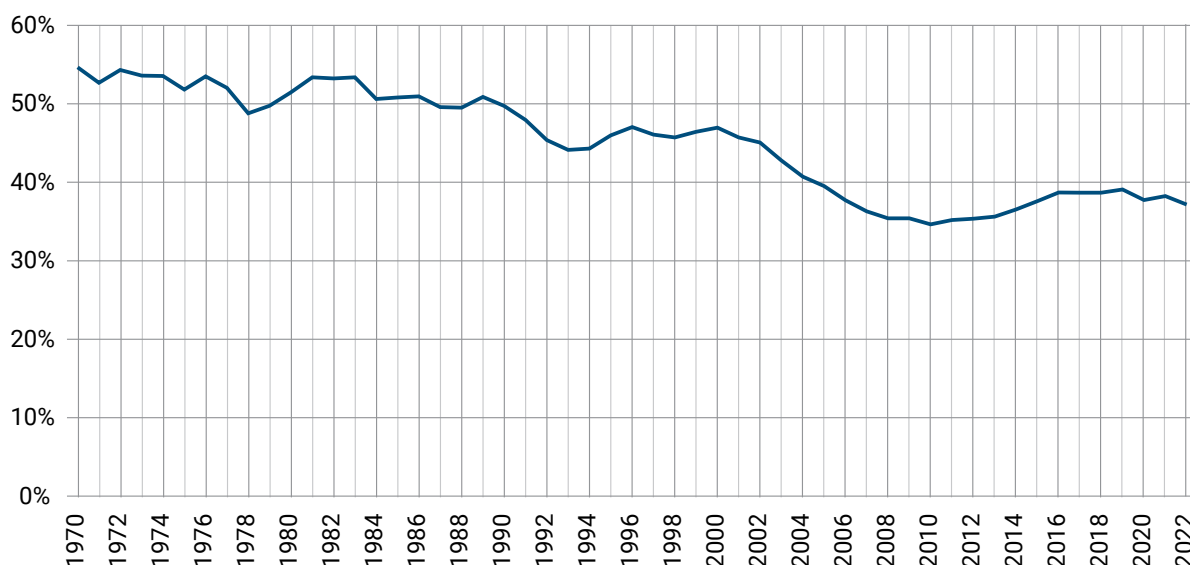
⁹ C. Wong, *The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China*, „OECD Journal on Budgeting” 3/2011, oecd.org.

¹⁰ Zob. J. Jakóbowski, *Bojkot kredytobiorców w Chinach i lokalne kryzysy bankowe*, OSW, 21.07.2022, osw.waw.pl.

¹¹ Na obniżanie wynagrodzeń, a nawet zawieszanie ich wypłat decydują się m.in. borykające się z wysokim zadłużeniem władze lokalne.

¹² W maju stopa bezrobocia w grupie wiekowej 16–24 lata była najwyższa w kilkuletniej historii publikowania danych na ten temat. Informacje wzbudziły tak silny niepokój opinii publicznej, że urząd statystyczny zdecydował się przekazać dane

Wykres 3. Udział wydatków na konsumpcję w gospodarstwach domowych w PKB ChRL w latach 1970–2022



Źródło: dane chińskiego urzędu statystycznego.

Pomimo aktualnych trudności i strukturalnego charakteru problemu konsumpcji nic obecnie nie wskazuje na to, aby władze planowały rozwiązać go poprzez bardziej ekspansywną politykę fiskalną. Pekin mógłby pobudzić konsumpcję, np. reformując system zabezpieczeń społecznych. Brak rozbudowanej publicznej sieci usług publicznych na satysfakcjonującym poziomie powoduje, że Chińczycy muszą oszczędzać istotną część relatywnie niskich dochodów, aby móc przeznaczyć ją na edukację dzieci, ochronę zdrowia czy emeryturę. Poświęcenie znacznego odsetka zasobów na te cele byłoby jednak niezgodne z wizją silnej gospodarki przewodniczącego Xi Jinpinga, publicznie sprzeciwiającego się budowaniu „państwa dobrobytu” na kształt rozwiązań zachodnich, które jego zdaniem „wspierają lenistwo”¹³. Wbrew wieloletnim publicznym deklaracjom władze prawdopodobnie postrzegają konsumpcję jako mniej korzystną niż inwestycje czy produkcja, ponieważ nie prowadzi bezpośrednio do powstania nowych aktywów – namacalnego i trwałego rezultatu wzrostu gospodarczego, świadczącego (niekiedy pozornie) o dobrobycie czy sile państwa. Wskazuje na to m.in. fakt, że poprzednie programy stymulacyjne bezpośrednio nie oddziaływały znacząco na sytuację finansową gospodarstw domowych.

Perspektywy: gospodarka Chin w strukturalnym spowolnieniu

Gospodarka ChRL znajduje się w fazie cyklicznego ożywienia w ramach strukturalnego spowolnienia. Po porzuceniu strategii „zero COVID”, podjęciu działań stabilizujących sytuację na rynku nieruchomości oraz przerwaniu kampanii przeciw sektorom technologii konsumenckich i edukacji z 2021 r. koniunktura uległa tymczasowej poprawie. Nałożenie się na siebie kosztów szybkiej ekspansji gospodarczej w ostatnich dekadach¹⁴, wyczerpywania się efektywności dotychczasowego modelu gospodarczego,

na temat nominalnej skali problemu. Grupa bezrobotnych mających od 16 do 24 lat liczy ponoć ok. 6 mln (33 mln ludzi w tym wieku jest aktywnych zawodowo; w ChRL żyje 96 mln osób w wieku od 16 do 24 lat). Stopa bezrobocia wyliczana przez chińskie biuro statystyczne nie jest bezpośrednio porównywalna z analogicznymi wskaźnikami publikowanymi przez instytucje z państw rozwiniętych, gdyż w ChRL inaczej definiuje się osobę bezrobotną, a statystyki nie uwzględniają m.in. migrantów wewnętrznych, którzy wrócili do domów na wsiach z miast, gdzie wcześniej pracowali. Ponadto media donoszą o licznych przypadkach podpisywania fikcyjnych umów o pracę przez absolwentów, którzy muszą wykazać zatrudnienie, aby otrzymać dyplom ukończenia studiów.

¹³ Full Text: Xi Jinping's Speech on Boosting Common Prosperity, Caixin Global, 19.10.2021, caixinglobal.com.

¹⁴ Wśród głównych kosztów dynamicznego wzrostu gospodarczego ChRL można wymienić m.in.: wysokie zadłużenie, nierównowagę wewnętrzną i zewnętrzną gospodarki, nieefektywną alokację kapitału skutkującą obniżeniem produktywności, bardzo wysokie ceny mieszkań, zanieczyszczenie środowiska oraz niską dietę.

pogorszenia nastrojów społecznych oraz niekorzystnego otoczenia międzynarodowego prowadzi jednak do trwałego spowolnienia wzrostu. Pakiet stymulacyjny w przewidywanym kształcie może tymczasowo nieznacznie pobudzić aktywność, ale ani nie rozwiąże fundamentalnych problemów gospodarki, ani nie doprowadzi do stałego przyspieszenia wzrostu PKB do poziomów wykazywanych w minionej dekadzie. Im dłużej władze ChRL będą odkładały przeprowadzenie niezbędnych reform, tym wyższy będzie ich koszt gospodarczy i społeczny.

Wzrost PKB przestał być głównym celem chińskiej polityki gospodarczej oraz jednym z podstawowych kryteriów awansu w partyjnej hierarchii. Obecnie pierwszorzędne znaczenie ma zagwarantowanie bezpieczeństwa i stabilności ChRL. W obszarze gospodarki oznacza to próby budowania silnej i nowoczesnej bazy przemysłowej zapewniającej samowystarczalność w kluczowych sektorach, które są bądź mogą się stać obiektem sankcji USA. Pekin chce przy tym zachować wpływ na zagranicznych partnerów poprzez utrzymywanie z nimi bliskich związków gospodarczych. Przewodniczący Xi Jinping wprost ogłosił, że Komunistyczna Partia Chin (KPCh) „nie może ślepo dążyć do szybkiego wzrostu bez względu na obiektywne prawa i warunki” oraz musi skoncentrować się na „poprawie jakości wzrostu gospodarczego, promowaniu trwałego i zdrowego rozwoju gospodarczego oraz dążeniu do rzeczywistego, a nie zawyżonego wzrostu PKB”¹⁵. Nie oznacza to jednak, że władze mogą całkowicie zignorować kwestię poziomu aktywności gospodarczej – muszą mieć na uwadze trudną sytuację osób wchodzących na rynek pracy czy relatywnie wolno rosnące dochody mieszkańców. Próba zbalansowania priorytetów rządzących oraz interesów finansowych elity i zwykłych Chińczyków jest dla Pekinu poważnym wyzwaniem. Spadek morale ludności, wywołany pogarszającą się sytuacją i perspektywami gospodarczymi, prowadzi do zmiany strategii KPCh. Miejsce dotychczasowego kontraktu społecznego, zakładającego gwarancję wzrostu dobrobytu w zamian za oddanie całkowitej władzy politycznej w ręce partii, zastępują pobudzanie nastrojów nacjonalistycznych oraz ideologiczna kontrola nad społeczeństwem.

¹⁵ Xi Jinping, *Understanding the New Development Stage, Applying the New Development Philosophy, and Creating a New Development Dynamic*, Qishi Journal, 8.07.2021, en.qstheory.cn.