

## Czy chiński smok wywoła globalny pożar?

- **Rosnące napięcia między Chinami a USA ożywiają obawy o przyszłość chińskiej gospodarki i aktualność scenariusza „miękkiego lądowania”.** Problemy strukturalne gospodarki Państwa Środka, a w szczególności zadłużenie sektora prywatnego i publicznego na szczeblu lokalnym, stanowią jedno z głównych źródeł ryzyka dla globalnej gospodarki. Jednocześnie, niski stopień przejrzystości chińskich finansów i sektora bankowego rodzi nawet obawy o powtórkę scenariusza sprzed 10 lat, gdy upadał Lehman Brothers.
- W raporcie analizujemy główne źródła niestabilności chińskiej gospodarki w kontekście przemian strukturalnych, jakim podlegała ona w ostatnich kilkunastu latach, a także identyfikujemy potencjalne kanały rozprzestrzeniania się ewentualnego kryzysu z Chin na resztę świata.
- Chociaż nie spodziewamy się materializacji scenariusza kryzysowego w Chinach w krótkim okresie (spodziewamy się raczej kontynuacji scenariusza „miękkiego lądowania”), to znaczny wzrost długu sektora prywatnego (w połączeniu z danymi o ograniczonej wiarygodności) budzi nasz niepokój w średniej i długiej perspektywie.
- Kryzys w Chinach dotknąłby w pierwszej kolejności sąsiednie gospodarki azjatyckie, podczas gdy jego wpływ na Europę i Amerykę byłby łagodzony przez pozytywny szok podażowy związany ze spadkiem cen surowców. Wśród europejskich gospodarek wrażliwość Polski na popyt z Chin jest najmniejsza.
- **Kluczowe znaczenie miałyby transmisja potencjalnego chińskiego kryzysu w sektorze finansowym.** Duża niepewność związana z 1) powiązaniem chińskiego sektora finansowego z Hongkongiem oraz 2) brakiem wiarygodnych danych oznacza, że szok wychodzący z chińskiego sektora bankowego mógłby potencjalnie rozlać się na globalny sektor finansowy w skali przypominającej globalny kryzys finansowy sprzed 10 lat.
- **W najbliższej przyszłości chińskie władze muszą zmierzyć się ze spowolnieniem gospodarczym w obliczu dążeń USA do przebudowy systemu globalnego handlu.** Spodziewamy się kolejnych działań stymulacyjnych ze strony Ludowego Banku Chin (obniżenia stopy rezerw obowiązkowych, podwyższenia limitów kredytowych dla banków komercyjnych, wzrostu częstotliwości operacji zasilających rynek w płynność, dalszego osłabiania juana), a także ekspansji fiskalnej (m.in. dalszych obniżek podatków oraz wzrostu wydatków).

### Główny Ekonomista

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl  
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

**Marta Petka-Zagajewska**

Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

**Marcin Czaplicki**

Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

**Urszula Kryńska**

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

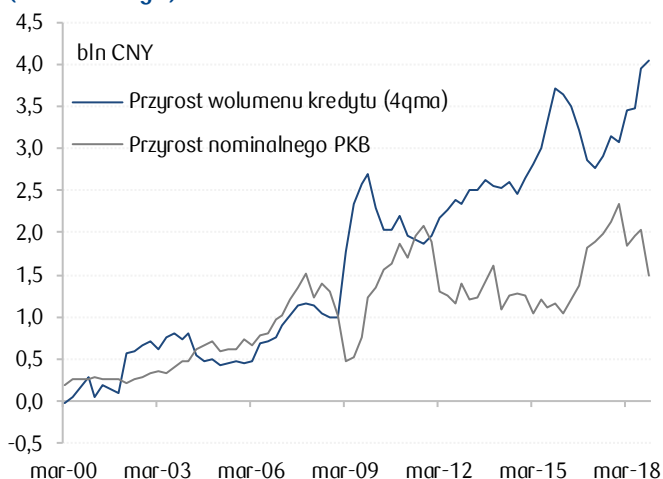
**Michał Rot**

Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

**Mateusz Sosiński**

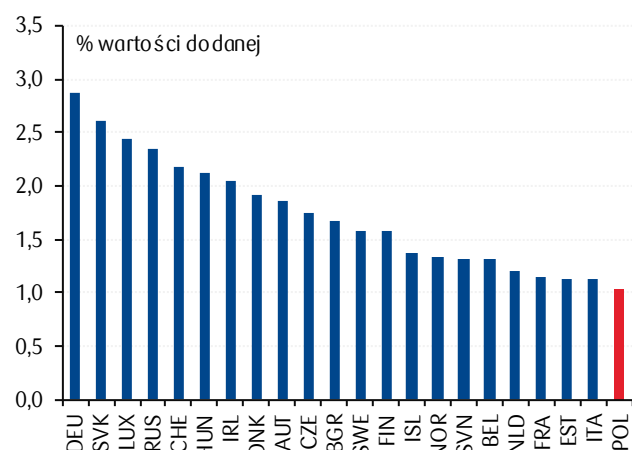
Stażysta  
tel. 22 521 96 08

### 1. Kwartalny przyrost kredytu vs przyrost (nominalnego) PKB



Źródło: Reuters Datastream, OECD, PKO Bank Polski.

### 2. Udział popytu z Chin w PKB krajów europejskich



## 1. Walka o globalną hegemonię

**Rosnące napięcia między Chinami a USA**, które przyczyniły się w ubiegłym roku do gwałtownego wzrostu niepewności co do kondycji gospodarek wschodzących, w szczególności w Azji Południowo-Wschodniej, są wynikiem toczącego się od ponad 20 lat procesu umacniania gospodarczej, politycznej i militarnej pozycji Chin oraz osłabienia roli USA na świecie. **Wraz ze spektakularnie silnym wzrostem PKB zwiększył się apetyt Chin na odgrywanie większej roli w regionalnej oraz światowej gospodarce i (pośrednio) polityce. W tym celu wykorzystują one instrumenty rynkowe oraz nierynkowe.**

Instrumenty rynkowe to głównie 1) zwiększanie inwestycji zagranicznych (w szczególności w gospodarkach rozwijających się, gdzie Chiny inwestują i przejmują kontrolę nad kluczową infrastrukturą, ale także w gospodarkach rozwiniętych, gdzie np. przejmowana jest ziemia, jak w Kanadzie), 2) transfer technologii poprzez przejęcia zagranicznych przedsiębiorstw z gospodarek rozwiniętych, powrót studentów masowo wysyłanych na zagraniczne uniwersytety, a także narzuconą zagranicznym inwestorom formę współpracy w Chinach, 3) wzrost obecności i siły chińskiej diaspory (która kilkaset lat temu decydowała o sile chińskich wpływów w Azji Południowo-Wschodniej), np. na amerykańskim wybrzeżu Pacyfiku, a także 4) realizację programów inwestycyjnych zacieśniających powiązania między Chinami a innymi gospodarkami (projekt Nowego Jedwabnego Szlaku, czy gazociąg Siła Syberii).

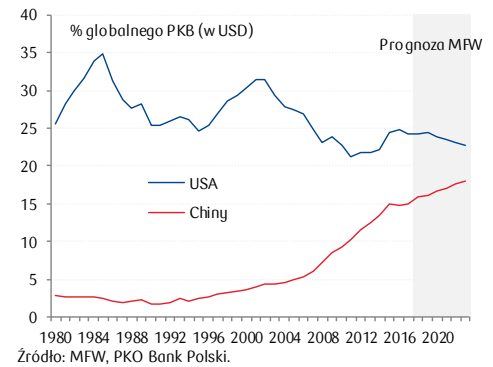
Rozwiązania „nierynkowe” dotyczą w szczególności rosnącej obecności chińskiego wojska na Morzach Wschodnio- i Południowochińskim (w szczególności na sztucznie budowanych wyspach), różnorodnych nacisków wywieranych na Tajwan (i państwa uznające jego państwowość), który dla Pekinu pozostaje zbuntowaną prowincją, oraz na zagraniczne spółki (np. w celu umożliwienia większej cenzury w chińskim Internecie), a także wpływu poprzez wszelkiego rodzaju media na światową opinię publiczną.

**Rosnąca rola Chin w światowej gospodarce stanowi wyzwanie dla USA**, które stopniowo traci pozycję globalnego hegemonu (Wykres 3). Jest to (obok powiększającego się deficytu handlowego USA w relacjach z Chinami jedną z przyczyn zmian nastawienia amerykańskich władz w stosunku do Chin (por. m.in. [wystąpienie](#) vice-prezydenta USA M.Pence’a w Hudson Institute z października 2018) na bardziej konfrontacyjne. Abstrahując od potencjalnych konsekwencji politycznych (w tym militarnych) **zaostrenie relacji handlowych** (nawet w obliczu ostatniego złagodzenia retoryki i wstrzymania podwyżki ceł na towary konsumpcyjne) jest czynnikiem, który utrudni chińskim władzom realizację scenariusza tzw. „miękkiego lądowania”.

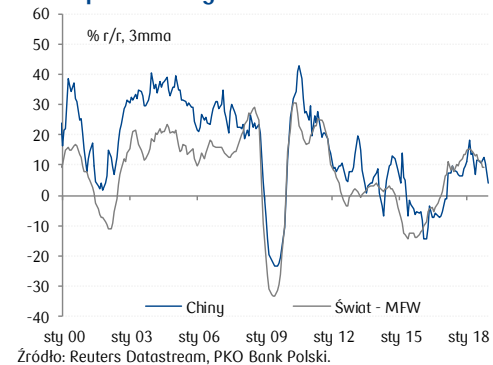
## 2. Wzrost na kruchych podstawach

Sytuacja chińskiej gospodarki przypomina pod wieloma względami to, co się działo z gospodarką Japonii w latach 80-tych. Po globalnym kryzysie finansowym z lat 2007-2009, w Chinach wyczerpał się eksportowy model wzrostu gospodarczego. Gospodarka Chin (podobnie jak Japonii w latach 80-tych) urosła do zbyt dużych rozmiarów, aby możliwa była kontynuacja wzrostu eksportu w tempie ponad 20% (Wykres 4). Wiązało się to również z osłabieniem popytu w gospodarkach rozwiniętych (na skutek pęknięcia bąbla kredytowego i bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów), które przed ostatnim kryzysem stanowiły główny kierunek sprzedaży chińskich produktów.

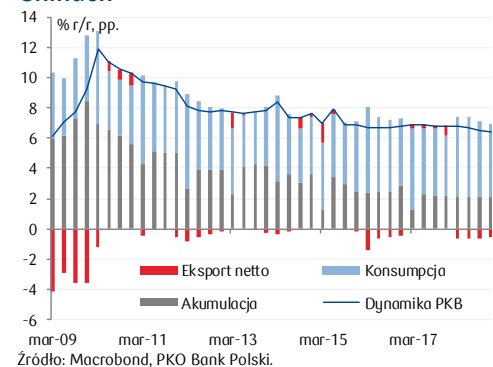
## 3. Udział w globalnym PKB: Chiny vs USA



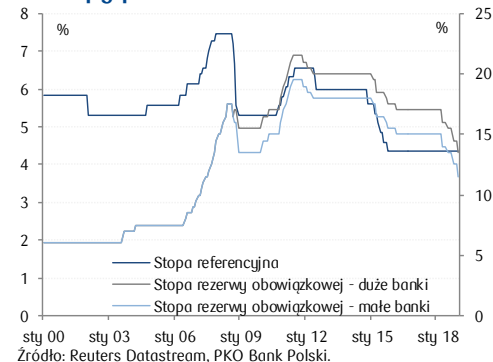
## 4. Eksport: Chiny vs świat



## 5. Dekompozycja wzrostu PKB w Chinach



## 6. Stopy procentowe w Chinach



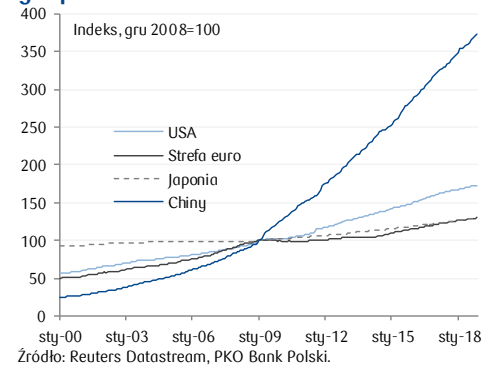
Podobnie jak władze japońskie w latach 80-tych, Komunistyczna Partia Chin musiała szukać nowego motoru napędowego dla gospodarki. Strukturalna słabość konsumpcji wynikająca z bardzo wysokiej stopy oszczędności chińskich gospodarstw domowych (wywołanej m.in. konserwatywną polityką natalistyczną chińskich władz oraz słabym dostępem do systemu zabezpieczenia społecznego po reformie systemu opartego na przedsiębiorstwach państwowych) oznaczała, że rolę motoru wzrostu musiały przejść inwestycje (Wykres 5).

Wzrost inwestycji prywatnych finansowany był przez gwałtowny przyrost akcji kredytowej (Wykres 1). Rosły również inwestycje publiczne. Chiny obrały podobną drogę jak inne gospodarki wschodzące, które po globalnym kryzysie rosły napędzane tanim kredytem (w dużej mierze dolarowym) z zagranicy. W Chinach tani kredyt stanowił głównie pochodną luzowania polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin (Wykres 6), ale [zauważalny](#) był również napływ środków z Hongkongu. Ten ostatni kanał pozostaje wciąż przedmiotem licznych spekulacji, w szczególności dotyczących skali powiązań pomiędzy międzynarodowym systemem finansowym a chińskim sektorem bankowym.

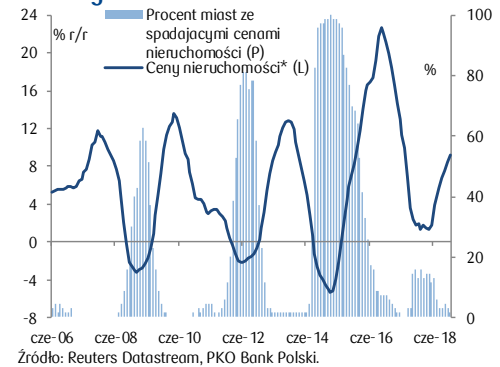
Bardzo silny przyrost kredytu (Wykres 7) pobudził chińską gospodarkę, chroniąc ją przed „twardym lądowaniem”, ale gwałtowny przyrost taniego finansowania doprowadził do powstania baniek spekulacyjnych, m.in. na rynku nieruchomości (Wykres 8). Finansowanie płynące szerokim strumieniem do gospodarki oraz lokalnej administracji było [nieefektywnie wykorzystywane](#) (Wykres 1), często pokrywając bieżące potrzeby wydatkowe [nierentownych przedsiębiorstw](#). Gwałtowny przyrost zadłużenia skłonił chińskie władze (na przełomie 2017/2018) do zacieśnienia polityki pieniężnej oraz podjęcia działań ograniczających dostęp do taniego kredytu.

Jednocześnie, prowadzona od lat 70-tych ubiegłego wieku polityka planowania urodzin (jednego dziecka) doprowadziła w ostatnich latach do wyhamowania przyrostu liczby ludności w wieku produkcyjnym (Wykres 9), co wraz z rozpędzoną gospodarką musiało oznaczać wzrost presji płacowej. Równolegle rosła jednak produktywność pracy, ponieważ: 1) miejsca pracy niewymagające wysokich kwalifikacji były przesuwane do innych gospodarek wschodzących, 2) coraz większy udział w strukturze gospodarki zajmowały usługi (Wykres 10).

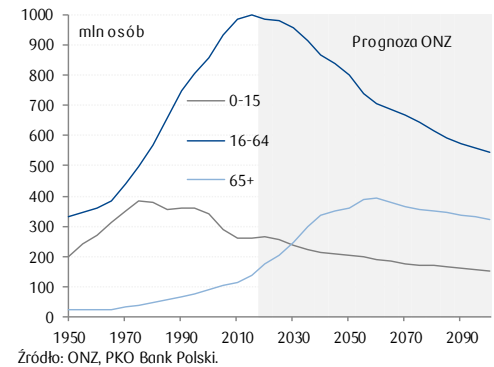
### 7. Podaż pieniądza M3 w największych gospodarkach



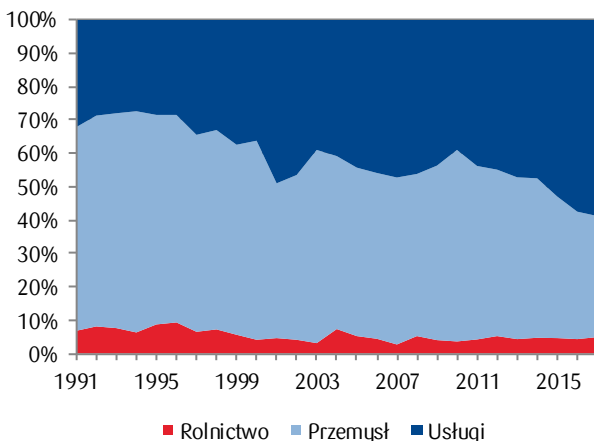
### 8. Ceny nieruchomości w Chinach



### 9. Liczba ludności w Chinach

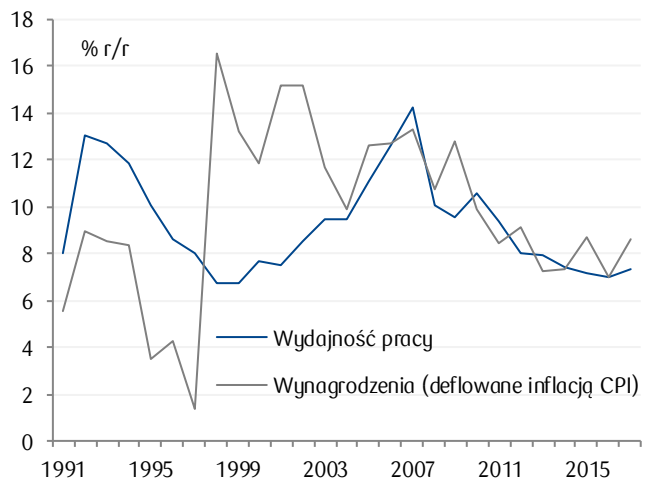


### 10. Struktura PKB w Chinach



Źródło: Macrobond, Conference Board, PKO Bank Polski.

### 11. Wydajność pracy vs dynamika wynagrodzeń



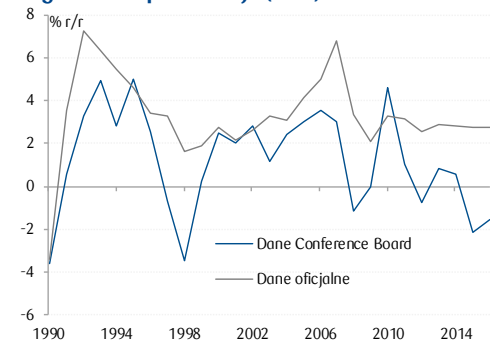
### 3. Dlaczego Chiny są podatne na kryzys?

Boom gospodarczy trwający w ostatnich latach w gospodarkach wschodzących dostarczył na nowo popytu na chińskie towary eksportowe. Pozwoliło to na stabilizację dynamiki PKB oraz dywersyfikację geograficzną kierunków chińskiego eksportu. Wzrost stóp procentowych w USA oraz umocnienie USD doprowadziły jednak do wyhamowania napływu finansowania do gospodarek wschodzących oraz przyczyniły się do pogorszenia nastawienia globalnych inwestorów portfelowych. Zakończyło to trwające w gospodarkach wschodzących boomy kredytowe przekładając się na spadek popytu na chińskie towary. Równolegle USA zaczęły zaostrzać politykę handlową wobec Chin wprowadzając począwszy od czerwca 2018 duży zestaw barier celnych, najpierw na [towary i surowce przemysłowe](#), a później (wrzesień 2018) także na [towary konsumpcyjne](#). W odpowiedzi Chiny wprowadziły cła m.in. na amerykańskie [produkty rolne](#), a później także [samochody osobowe i motocykle](#) oraz [samoloty, komputery i tekstylia](#). Pozycja obu stron jest jednak nierówna, ponieważ Chiny w 2017 wyeksportowały do USA towary za 505 mld USD, podczas gdy w tym samym czasie sprowadziły stamtąd produkty za 130 mld USD.

W obliczu ryzyka osłabienia wzrostu gospodarczego na skutek nowej polityki handlowej USA, Chiny (od 2q18) poluzowały politykę pieniężną (i zwiększyły dostęp do kredytu) oraz osłabiły juana (Wykresy 6, 13, 14), aby w ten sposób wspomóc sektor eksportowy. Poluzowanie dostępu do kredytu przywróciło obawy o stabilność chińskiego sektora finansowego, ponieważ to właśnie tam kryją się główne źródła ryzyka dla przyszłego wzrostu gospodarczego. Jednocześnie jednak pozwala ono na, przynajmniej tymczasową, stabilizację tempa wzrostu popytu wewnętrznego, co oznacza, że po spowolnieniu z przełomu 2018/2019 (skutek zacieśnienia polityki monetarnej rok wcześniej) 2h19 może przynieść umiarkowaną poprawę aktywności gospodarczej (zakładając normalizację relacji handlowych z USA, por. Wykresy 14 i 32).

Pierwszym i największym czynnikiem ryzyka jest bardzo wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego, którego poziom w relacji do PKB (wg oficjalnych danych) sięga 250% i prawie podwoił się od wybuchu globalnego kryzysu finansowego (Wykresy 15-16). Do tak dużego wzrostu przyczynia się w szczególności akcja kredytowa kierowana do sektora przedsiębiorstw niefinansowych (Wykres 17-18). Ekspansja zadłużenia widoczna jest również w sektorze gospodarstw domowych (Wykres 19), gdzie kredyty służyły zakupom

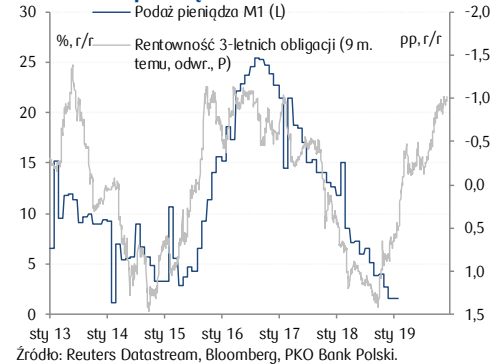
### 12. Wzrost łącznej produktywności czynników produkcji (TFP)



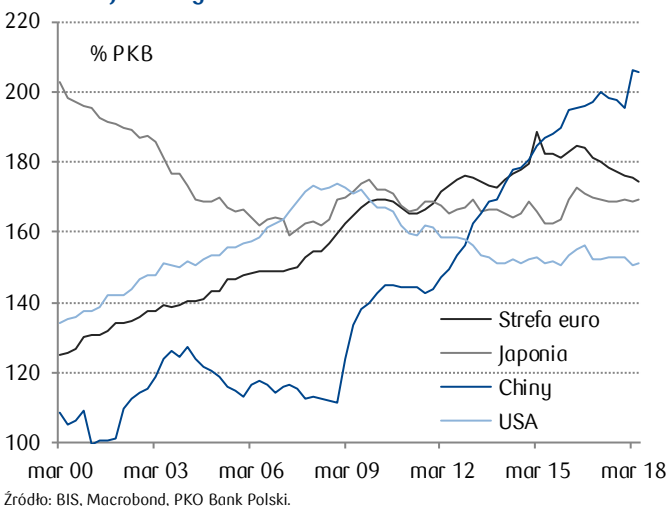
### 13. Kurs juana



### 14. Podaż pieniądza M1 w Chinach

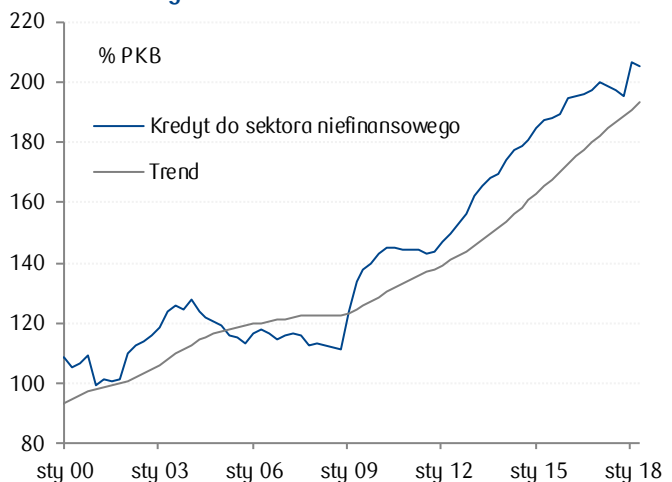


### 15. Relacja kredytu do PKB



Źródło: BIS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### 16. Luka kredytowa w Chinach



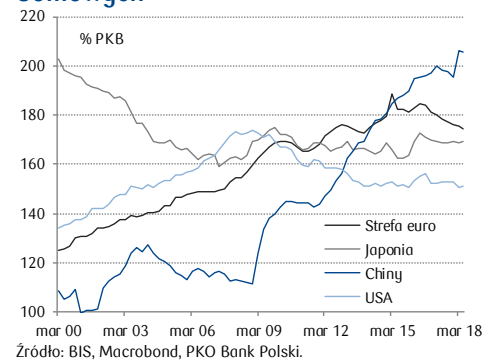
(inwestycyjnym) nieruchomości (spekulacja przeniosła się z wybrzeża w głąb lądu) lub akcji, przyczyniając się do powstania bańki spekulacyjnej na obu rynkach.

Łatwy dostęp do taniego kredytu doprowadził do przeinwestowania, objawiającego się m.in. [setkami tysięcy niezamieszkałych mieszkań](#) (pomimo szerokiej rzeszy Chińczyków, którzy mieszkania nie posiadają, ponieważ nie stać ich na nie) i powstaniem słynnych „[miast duchów](#)”.

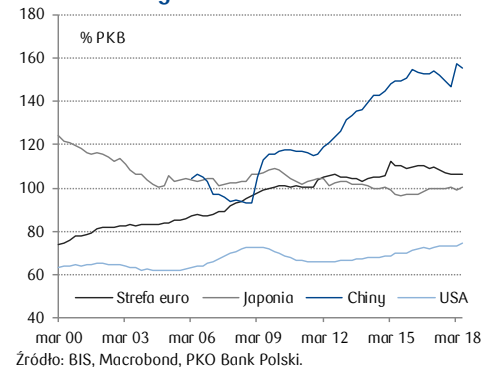
**Ważne dla zrozumienia skali ewentualnego kryzysu, który mógłby wybuchnąć w chińskim sektorze finansowym, jest to, że tak naprawdę nie wiadomo, ile kredytu zostało udzielone** (Wykresy 20-21). W Chinach problem z dostępem do wiarygodnych danych nie jest niczym nowym. W pierwszej dekadzie obecnego wieku międzynarodowe banki kwestionujące dokładność i wiarygodność danych o chińskim PKB tworzyły alternatywne szacunki aktywności gospodarczej w Państwie Środka, bazujące np. na zużyciu prądu. Przykładem takiego wskaźnika jest indeks Li Keqiang, czyli obecnego premiera Chin (Wykresy 22-23). W 2007 roku miał on powiedzieć amerykańskiemu ambasadorowi, że w zarządzanej wówczas przez niego prowincji Liaoning dane są tak niewiarygodne, że zarządził przygotowanie alternatywnej miary aktywności opartej na wolumenie kolejowych przewozów towarowych, zużyciu energii elektrycznej i akcji kredytowej banków (obecnie, ze względu na wzrost udziału usług w strukturze PKB, miary oparte na produkcji przemysłowej i handlu towarami stają się coraz mniej przydatne). Wzrost udziału usług w PKB daje przy tym „większą swobodę” w [kreatywnym posługiwaniu się deflatorem przy szacunkach realnego wzrostu PKB](#).

**Wątpliwości dotyczące skali zadłużenia chińskiego sektora prywatnego są bardzo poważne. Można wymienić przynajmniej trzy potencjalne przejawy niedoszacowania wartości długu:** 1) niewłaściwą klasyfikację części kredytów, np. ok. 2 bln USD jako należności z inwestycji (wg [Wall Street Journal](#)); 2) omijanie regulacji poprzez finansowanie sektora tzw. bankowości równoległej (co do zasady instytucji parabankowych); 3) pożyczki bezpośrednio między przedsiębiorstwami lub wspomniane wcześniej zadłużanie się firm w Hongkongu. Na powyższe nakłada się najważniejszy problem, tj. **zbyt optymistyczna ocena jakości portfela kredytowego**, której emanacją są zaniżone szacunki wolumenu nieobsługiwanych kredytów ([zdaniem agencji ratingowej Fitch](#), nawet 10-krotnie), wg oficjalnych danych stanowią one blisko 2% ogółu udzielonych kredytów.

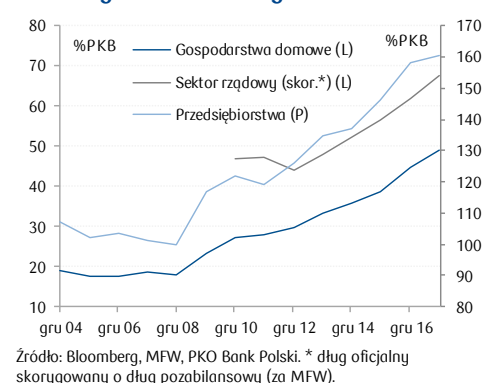
## 17. Kredyty dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych



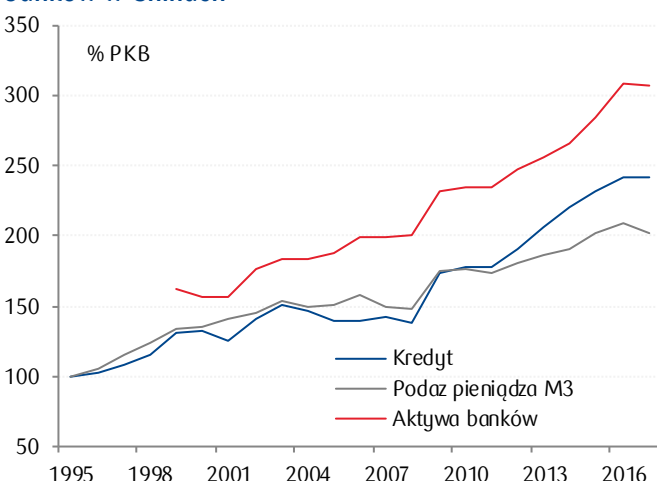
## 18. Kredyty dla przedsiębiorstw niefinansowych



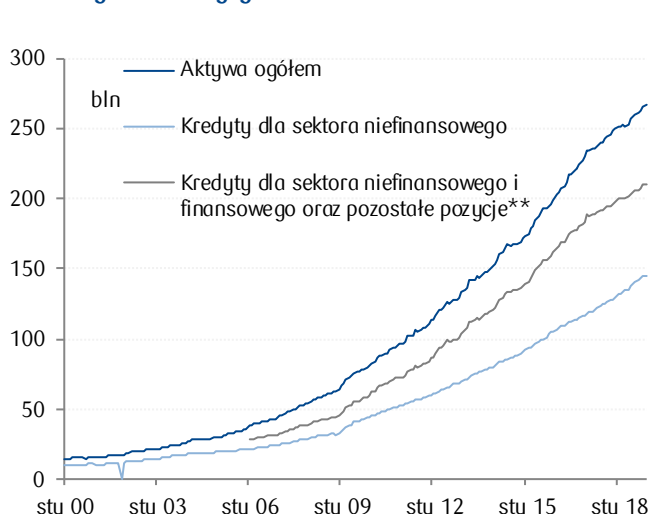
## 19. Dług w Chinach wg sektorów



## 20. Podaż pieniądza vs wolumen kredytów i aktywa banków w Chinach



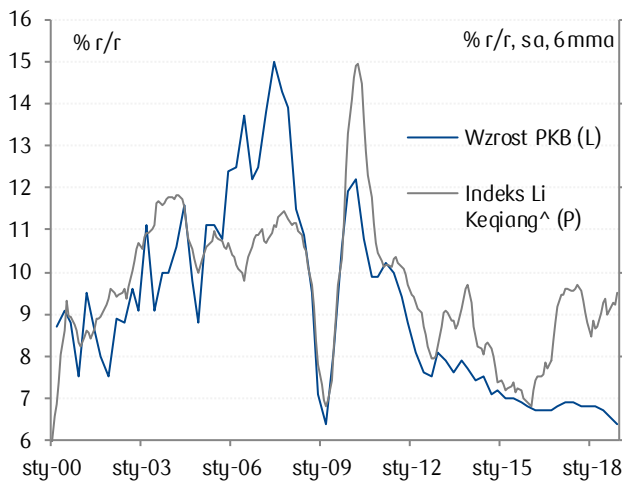
## 21. Aktywa i kredyty chińskich banków



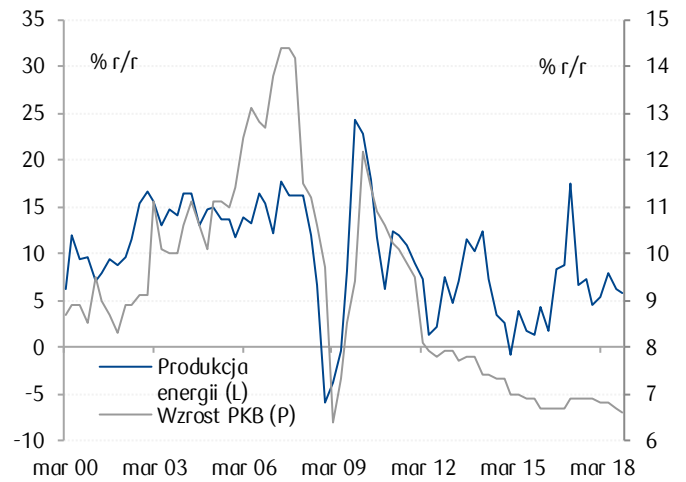
Źródło: Macrobond, Conference Board, PKO Bank Polski. \*\* pozostałe aktywa to aktywa z wyłączeniem kredytu do sektora niefinansowego, rządowego, zagranicy oraz innych instytucji finansowych.



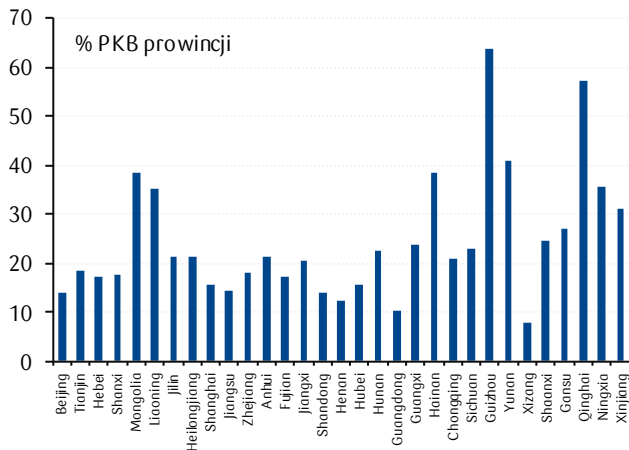
### 22. Wzrost PKB vs indeks Li Keqiang^



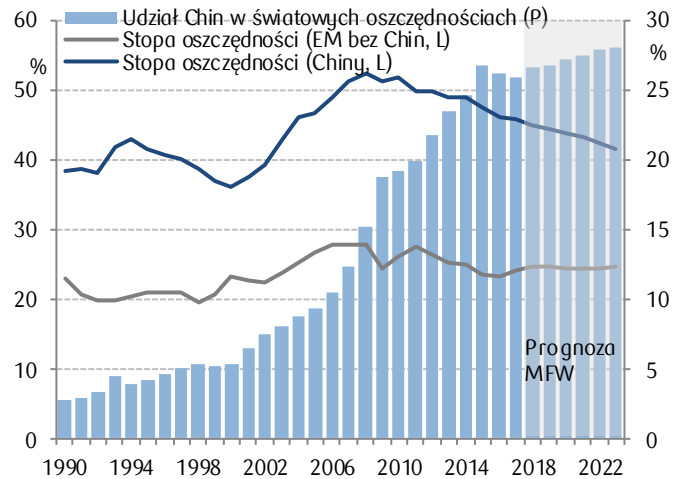
### 23. Wzrost PKB vs produkcja energii



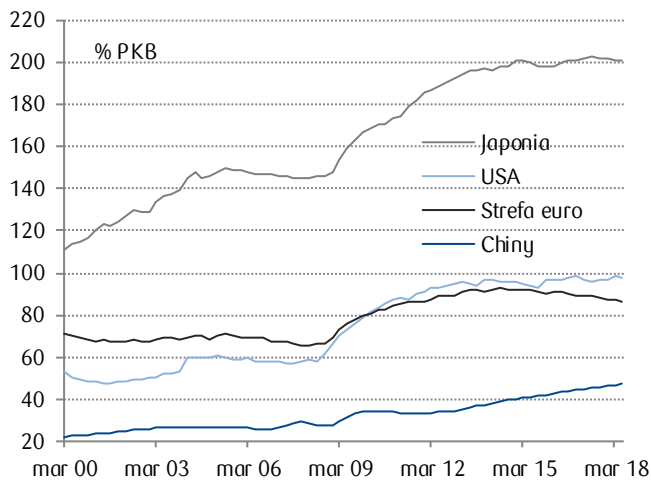
### 24. Zadłużenie chińskich prowincji



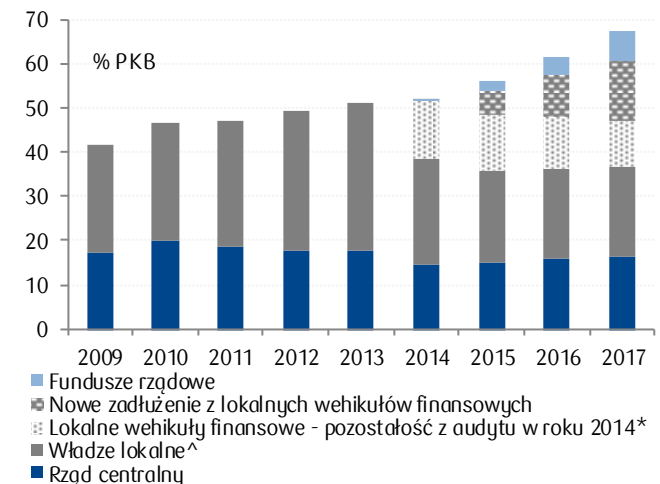
### 25. Oszczędności w Chinach



### 26. Zadłużenie sektora finansów publicznych



### 27. Zadłużenie sektora finansów publicznych w Chinach po korekcie MFW



Źródło: Reuters Datastream, Macrobond, Goldman Sachs, MFW, BIS, PKO Bank Polski. ^ Indeks Li Keqiang (przygotowywany przez The Economist) wykorzystuje wolumen przewozów towarowych (cargo), konsumpcję prądu oraz akcje kredytową banków do projekcji faktycznego wzrostu PKB w Chinach; \* Podobnie jak fundusze rządowe, nie wchodzi w skład zadłużenia sektora finansów publicznych.

Problem nadmiernego wzrostu zadłużenia dotyczy w dużym stopniu lokalnych jednostek administracji państwowej, które korzystają z dostępu do taniego finansowania na szczeblu centralnym, szczególnie popularnego tam, gdzie wzrost gospodarczy nie jest kreowany przez nowe inwestycje zagraniczne. W przypadku niektórych spośród nich (Guizhou, Qinghai) relacja długu do PKB oscyluje wokół 60% PKB tych prowincji, co rodzi obawy o ich wypłacalność (Wykres 24).

Malejąca efektywność nowych inwestycji w połączeniu ze spowolnieniem wzrostu produktywności pracy prowadzi do osłabienia wzrostu gospodarczego, a jednocześnie powoduje, że trudno sprostać rosnącym oczekiwaniom płacowym chińskiego społeczeństwa, tym bardziej, że struktura demograficzna Chin zmierza w kierunku takiej, która charakteryzuje gospodarki rozwinięte (Wykres 9). Rodzi to problemy związane z bardzo wysoką stopą oszczędności (Wykres 25), która podobnie jak duże dochodowe rozwarstwienie społeczeństwa hamuje wzrost konsumpcji prywatnej.

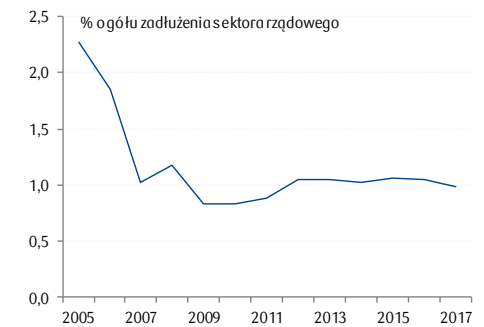
#### 4. Co czyni Chiny odpornymi na wzrost niestabilności?

Mimo wskazanych strukturalnych problemów, chińska gospodarka wydaje się relatywnie bezpieczna w krótkoterminowym horyzoncie czasowym ze względu na liczne bufory, którymi mogą się posłużyć władze w obliczu głębszego spowolnienia aktywności gospodarczej lub problemów sektora finansowego. Po pierwsze, pomimo umiarkowanego wzrostu w ostatnich latach, oficjalna relacja długu publicznego do PKB jest znacznie niższa niż w innych największych gospodarkach świata (aczkolwiek nie uwzględnia niektórych zobowiązań sektora lokalnego, a także długu funduszy rządowych; MFW szacuje, że wraz z nimi dług publiczny Chin wynosiłby blisko 68% PKB, Wykres 27). Po drugie, udział zagranicznego długu w całkowitym zadłużeniu rządu centralnego jest niewielki i wynosi zaledwie ok. 1% (Wykres 28), co przy wysokim poziomie krajowych oszczędności daje dużą przestrzeń do ewentualnej ekspansji polityki fiskalnej. Taką przestrzeń stanowi również wciąż wysoki (ponad 3 bln USD) poziom rezerw walutowych (Wykres 29). Z drugiej strony, pewnym dodatkowym obciążeniem dla rządu (w szczególności w kontekście starzejącego się społeczeństwa) jest ukryty dług emerytalny (szacowany na 40-70% PKB).

Potencjał do obniżenia wysokiej stopy oszczędności tworzy przestrzeń do kontynuacji wzrostu konsumpcji, w szczególności w obliczu bardzo pozytywnych nastrojów Chińczyków (Wykres 30). Wzrost konsumpcji pozwoliłby na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu PKB. Ponadto, stabilizacji chińskiej gospodarki może sprzyjać szereg czynników i mechanizmów, które nie są prawidłowo rozumiane przez zachodnich ekonomistów ze względu na strukturalne różnice gospodarcze, kulturowe i polityczne. Ta ostatnia sfera jest szczególnie istotna dla sytuacji kryzysowych. Pomimo uzasadnionej krytyki, jaką można kierować w stosunku do panującego w Chinach systemu monopartyjnego, w okresie zawirowań zapewnia on (krótkookresową) stabilizację ze względu na ugruntowany system decyzyjny.

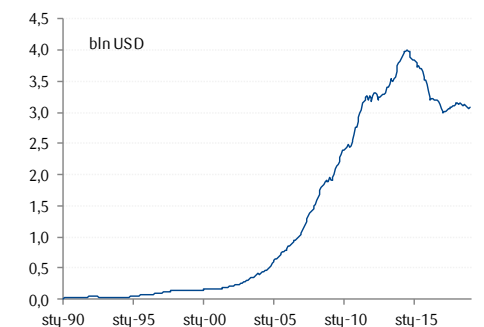
Wskaźniki oraz struktura zadłużenia chińskiej gospodarki w porównaniu z innymi państwami wskazują na wciąż znaczące rezerwy, które w przypadku kryzysu finansowego mogą zostać wykorzystane na łagodzenie i opóźnianie jego ewentualnych skutków społeczno-ekonomicznych (Wykresy 49-59).

### 28. Udział zadłużenia zagranicznego w długi rządu centralnego



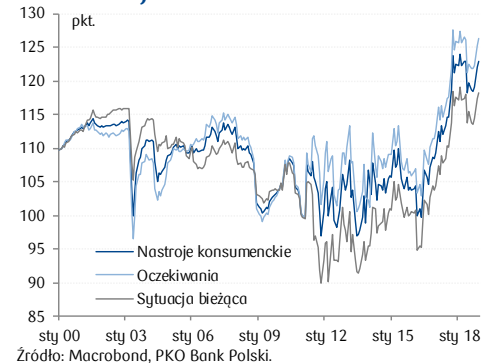
Źródło: MFW, IIF, PKO Bank Polski.

### 29. Rezerwy walutowe Chin



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

### 30. Nastroje konsumentów w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### 5. Kto się przewróci, gdy Chiny się potkną?

Jeżeli kryzysowi w Chinach nie udałoby się zapobiec (a prawdopodobieństwo takiego scenariusza rośnie wraz ze zwiększającą się relacją zadłużenia do PKB), jego skutki mogą być dotkliwe dla globalnych rynków finansowych, przy dużej niepewności co do skali powiązań pomiędzy Chinami, Hongkongiem i resztą świata. Mogłoby to, podobnie jak upadek banku Lehman Brothers, **zagrozić stabilności globalnego systemu finansowego**.

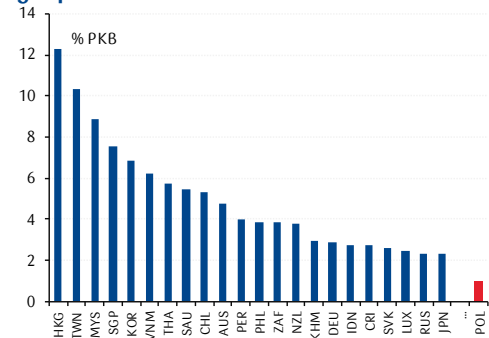
Biorąc pod uwagę powiązania makroekonomiczne, pierwszymi państwami, które odczułyby skutki ew. załamania gospodarczego w Chinach byłyby gospodarki Azji Południowo-Wschodniej (Wykres 31). Wśród państw europejskich największą ekspozycję na Chiny wykazują: Niemcy, Słowacja, Luksemburg, Rosja i Szwajcaria, ale jej skala nie jest duża (maksymalnie 2-3% PKB, Wykres 2). Warto zwrócić uwagę, że mierzona w ten sposób wrażliwość polskiej gospodarki na spadek chińskiego popytu jest najmniejsza w Europie.

Dane o handlu zagranicznym sugerują, że **załamanie aktywności gospodarczej i finansowej w Chinach mogłoby wyrzucić równie mocny wpływ na małe gospodarki z Afryki oraz Oceanii** (Wykresy 32-35), aczkolwiek w tym wypadku brak dostępności danych nie pozwala na przedstawienie precyzyjnych szacunków.

Kolejnym kanałem transmisji ewentualnego kryzysu w Chinach byłyby **bezpośrednie powiązania finansowe**, które w obliczu rosnącej przez wiele lat nadwyżki handlowej Chin nabrały bardzo istotnego znaczenia, a Państwo Środka stało się jednym z kluczowych eksporterów kapitału (Wykresy 36-37). Rodzi to ryzyko powtórzenia się scenariusza z kryzysu azjatyckiego 1997, gdy bezpośrednią przyczyną wybuchu kryzysu było wycofanie kapitałów z gospodarek Azji Południowo-Wschodniej przez banki japońskie (i europejskie).

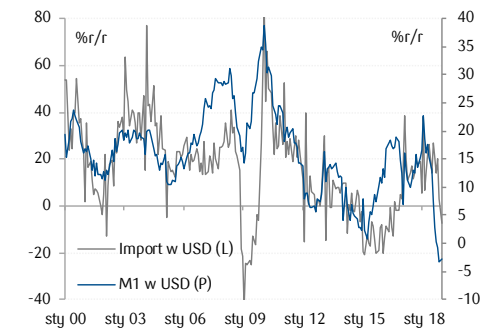
Chiny są również odbiorcą finansowania z zagranicy, w szczególności z Wielkiej Brytanii, USA, Japonii i Tajwanu (Wykresy 38-39). Nie czyni to ich jednak nadmiernie eksponowanymi na odpływ finansowania zagranicznego z uwagi na dominację krajowego zadłużenia w walucie lokalnej. W przypadku Tajwanu i Wielkiej Brytanii (historycznie powiązanej z Hongkongiem i tamtejszym rynkiem finansowym) skala ekspozycji na Chiny osiągnęła jednak poziom, który w razie niewypłacalności Państwa Środka mógłby zagrozić ich systemowi finansowemu.

### 31. Udział popytu z Chin w PKB gospodarek



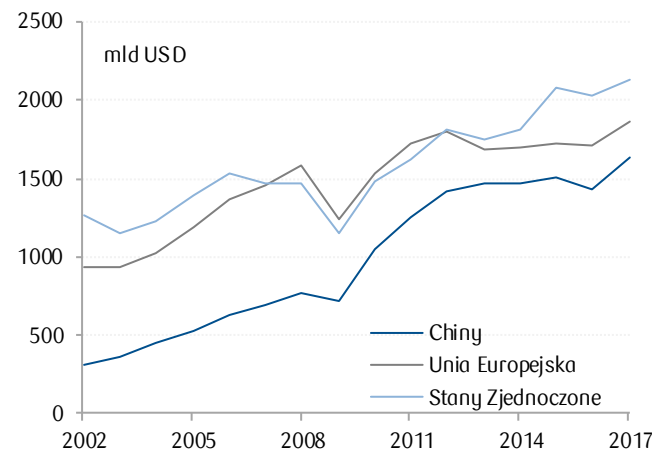
Źródło: OECD, PKO Bank Polski.

### 32. Podaż pieniądza M1 a import Chin



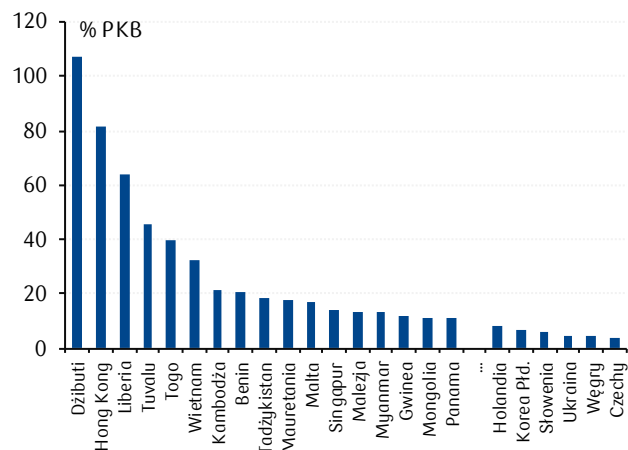
Źródło: Reuters Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

### 33. Import Chin, Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych



Źródło: Eurostat, UNCTAD, PKO Bank Polski.

### 34. Udział importu z Chin w PKB



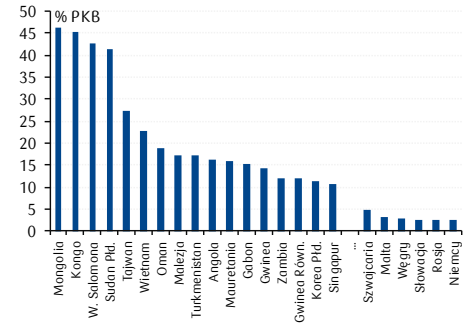


### 6. Jak bardzo chińska choroba może dotknąć Polskę?

Polska jest eksponowana na popyt z Chin w mniejszym stopniu niż przeciętnie europejska gospodarka. W przypadku całkowitego „zamknięcia” chińskiej gospodarki polski PKB skurczyłby się o ok. 1%, biorąc pod uwagę relatywnie niewielki udział Chin (bezpośrednio i pośrednio) w popycie na wartość dodaną tworzoną w polskiej gospodarce. W relacjach handlowych wyróżnia się duża rola Chin jako kierunku, z którego importujemy towary (ok. 9% polskiego importu w 2017 pochodziło z Chin, Wykres 40). Spowolnienie chińskiej gospodarki i związane z tym osłabienie kursu juana zmniejszyłoby koszty importu. Strukturalne problemy chińskich przedsiębiorstw mogą z kolei otworzyć pole do ekspansji dla polskich eksporterów na światowych rynkach. W ramach polskiego eksportu do Chin wyróżniają się natomiast surowce, w tym miedź (Wykres 41). Osłabienie popytu z Chin mogłoby wyraźnie pogorszyć kondycję tego sektora gospodarki. W przypadku handlu usługami, jak i wzajemnych bezpośrednich inwestycji zagranicznych, skala powiązań jest w zasadzie pomijalna (Wykresy 42-45).

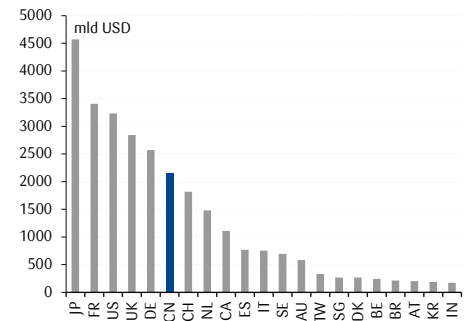
Należy podkreślić, że ze względu na dużą zależność surowcową i energetyczną Chin, oraz wielkość tej gospodarki, (Wykres 46) ewentualne gwałtowne osłabienie wzrostu PKB byłoby tożsame z negatywnym szokiem popytowym na światowym rynku surowców, a tym samym doprowadziłoby do gwałtownego spadku ich cen. Tym samym, szczególnie w przypadku gospodarek importujących surowce (w tym Polski), spadek cen ropy naftowej i innych surowców byłby pozytywnym szokiem podażowym, którego skala mogłaby w niektórych przypadkach zrównoważyć (lub nawet przewyższyć) skutki negatywnego szoku wywołanego utratą popytu z Chin.

### 35. Udział eksportu do Chin w PKB



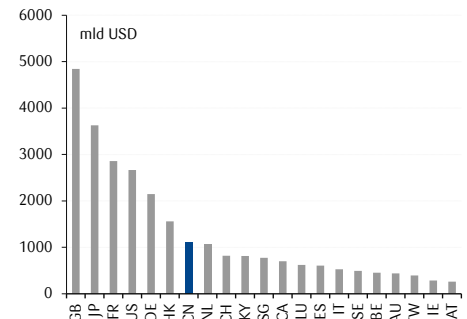
Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

### 36. Należności międzynarodowe instytucji finansowych (wg państwa rezydencji spółki matki, 3q18)



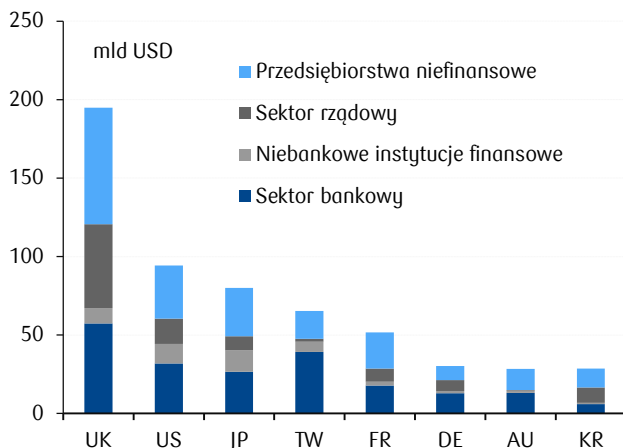
Źródło: BIS, PKO Bank Polski.

### 37. Należności międzynarodowe instytucji finansowych (wg państwa rezydencji spółki raportującej, 3q18)



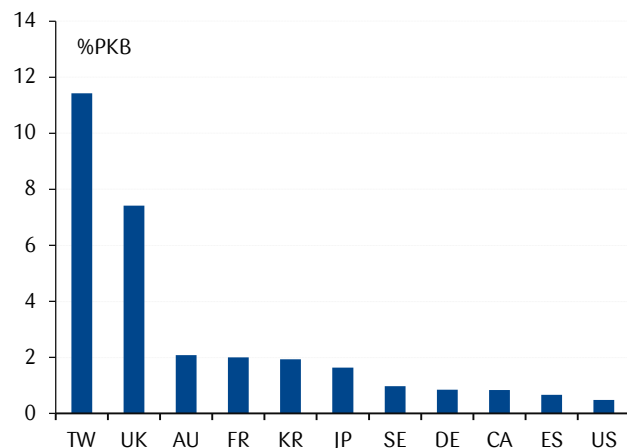
Źródło: BIS, PKO Bank Polski.

### 38. Ekspozycja kredytowa krajów na Chiny z podziałem sektorowym (3q18)

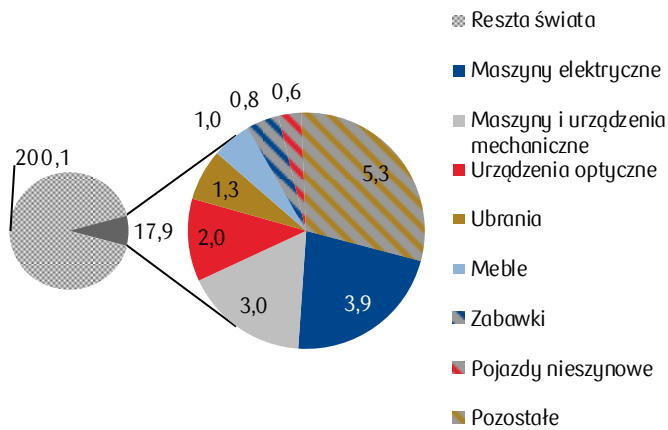


Źródło: BIS, PKO Bank Polski.

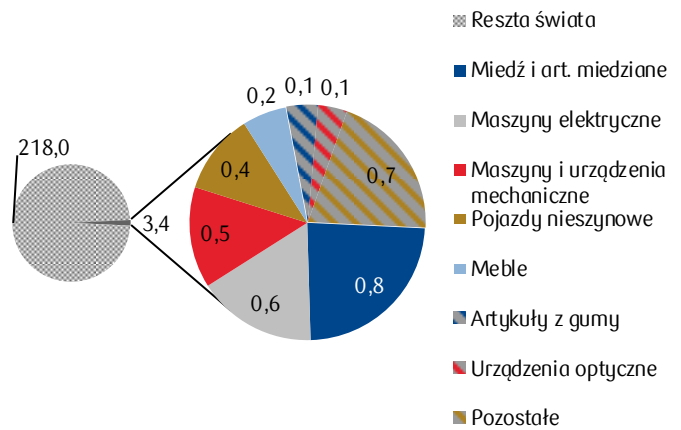
### 39. Ekspozycja kredytowa krajów na Chiny w stosunku do wielkości gospodarki (3q18)



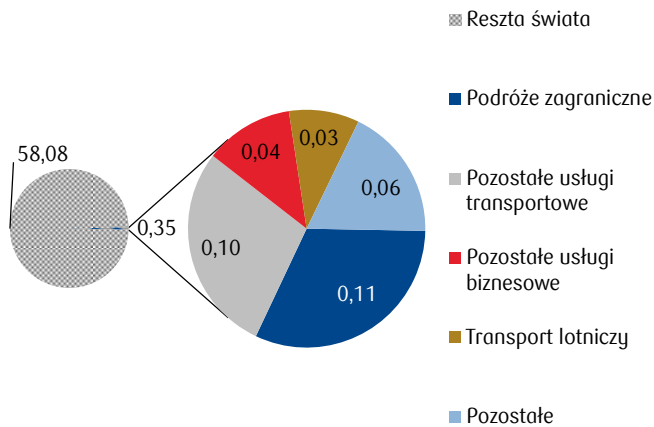
40. Struktura eksportu Chin do Polski w 2017 (mld USD)



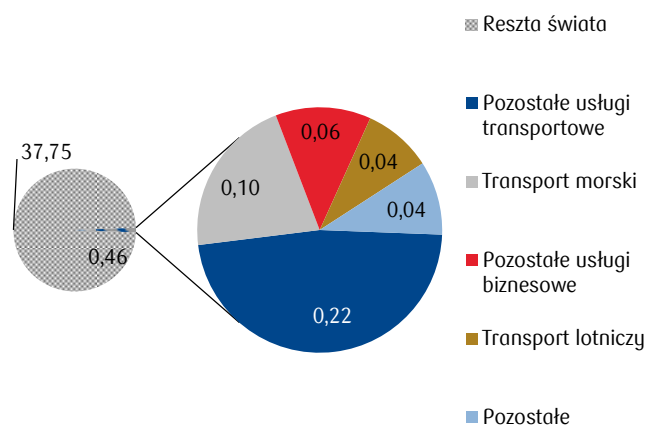
41. Struktura importu Chin z Polski w 2017 (mld USD)



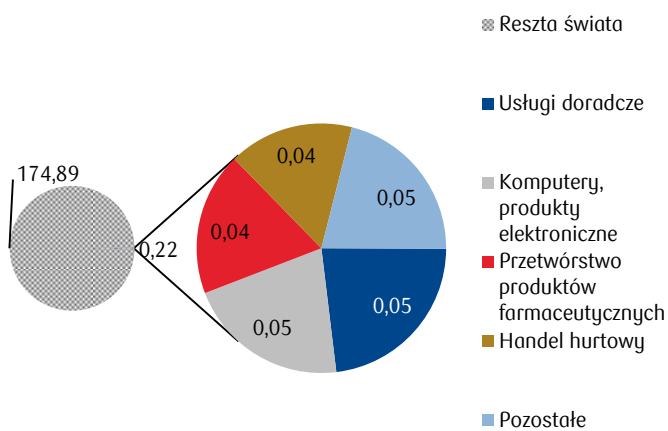
42. Struktura importu usług przez Chiny z Polski w 2017 (mld USD)



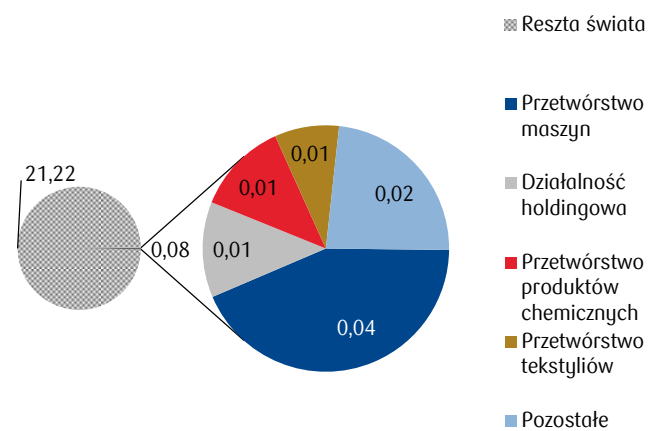
43. Struktura eksportu usług z Chin do Polski w 2017 (mld USD)



44. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne do Polski z rozbiem inwestycji z Chin w 2015 (stan, mld USD)

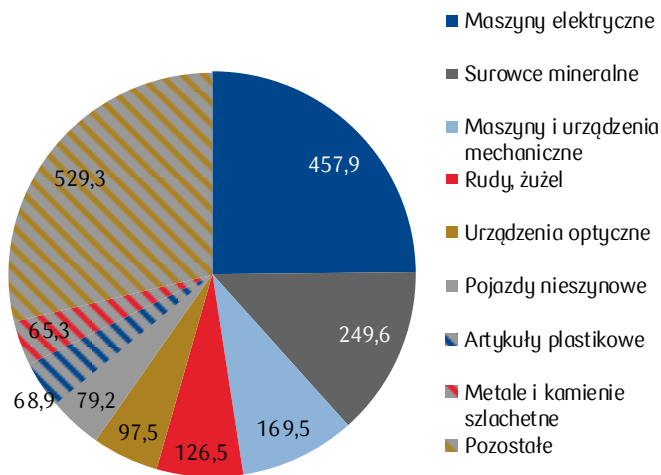


45. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne z Polski z rozbiem inwestycji do Chin w 2015 (stan, mld USD)

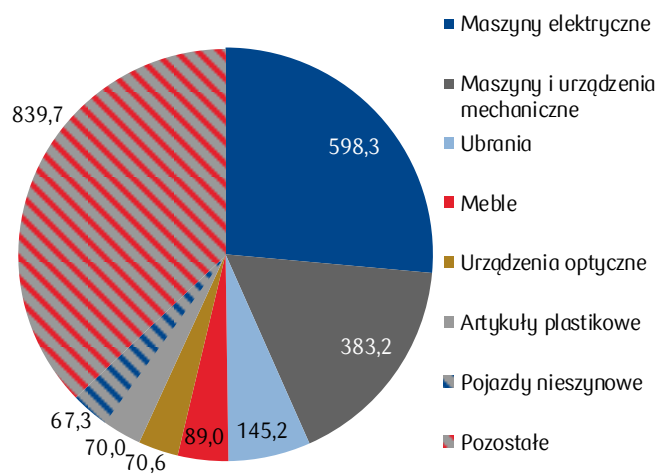


Źródło: Eurostat, UNCTAD, PKO Bank Polski.

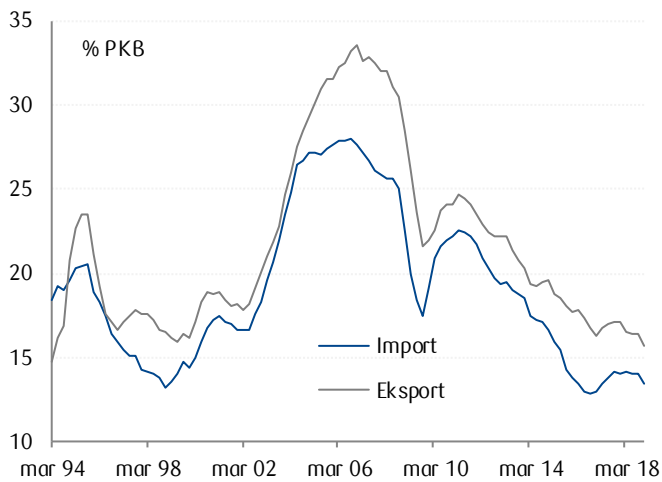
46. Struktura importu Chin w 2017 (mld USD)



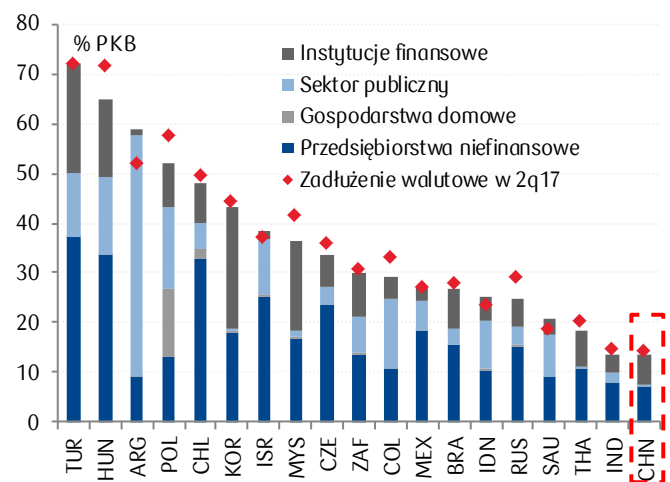
47. Struktura eksportu Chin w 2017 (mld USD)



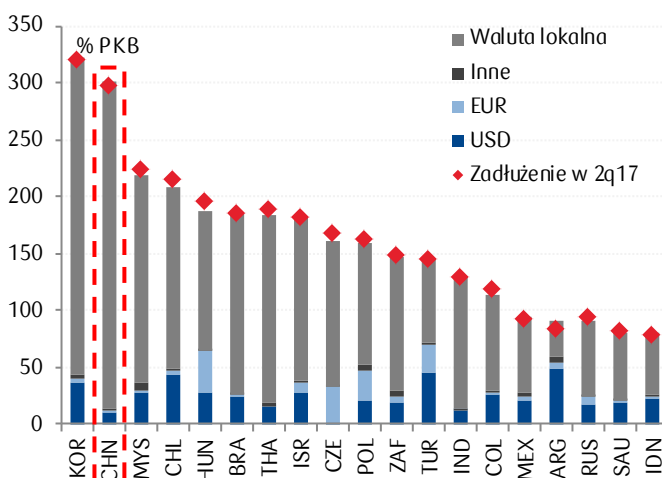
48. Handel zagraniczny Chin (% PKB)



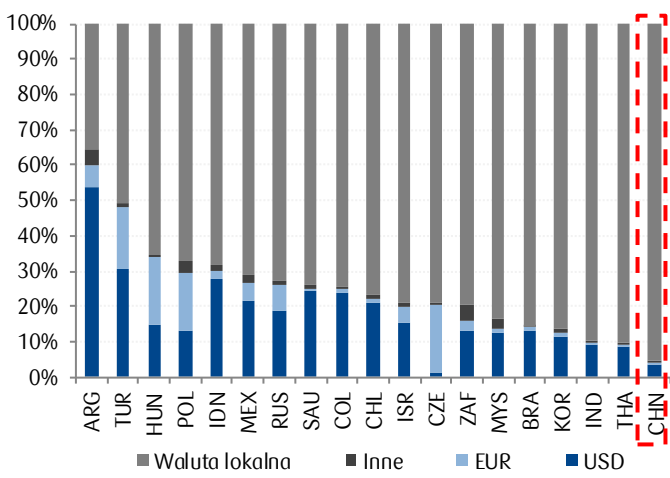
49. Dekompozycja zadłużenia walutowego gospodarek wschodzących (2q18)



50. Zadłużenie wybranych gospodarek (2q18)

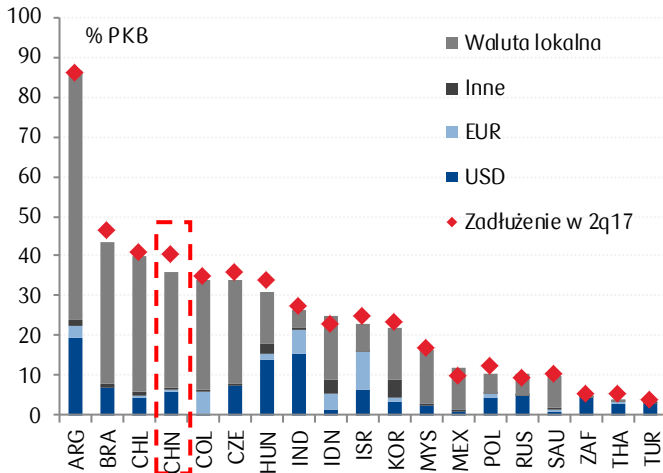


51. Struktura walutowa zadłużenia wybranych gospodarek (2q18)

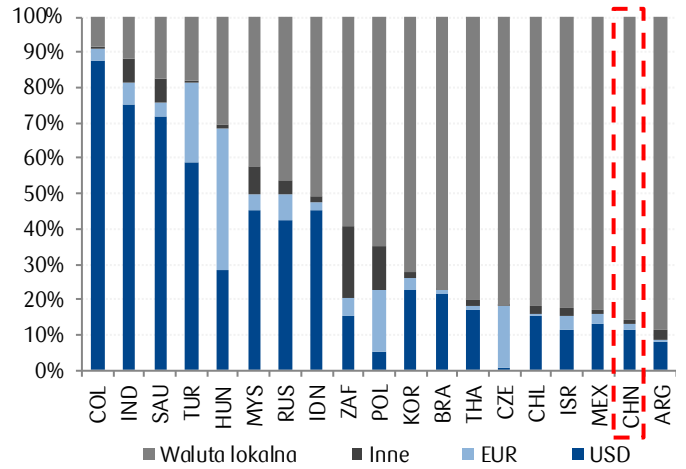


Źródło: UNCTAD, IIF, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

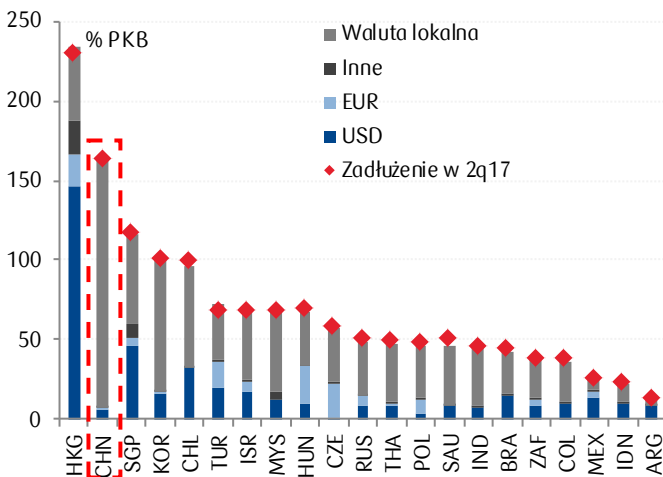
52. Zadłużenie instytucji finansowych w wybranych gospodarkach (2q18)



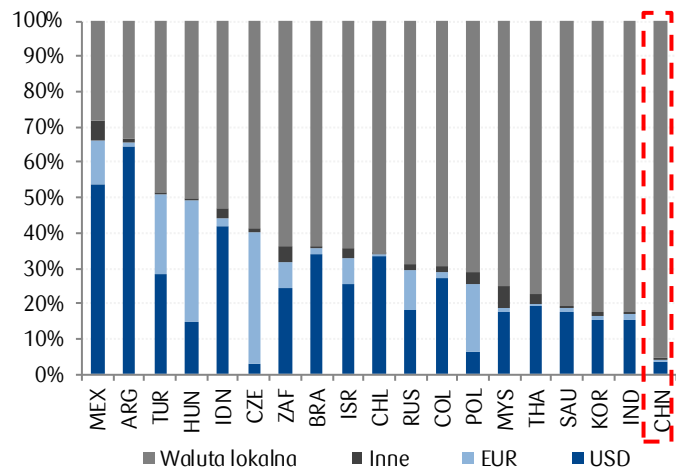
53. Struktura wal. zadłużenia instytucji finansowych (2q18)



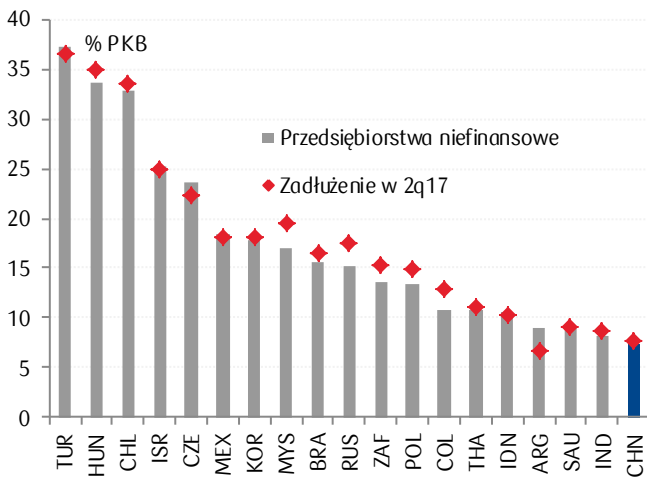
54. Zadłużenie przedsiębiorstw (2q18)



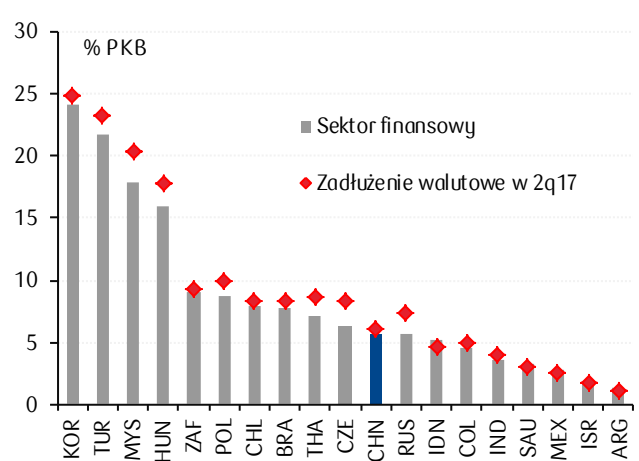
55. Struktura wal. zadłużenia sektora przedsiębiorstw (2q18)



56. Zadłużenie walutowe przedsiębiorstw niefinansowych w gospodarkach wschodzących (2q18)

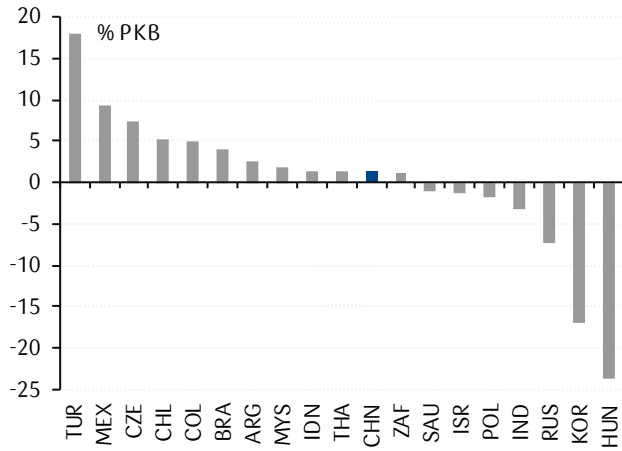


57. Zadłużenie walutowe sektora finansowego w gospodarkach wschodzących (2q18)

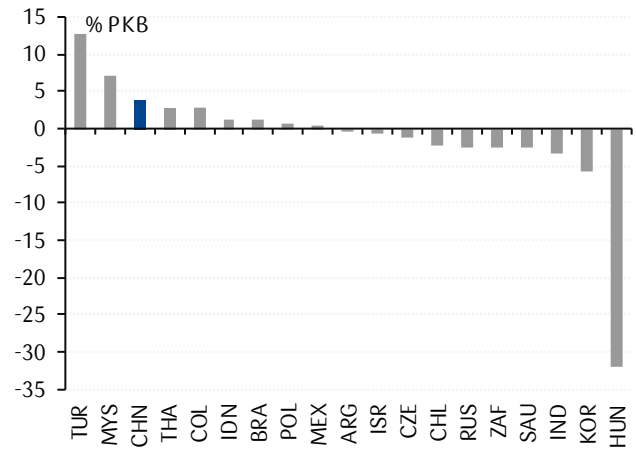


Źródło: UNCTAD, PKO Bank Polski.

58. Zmiana zadłużenia walutowego przedsiębiorstw niefinansowych od 4q08 do 2q18



59. Zmiana zadłużenia walutowego sektora finansowego od 4q08 do 2q18



Stosunki gospodarcze między Polską i Chinami w 2017 r.

	Ogółem	UE	Chiny
Udział popytu w wartości dodanej Polski (%)*	--	19,9	1,0
Eksport dóbr z Polski (mld USD)	221,3	175,0	3,4
Import dóbr do Polski (mld USD)	218,0	128,3	17,9
Eksport usług z Polski (mld USD)	53,7	40,3	0,3
Import usług do Polski (mld USD)	38,2	30,2	0,5
BIZ w Polsce (mld USD)	238,5	220,0	0,2
Udział w BIZ w Polsce (stan w %)	--	92,3	0,001
Polskie inwestycje zagraniczne (mld USD)	29,9	20,7	0,1
Udział w polskich inwestycjach zagranicznych (stan w %)		69,2	0,3
Napływ BIZ do Polski (mld USD)	9,2	7,7	0,06
Napływ polskich inwestycji do Chin (mld USD)	2,8	1,5	-0,01

\* 2016

Źródło: UNCTAD, GUS, NBP, Eurostat, PKO Bank Polski.



## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: (22) 521 80 84  
f: (22) 521 88 87  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

(22) 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska

[marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl)

(22) 521 67 97

dr Marcin Czaplicki

[marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl)

(22) 521 54 50

Urszula Kryńska

[urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl)

(22) 521 51 32

dr Michał Rot

[michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl)

(22) 580 34 22

Mateusz Sosiński

[mateusz.sosinski2@pkobp.pl](mailto:mateusz.sosinski2@pkobp.pl)

(22) 521 96 08

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl)

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek

[agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl)

(22) 521 81 22

Mariusz Dziwulski

[mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl)

(22) 521 81 88

Piotr Krzysztofik

[piotr.krzysztofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzysztofik@pkobp.pl)

(22) 521 81 25

Katarzyna Piętka-Kosińska

[katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl)

(22) 521 65 15

Filip Romanowski

[filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl)

(22) 521 87 39

Anna Senderowicz

[anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl)

(22) 521 81 24

dr Wanda Urbanska

[wanda.urbanska@pkobp.pl](mailto:wanda.urbanska@pkobp.pl)

(22) 521 81 23

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

[marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl)

(22) 521 72 24

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.