

Dług, giełda i przedsiębiorstwa państwowe Źródła chaosu na chińskich rynkach finansowych

Jakub Jakóbowski

Szeroko zakrojony rządowy program stymulacji gospodarki pozwolił Chinom na utrzymanie wysokiego wzrostu gospodarczego po globalnym kryzysie finansowym 2008 roku. Sukces ten okupiony został jednak szeregiem negatywnych zjawisk gospodarczych, których konsekwencje są dziś głównym wyzwaniem dla chińskich władz. Ogromny program inwestycji w infrastrukturę, budownictwo i środki trwałe, będący głównym źródłem wzrostu gospodarczego w ostatnich latach, spowodował skokowy wzrost zadłużenia Chin, ze 158% PKB w roku 2007 do 282% w 2014. Obok odpowiedzialnych za wdrażanie programu władz lokalnych znaczny ciężar polityki stymulacji poniósł chiński sektor przedsiębiorstw państwowych. Zmniejszyło to jego rentowność, zwiększyło zadłużenie i uwyatdatniło istniejące problemy w zarządzaniu.

Zaproponowana w 2013 roku przez nowe kierownictwo Xi Jinpinga „reforma mieszanej własności” miała odpowiedzieć na te wyzwania, w tym polepszyć kondycję finansową sektora przedsiębiorstw państwowych poprzez restrukturyzację i sprzedaż mniejszościowych udziałów w spółkach. Do realizacji tego planu, zakładającego zwiększenie roli inwestorów prywatnych, chińskie kierownictwo potrzebowało rozwiniętych i odpowiednio głębokich rynków kapitałowych. Z tym łączyć można rządową kampanię promowania inwestycji na giełdzie, która zapoczątkowała w połowie 2014 roku boom na chińskim rynku akcji, zakończony po roku serią spadków i wprowadzeniem ścisłej administracyjnej kontroli nad chińskimi giełdami.

Rządowe zaangażowanie, a także stosunkowo niski poziom rozwoju chińskich rynków kapitałowych i niedoskonałości w ich regulacji doprowadziły do uzależnienia nastrojów inwestorów od obserwacji działań państwa, a także dominacji krótkoterminowych strategii spekulacyjnych. Obecnie wahania kursów giełdowych zależne są od posunięć rządu, a nie fundamentalnych czynników gospodarczych. Wyjściem z tej sytuacji jest pogłębienie reformy rynków kapitałowych – do tego czasu restrukturyzacja przedsiębiorstw państwowych poprzez sprzedaż mniejszościowych udziałów pozostanie ograniczona. Nawet duże zasoby finansowe, dające chińskiemu rządowi czas na wdrożenie reform, są ograniczone – z tego punktu widzenia rok 2016 wydaje się kluczowy z perspektywy chińskiego programu reform i utrzymania stabilnego rozwoju gospodarczego.

Dług przedsiębiorstw państwowych

Główny ciężar wdrożonego przez Pekin po 2008 roku pakietu stymulacyjnego przejęły władze chińskich prowincji. Ponieważ głównym kryterium ich oceny pozostawał wówczas

wzrost PKB, rozpoczęły one szeroko zakrojony program stymulacji gospodarki, podnosząc znacznie wydatki na infrastrukturę transportową, budownictwo i środki trwałe. Z uwagi na istniejące od roku 1994 oficjalne limity zadłużenia dla lokalnych rządów, do zwiększe-

nia wydatków zastosowano mechanizmy pozabudżetowe¹, w szczególności inwestycje w kontrolowanych przez lokalne władze przedsiębiorstwach oraz tworzenie tzw. lokalnych wehikułów finansowych (LGFV)², używanych do pozyskiwania dodatkowych środków. Przesłanki polityczne spowodowały również zwiększenie wydatków państwowych koncernów, zarządzanych przez rząd centralny³. Nadzwyczajne wydatki związane ze stymulowaniem gospodarki, których ciężar spadł w dużej mierze na chiński sektor przedsiębiorstw państwowych, finansowane były przede wszystkim poprzez masową akcję kredytową. Tuż przed kryzysem, w 2007 roku, stosunek długu do kapitału własnego w przedsiębiorstwach państwowych wyniósł ok. 140%, podczas gdy do 2013 roku wskaźnik ten wzrósł do ok. 200%⁴. Według McKinsey Global Institute, w latach 2007–2014 stosunek długu do PKB wzrósł w Chinach z 158% do 282%, a zobowiązania w sektorze przedsiębiorstw wzrosły z ok. 3,4 bln USD do 12,5 bln USD, osiągając 125% chińskiego PKB. Eksperti Chińskiej Akademii Nauk Społecznych wskazują, że przy utrzymaniu obecnego tempa zadłużania się w 2020 roku wskaźnik ten może wynieść aż 200% PKB.

Wywierany przez władze nacisk na pobudzenie krótkofalowego wzrostu sprawił, że pozyskane poprzez zwiększanie długu fundusze przeznaczone były często na niskiej jakości projekty inwestycyjne, niekiedy z pominięciem rachun-

ku ekonomicznego. Inwestycje w rozbudowę mocy produkcyjnych doprowadziły do znacznej nadpodaży w części branż, a wydatki na infrastrukturę rozciągnęły też w czasie zwroty poniesionych nakładów, co podkopało stabilność finansową państwowych podmiotów i doprowadziło do znacznego spadku ich rentowności⁵.

Chiński wzrost gospodarczy po 2007 roku był oparty w dużej mierze na masowej akcji kredytowej, skierowanej do przedsiębiorstw państwowych i lokalnych rządów.

W realiach spadającej dynamiki wzrostu chińskiego PKB, wynikającego z restrukturyzacji gospodarki i wyhamowania sektora budowlanego, część tracących rentowność państwowych spółek – w tym w szczególności związanych z sektorem wydobywczym i budowlanym – stanęło w obliczu niewypłacalności. Brak politycznego przyzwolenia na likwidację nierentownych przedsiębiorstw doprowadził do powstania szeregu tzw. firm zombie, utrzymujących się wyłącznie dzięki zwiększaniu długu. Remedium na drastyczne pogorszenie kondycji finansowej chińskich przedsiębiorstw państwowych miała stać się tzw. reforma mieszanej własności (混合所有制改, *mixed ownership reform*), ogłoszona w listopadzie 2013 roku przez główne ciało planistyczne, Narodową Radę Rozwoju i Reform. Miała ona zwiększyć rolę sił rynkowych poprzez sprzedaż części aktywów prywatnym inwestorom, przy jednoczesnym pozostawieniu w rękach państwa pakietów kontrolnych w spółkach. Mieszana własność ma wpłynąć pozytywnie na jakość nadzoru korporacyjnego i zwiększyć efektywność zarzą-

¹ Według MFW, gdyby uwzględnić tę kategorię wydatków przy wyliczaniu deficytu chińskiego budżetu centralnego, wyniósłby on w 2009 roku 15% (oficjalnie było to 2,8%), a w 2012 roku 10% (oficjalnie 1,5%).

² LGFV uznawane są za „tykającą bombę” chińskiego systemu finansowego, z wysoko oprocentowanym zadłużeniem szacowanym na ok. 3,8 bln USD. W 2015 roku rząd centralny rozpoczął restrukturyzację długu poprzez zamianę zaciągniętych kredytów na długoterminowe obligacje przy zaangażowaniu państwowych banków.

³ Spośród ok. 150 000 chińskich przedsiębiorstw państwowych ok. 1/3 to spółki zależne od ok. 100 konglomeratów kontrolowanych przez rząd centralny (według szacunków Deutsche Banku) – reszta należy do lokalnych władz na szczeblu prowincji i miast.

⁴ W sektorze prywatnym wskaźnik ten spadł we wskazanym okresie z ok. 140% do ok. 115%.

⁵ W roku 2007 wskaźnik rentowności aktywów sektora przemysłowego pozostawał na zbliżonym poziomie dla firm państwowych, jak i prywatnych – odpowiednio 7% i 8%. W roku 2013 wskaźnik dla przedsiębiorstw państwowych wyniósł już tylko 4,5%, ponad dwa razy mniej niż dla firm prywatnych.

dzania, nie pozbawiając państwa roli głównego aktora w gospodarce. Istotnym elementem jest też skoncentrowanie państwowego kapitału w branżach strategicznych i dostarczających usługi dla ludności, a także restrukturyzacja i skupienie własności w profesjonalnie zarządzanych holdingach. Docelowo państwo ma się wycofać z najbardziej konkurencyjnych rynków, m.in. sprzedaży detalicznej, hotelarstwa, budownictwa czy nisko zaawansowanej wytwórczości, w których działa ok. 60% państwowych spółek.

Otwarcie na bodźce rynkowe oraz przekazanie części własności prywatnym inwestorom ma zwiększyć jakość zarządzania i efektywność przedsiębiorstw państwowych.

Sprzedaż części aktywów w skali zapowiadanej przez rząd miała się wiązać z napływem znaczących środków finansowych do przedsiębiorstw państwowych, dając szansę na poprawę kondycji finansowej sektora i redukcję zadłużenia. Oznaczałoby to również znaczne odciążenie lokalnych rządów, do których należy większość przedsiębiorstw państwowych⁶. Do końca 2014 roku 20 chińskich prowincji przedstawiło swoje plany wdrożenia zmian⁷. Szacuje się, że aktywa lokalnych władz w samych tylko branżach niestrategicznych, wyznaczone do wyprzedazy w pierwszej kolejności, warte są nawet 7 bln USD⁸.

⁶ Władze lokalne kontrolują co prawda większość przedsiębiorstw państwowych, jednak te generują jedynie ok. 40% przychodów całego sektora państwowego (2015).

⁷ Dla przykładu władze prowincji Guangdong zadeklarowały otwarcie na kapitał prywatny 80% przedsiębiorstw państwowych do 2020 roku.

⁸ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-05-05/china-provinces-eye-sales-from-7-trillion-asset-holdings>

Rządowa gra z rynkiem

Reforma mieszanej własności zakładała kilka metod sprzedaży państwowych aktywów, m.in. współdzielenie kosztów infrastruktury w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego, sprzedaż udziałów inwestorom instytucjonalnym czy wykupy menedżerskie. Jednak kluczem do zapewnienia dostatecznie szerokiego finansowania dla przedsiębiorstw państwowych, otwierającego jednocześnie drogę do zahamowania wzrostu zadłużenia, jest istnienie głębokiego i płynnego rynku akcji. Dodatkowe emisje czy wprowadzenie państwowych firm na giełdę dają dostęp szerokiemu gronu lokalnych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych i detalicznych, przy zachowaniu pakietów kontrolnych przez państwowe holdingi. Na atrakcyjność tego modelu finansowania wpływa też sygnalizowana przez część prywatnych przedsiębiorców niechęć do obejmowania udziałów w firmach państwowych bez uzyskania wpływu na ich decyzje biznesowe⁹, a także wysoki potencjał korupcji przy wykupach menedżerskich. Stanowisko rządu wobec giełdy omówiono w artykule „Rynki kapitałowe staną się głównym frontem reformy mieszanej własności”¹⁰, opublikowany we wrześniu 2014 roku na łamach głównej gazety ekonomicznej Komunistycznej Partii Chin *Jingji Ribao*. Giełda nazwana została w nim idealną platformą wdrażania reformy, a wprowadzenie dużej liczby państwowych firm na rynek akcji przedstawione zostało jako katalizator jego rozwoju.

W połowie 2015 roku restrukturyzacja sektora państwowego zdawała się wkraczać w decydującą fazę. Na etapie finalizacji znalazły się wyznaczone przez zarządzające państwowymi spółkami SASAC projekty pilotażowe. Wielkie państwowe holdingi, jak naftowy SINOPEC

⁹ W tym tonie wypowiedział się m.in. Wang Jianlin, właściciel jednego z największych chińskich prywatnych konglomeratów Wanda Group.

¹⁰ <http://www.sasac.gov.cn/n86302/n86361/n86396/c1595595/content.html>

i finansowy CITIC zaczęły przesuwać część aktywów do notowanych na giełdzie w Hongkongu spółek. W czerwcu 2015 roku na giełdę w Szanghaju wszedł jeden z dwóch gigantów z branży energetyki nuklearnej, CNNC; dodatkową emisję akcji przeprowadził państwowy Merchants Bank of China. 16 czerwca 2015 roku na szanghajskej giełdzie doszło do największej od 2010 roku publicznej oferty akcji (IPO) – równowartość 4,8 mld USD pozyskał największy pod względem przychodów, należący do państwa chiński broker Guotai Junan Securities Co. Wedle niektórych szacunków, w trakcie boomu państwowym spółkom udało się pozyskać około 100 mld USD¹¹.

Pobudzenie giełdy otworzyło możliwość oddłużenia sektora przedsiębiorstw państwowych przy jednoczesnym zachowaniu rządowej kontroli nad gospodarką.

W kluczowej roli giełdy w procesie reform należy upatrywać głównej przyczyny¹² rozpoczętej w połowie 2014 roku rządowej kampanii medialnej, mającej na celu zwiększenie liczby inwestorów oraz powiększenie wycen spółek notowanych na giełdach w Shenzhen i Szanghaju. Entuzjastyczny wydzwitek publikowanych przez rządowe media artykułów, zachwalających korzyści z inwestowania na giełdzie, a także rozluźnienie regulacji dotyczących liczby posiadanych rachunków maklerskich i kupowania akcji na kredyt, doprowadziły do ogólnonarodowej gorączki giełdowej. Kluczową

¹¹ <http://www.economonitor.com/blog/2015/11/chinas-stock-market-crash-part-1-communist-shares/>

¹² Chiński rząd liczył także na to, że zwiększone wyceny akcji sprawią, iż drobni inwestorzy poczują się zamożni, a to będzie stymulować konsumpcję. Giełda zapewnia również alternatywną metodę finansowania „nowej gospodarki” – innowacyjnym przedsiębiorstwom i start-upom, których dostęp do kredytów z państwowych banków jest znacznie ograniczony.

rolę w boomie odegrał stosunkowo niski poziom rozwoju chińskiego rynku kapitałowego – oprócz oferujących administracyjnie zaniżone oprocentowanie rachunków bankowych Chińczycy mają niewielkie możliwości inwestowania swoich oszczędności, co zwiększa atrakcyjność giełdy. Na boom giełdowy nałożyło się przeprowadzone wcześniej przez rząd schłodzenie rynku nieruchomości, a także ograniczenie działalności sektora *shadow banking*, które były dotąd popularnym narzędziem osiągnięcia wyższych zwrotów. Równoległe do tego Ludowy Bank Chin przeprowadził serię obniżek stóp rezerw obowiązkowych dla chińskich banków, zapewniając wysoką płynność rynkom finansowym. W rezultacie na przestrzeni 12 miesięcy od czerwca 2014 roku wartość chińskiego rynku akcji wzrosła z 3,8 bln USD do ponad 10,5 bln USD¹³ – wartości zbliżonej do rocznego PKB Chin.

W ciągu kilkunastu miesięcy na dwie stosunkowo słabo rozwinięte i wciąż modernizowane giełdy w Shenzhen i Szanghaju napłynęła ogromna ilość kapitału, co doprowadziło do pogłębienia występujących na nich negatywnych zjawisk. nierozwiązana pozostała kwestia niewystarczającej przejrzystości notowanych na chińskich giełdach przedsiębiorstw i niższe niż w państwach rozwiniętych standardy sprawozdawczości, ograniczające możliwości analizowania wartości spółek na podstawie ich wyników finansowych. Na oderwanie wycen akcji od wyników finansowych wpłynęła też dominacja na największych giełdach w Szanghaju i Shenzhen spółek państwowych, które realizując cele polityczne rządu często pomijają interes akcjonariuszy. Niestabilność giełd pogłębiła również korupcja wśród instytucji regulujących giełdę, rozpowszechnienie praktyki *insider trading*, a także swobodny przepływ personelu między Chińską Komisją Regulacyjną ds. papierów

¹³ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-14/china-s-stock-market-value-exceeds-10-trillion-for-first-time>

wartościowych (CSRC) i firmami obracającymi akcjami¹⁴, powodujący konflikty interesów. Chińska bańka na rynku akcji napędzana była w dużej mierze powszechną wiarą w to, że skoro kierownictwo ChRL tak silnie zachęcało do inwestowania na giełdzie, to będzie gwarantem dalszego wzrostu cen akcji.

Państwowe interwencje na rynku akcji uzależniły nastroje inwestorów od działań rządu, ograniczając możliwość wczesnego reagowania na wzrost bańki spekulacyjnej.

W trakcie giełdowego boomu inwestorzy budujący swój portfel akcji na podstawie fundamentalnej wartości spółek zostali zmarginalizowani¹⁵, a dominować zaczęły strategie krótkoterminowe i spekulacyjne, oderwane od gospodarczych fundamentów i drastycznie zwiększające zakres wahań kursów akcji. Wejście w tę pułapkę, powodującą oparcie giełdowego sentymentu na obserwacji decyzji rządu, związała do pewnego stopnia ręce regulatorom w trakcie wzrostu bańki¹⁶.

Decyzja o sztywnej kontroli rynku akcji, podjęta przez chiński rząd krótko po serii drastycznych spadków w czerwcu 2015 roku, pogłębiła jeszcze problem spekulacji i oderwania gieł-

dy od fundamentów gospodarczych, wiążąc notowania giełdowe z próbami odczytania przez inwestorów zamierzeń rządu. Wprowadzone w lipcu i sierpniu 2015 roku regulacje wstrzymały notowania nowych spółek na giełdach, uniemożliwiły inwestorom posiadającym więcej niż 5% udziałów sprzedaż akcji, a także zwiększyły płynność w sektorze kredytów udzielanych na zakup akcji. Dodatkowo został utworzony skupiający państwowych brokerów fundusz stabilizacji giełdy, do inwestowania zostały skłonięte państwowe banki – według szacunków banku Goldman Sachs, w ciągu trzech miesięcy od załamania rynku akcji w sierpniu 2015 roku chiński rząd wpompował na giełdę ponad 236 mld USD¹⁷. Interwencje doprowadziły do tego, że parkiety giełdowe zostały zdominowane przez instytucje zaangażowane w państwową operację ratowania giełdy oraz grających na rządową interwencję inwestorów spekulacyjnych. Wskutek tego wszelkie działania rządu związane z giełdą powodują obecnie znaczące wahania kursów akcji¹⁸.

Przyszłość reform wobec stagnacji giełdy

Rozpoczęta w 2013 roku reforma przedsiębiorstw państwowych straciła początkowy impet, m.in. ze względu na naciski związanych z państwowymi spółkami grup interesów oraz konserwatywnych frakcji Komunistycznej Partii Chin. W obecnej sytuacji operacja sprzedaży części państwowych aktywów poprzez giełdę została znacznie ograniczona, co stawia pod znakiem zapytania główny kanał realizacji reformy mieszanej własności. Co istotne, turbulencje na chińskich giełdach doprowadziły do

¹⁴ Po załamaniu notowań chińskich giełd w drugiej połowie 2015 roku, w stronę rynków finansowych skierowane zostało ostrze trwającej od kilku lat w Chinach kampanii antykorupcyjnej – dochodzenia rozpoczęto wobec kierownictwa głównego regulatora CSRC, największych państwowych firm brokerskich, a także niektórych prywatnych przedsiębiorców.

¹⁵ Ok. 80% inwestorów na chińskich giełdach stanowią indywidualni posiadacze rachunków maklerskich o stosunkowo niskim poziomie edukacji finansowej.

¹⁶ Już w kwietniu 2015 roku CSRC zapowiedziało ograniczenie ryzykownych dla giełdy kredytów udzielonych na zakup akcji, których wartość wzrosła do rekordowych 264 mld USD. Ostatecznie zmiany te nie zostały jednak wprowadzone, co w opinii części ekspertów było związane z nerwowymi reakcjami giełdy na podobne decyzje – w styczniu 2015 roku doprowadziło to do jednodniowego spadku indeksu Shanghai Composite o 7,7%.

¹⁷ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-08/china-s-stock-rescue-tab-surges-to-236-billion-goldman-says>

¹⁸ Dla przykładu, znaczące spadki z początku stycznia 2016 roku były wywołane głównie planowanym na 8 stycznia zniesieniem zakazu sprzedaży akcji przez dużych inwestorów (które zostało w związku z tym przesunięte), a także nieumiejętnie wprowadzonemu i szybko uchylonemu mechanizmowi zawieszania notowań przy spadkach wartości indeksu CSI300 o więcej niż 7%.

częściowego regresu reformy – w krytycznym momencie część przedsiębiorstw państwowych została nakłoniona przez rząd do skupowania własnych akcji w celu ratowania ich notowań.

Reforma rynków kapitałowych jest jednym z głównych wyzwań stojących obecnie przed chińskim kierownictwem – zależy od niej stabilność chińskiego systemu finansowego.

Możliwość dalszej restrukturyzacji i pozyskiwania kapitału na giełdach jest również ograniczona. Wprowadzanie nowych spółek na giełdy w Szanghaju i Shenzhen zostało co prawda przywrócone na przełomie listopada i grudnia 2015 roku, jednak w porównaniu z początkiem ubiegłego roku liczba nowych notowań spadła, wyceny ze zrozumiałych względów są dużo niższe, a decyzje o większych emisjach akcji przez państwowe spółki wprowadzają nerwowość wśród inwestorów. Stawia to chińskie władze przed dylematem – chcąc przywrócić optymizm na giełdzie zapowiadają pogłębianie reform państwowych spółek (m.in. poprzez zwiększenie ich obecności na giełdzie), z drugiej strony zapewniają o rozciągnięciu tego procesu w czasie, by nie powodować gwałtownych wahań kursów akcji¹⁹. Powrót reformy na pierwotne tory zależy więc od przywrócenia rynkowych mechanizmów na rynku akcji i odzyskania zaufania inwestorów niespekulacyjnych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Wymaga to gruntownych reform chińskiego rynku akcji, ograniczenia nadużyć, większej ochrony inwestorów, a także długofalowego planu edukacji inwestorów detalicznych.

Oczy inwestorów zwrócone są w stronę rządowych regulatorów rynków finansowych, dlate-

go niezwykle ważne jest odpowiednie komunikowanie swoich zamierzeń rynkowi. Obecnie dotkliwym problemem jest nieprzejrzysty podział kompetencji i brak komunikacji między instytucjami regulującymi rynki finansowe, co prowadzi do wielogłosu i wydawania sprzecznych komunikatów. W rezultacie na początku 2016 roku chińskie kierownictwo zapowiedziało utworzenie specjalnej komisji do spraw reformy rynków finansowych, skupiającej m.in. bank centralny i głównego regulatora giełdy. Sytuacja jest jednak nadal nieprzejrzysta dla rynków, szczególnie że coraz więcej władzy nad reformami gospodarczymi skupiane jest w nieformalnym gronie doradców przewodniczącego Xi Jinpinga.

W opinii większości ekspertów chiński rząd posiada nadal finansowe możliwości stabilizacji rynków kapitałowych – przyczynia się do tego stosunkowo niski poziom zadłużenia rządu centralnego w stosunku do PKB, wynoszący w 2014 roku 41%, a także bardzo duża płynność i zyskowość państwowych banków. Rząd jest w stanie za pomocą interwencji kupować czas wymagany do reform rynków kapitałowych, choć nie mogą być one przesuwane w nieskończoność. Jednoczesne zaangażowanie państwowych banków w kredytowanie nierentownych przedsiębiorstw, restrukturyzację długu lokalnych rządów i podtrzymywanie giełdy, zwiększa znacznie ryzyko w systemie finansowym. Z drugiej strony, nisko rozwinięty rynek kapitałowy rodzi zagrożenie powstawania kolejnych baniek spekulacyjnych – pierwsze tego symptomy obserwowane są obecnie m.in. na chińskim rynku papierów dłużnych²⁰ czy na rynku nieruchomości w największych miastach. Nierozwiązany pozostaje również kluczowy problem wzrastającego długu przedsiębiorstw – wedle chińskich statystyk wartość udzielanych gospodarce kredytów rośnie ponad 14% rocznie, ponad dwa razy szybciej niż zakładany

¹⁹ W tym tonie utrzymana została oficjalna narracja towarzysząca publikacji planu pogłębienia reformy mieszanej własności z września 2015 roku: <http://www.globaltimes.cn/content/942229.shtml>

²⁰ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-08/if-you-thought-china-s-equity-bubble-was-scary-check-out-bonds>

oficjalnie wzrost PKB. W obliczu ograniczonych możliwości oddłużenia sektora państwowego, coraz bardziej realny staje się scenariusz likwidacji części nierentownych podmiotów, blokowany od kilku lat przez rząd ze względu na spodziewane koszty społeczne. O rozpoczęciu tego procesu świadczy ogłoszona w marcu 2016 roku redukcja zatrudnienia w sektorze sta-

lowym i węglowym o 15%²¹, a także zapowiedź zamknięcia „firm zombie” i części zarządzanych centralnie przedsiębiorstw, zawarta w dorocznym sprawozdaniu działań rządu premiera Li Keqiang.

²¹ Mowa o ponad 1,8 mln miejsc pracy: <http://www.reuters.com/article/us-china-economy-employment-idUSKCN0W205X>

REDAKCJA MERYTORYCZNA: Adam Eberhardt,
Marcin Kaczmarek
REDAKCJA: Anna Łabuszewska, Katarzyna Kazimierska
SKŁAD: Bohdan Wędrychowski

Ośrodek Studiów Wschodnich im. Marka Karpia
ul. Koszykowa 6a, 00-564 Warszawa
tel.: +48 | 22 | 525 80 00,
fax: +48 | 22 | 525 80 40

**Opinie wyrażone przez autorów analiz nie przedstawiają
oficjalnego stanowiska władz RP**

Zapraszamy na naszą stronę: www.osw.waw.pl