

GOSPODARKA NARODOWA

1
(269)
Rok LXXXIV/XXV
styczeń–luty
2014
s. 5–31

Dominik A. SKOPIEC*

Perspektywy internacjonalizacji waluty Chin

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza międzynarodowego wykorzystania renminbi oraz szans i barier zyskania przez tę walutę statusu waluty międzynarodowej. W artykule przedstawiono warunki internacjonalizacji waluty krajowej i przeanalizowano stopień spełnienia poszczególnych kryteriów przez Chiny. Wskazano także na korzyści i koszty internacjonalizacji, które determinują strategię Chin realizowaną w tym procesie. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę danych statystycznych dotyczących zmiennych makroekonomicznych charakteryzujących gospodarkę Chin oraz danych odnoszących się do skali i obszarów międzynarodowego zastosowania renminbi, a także analizę literatury przedmiotu. Autor dowodzi, że traktowanie renminbi jako waluty międzynarodowej jest obecnie nieuzasadnione ze względu na relatywnie niewielkie zastosowanie chińskiego pieniądza w poszczególnych funkcjach waluty międzynarodowej oraz brak spełnienia przez Chiny szeregu kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej, w szczególności dotyczących swobody przepływu kapitału i zakresu wymienialności waluty, charakteru systemu kursu walutowego oraz poziomu rozwoju rynku finansowego. W związku z tym renminbi uznano za potencjalną walutę międzynarodową, która ma szansę zyskać status waluty kluczowej w długim okresie po przeprowadzeniu niezbędnych reform przez Państwo Środka. Reformy te obejmują w szczególności zmianę modelu wzrostu gospodarczego (zwiększenie roli konsumpcji i usług w tworzeniu PKB), wspieranie rozwoju systemu finansowego (liberalizacja stóp procentowych i zniesienie restrykcji nadmiernie ograniczających swobodę funkcjonowania rynku finansowego), a także uelastycznienie reżimu kursowego.

Słowa kluczowe: waluta międzynarodowa, kurs walutowy, rezerwy walutowe, rynek finansowy

Kody JEL: F02, F31, F41, G15, G18

Artykuł nadesłany 1 sierpnia 2013 r., zaakceptowany 11 grudnia 2013 r.

* Ministerstwo Finansów, Departament Instytucji Płatniczej, e-mail: dskopiec@gmail.com.

Wprowadzenie

Dynamiczny wzrost gospodarczy Chin trwający nieprzerwanie od rozpoczęcia reform w 1978 r. i rosnąca pozycja tego kraju w gospodarce światowej stały się źródłem toczącej się od kilku lat intensywnej dyskusji na temat roli renminbi w międzynarodowym systemie walutowym. Uważa się, że uzyskanie przez renminbi statusu waluty międzynarodowej jest kwestią czasu. Ma to prowadzić do przemian w międzynarodowym systemie walutowym, zdominowanym obecnie przez dolara, w kierunku systemu wielobiegowego opartego na kilku walutach rezerwowych [Eichengreen 2011, s. 150–152; Dailami i Masson 2011]. Centralną rolę będą w nim pełniły dolar, euro i renminbi. Wskutek przypuszczalnego spadku znaczenia dolara trzy najważniejsze waluty rezerwowe będą odgrywały prawie równorzędną rolę, co zwiększy stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Fratzscher i Mehl [2011] twierdzą nawet, że międzynarodowy system walutowy już stał się systemem trójbiegunowym, opartym na dolarze, euro i renminbi. Nie brakuje także opinii, że awans Chin na pozycję największej gospodarki świata i spadek gospodarczego znaczenia Stanów Zjednoczonych prowadzić będzie do spadku roli dolara i uzyskania przez renminbi statusu dominującej waluty międzynarodowej [Subramanian 2011b, s. 99].

Frankel [2012] wskazuje na dwie charakterystyczne cechy internacjonalizacji renminbi. Po pierwsze, proces ten rozpoczął się przed liberalizacją przepływów kapitału i wprowadzeniem pełnej wymienialności waluty. Po drugie, jak dotąd jest on przede wszystkim rezultatem działalności władz państwa (*government-led internationalisation*), natomiast w znacznie mniejszej części pozostaje procesem o charakterze rynkowym (*market-led internationalisation*). Jest to działanie bezprecedensowe, gdyż proces internacjonalizacji współczesnych walut kluczowych miał przede wszystkim charakter rynkowy (z wyjątkiem Japonii, w której przypadku wspieranie internacjonalizacji przez państwo okazało się bezskuteczne), a liberalizacja przepływów kapitału poprzedzała wzrost międzynarodowego zastosowania tych walut [Kang i Maziad 2012, s. 4–10]. Chiny są ponadto pierwszym krajem rozwijającym się, którego waluta ma realną szansę na uzyskanie statusu waluty kluczowej (dotychczas status ten osiągały wyłącznie waluty krajów wysoko rozwiniętych). Warto zauważyć, że wzrostowi znaczenia krajów rozwijających się w gospodarce światowej, w szczególności pod względem udziału w światowym PKB i handlu, nie towarzyszył analogiczny wzrost ich roli w międzynarodowym systemie walutowym. Internacjonalizacja renminbi byłaby więc krokiem w kierunku zmniejszenia tej dysproporcji.

Należy jednak pamiętać, że międzynarodowe zastosowanie walut cechuje znaczna inercja. Wzrost pozycji danego kraju w gospodarce światowej nie implikuje odpowiedniego wzrostu znaczenia jego waluty w międzynarodowym systemie walutowym. Następuje to dopiero po upływie długiego czasu, a ponadto uwarunkowane jest spełnieniem przez dane państwo szeregu kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej, gdyż sama wielkość gospodarki i udział w handlu światowym nie jest wystarczającym warunkiem internacjonalizacji. W przypadku

Chin szereg tych kryteriów nie jest spełnionych, a ponadto gospodarka Państwa Środka cechuje się istnieniem wielu barier strukturalnych, negatywnie oddziałujących na proces internacjonalizacji renminbi. Warunkiem niezbędnym dla dalszego wzrostu międzynarodowego zastosowania chińskiej waluty pozostają więc daleko idące reformy.

Celem artykułu jest analiza międzynarodowego wykorzystania renminbi oraz ocena możliwości przekształcenia chińskiego pieniądza w walutę międzynarodową. W artykule przedstawiono korzyści i koszty internacjonalizacji waluty krajowej oraz przesłanki umiędzynarodowienia renminbi. Zbadano, w jakim stopniu Chiny spełniają warunki stawiane krajom emitentom walut międzynarodowych, a także zidentyfikowano szanse i bariery internacjonalizacji renminbi. Na podstawie przeprowadzonej analizy wysunięte zostały wnioski odnoszące się do perspektyw przekształcenia renminbi w walutę międzynarodową.

Istota i funkcje walut międzynarodowych

Waluty międzynarodowe (*international currencies*) są źródłem płynności międzynarodowej. Kenen [2011] definiuje walutę międzynarodową jako walutę, która jest używana i utrzymywana poza granicami kraju emitenta nie tylko dla zawierania transakcji z jego rezydentami, ale zwłaszcza w celu dokonywania transakcji między nierezydentami. Inaczej mówiąc, są to waluty narodowe pełniące klasyczne funkcje pieniądza – środka płatniczego, miernika wartości i środka tezauryzacji – dla nierezydentów zarówno ze sfery oficjalnej, jak i prywatnej. Funkcjonalna definicja waluty międzynarodowej odnosi się do zastosowania w sektorze oficjalnym, który tworzą instytucje państwowe, w szczególności banki centralne, oraz w sektorze prywatnym, na który składają się w szczególności eksporterzy i importerzy oraz banki i inne instytucje finansowe dokonujące transakcji w walutach obcych. W każdym z tych dwóch sektorów waluta międzynarodowa pełni poszczególne funkcje pieniądza.

Tabela 1. Funkcje walut międzynarodowych

Funkcja pieniądza	Zastosowanie w sferze prywatnej	Zastosowanie w sferze oficjalnej
Środek płatniczy	waluta transakcyjna	waluta interwencyjna
Miernik wartości	waluta kwotowania	waluta referencyjna
Środek tezauryzacji	waluta inwestycyjna	waluta rezerwowa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Kenen 1983, s. 16].

W sferze oficjalnej waluta międzynarodowa pełni funkcję miernika wartości, gdy stosowana jest jako waluta referencyjna (*pegging currency*) w przyjętym przez dany kraj systemie kursowym, w którym powiązana zostaje z walutą krajową (ma to miejsce w ramach systemu kursu stałego oraz w przypadku szeregu reżimów kursowych klasyfikowanych jako hybrydowe systemy kursu walutowego). Wybór waluty referencyjnej determinuje także wybór waluty

interwencyjnej (*intervention currency*), w której bank centralny przeprowadza interwencje na rynku walutowym w celu utrzymania pożądanego poziomu kursu walutowego. Bank centralny utrzymuje więc odpowiednią ilość waluty rezerwowej (*reserve currency*), która jest tożsama z walutą referencyjną i interwencyjną [Hartmann 2003, s. 15].

W sferze prywatnej waluta międzynarodowa występuje w funkcji środka płatniczego jako waluta transakcyjna. W przypadku handlu zagranicznego jest nią waluta eksportera, waluta importera lub waluta trzecia, w której rozliczają oni transakcje. Eksporterzy i importerzy nabywają waluty obce bądź zbywają je za pośrednictwem banków będących aktywnymi uczestnikami rynku walutowego. Na tym rynku waluta transakcyjna stosowana jest jako waluta przejścia (*vehicle currency*) w przypadku wymiany walut niebędących istotnymi walutami międzynarodowymi. Ponadto zarówno w handlu międzynarodowym, jak i na rynku walutowym waluta międzynarodowa pełni funkcję miernika wartości, występując jako waluta kwotowania (*quotation currency*). W handlu międzynarodowym używana jest do określania cen i fakturowania, natomiast na rynku walutowym do wyrażania kursów walutowych. Waluty międzynarodowe pełnią także w sferze prywatnej funkcję środka tezauryzacji i w tym przypadku występują jako waluta inwestycyjna, w której nominowane są aktywa takie jak obligacje czy akcje, będące przedmiotem zainteresowania inwestorów [Oręziak 2008, s. 6–7].

Hartmann [2003, s. 19] zwraca uwagę na współistnienie we współczesnej zglobalizowanej gospodarce światowej różnych walut międzynarodowych, które cechuje swego rodzaju hierarchia oparta na kryterium ilościowym, czyli częstotliwości, z jaką dana waluta pełni poszczególne funkcje pieniądza w transakcjach międzynarodowych. Waluty, które pełnią większość klasycznych funkcji pieniądza, określa on mianem walut kluczowych (*key currencies*), podkreślając przy tym, że zazwyczaj występuje jednak waluta międzynarodowa, która w zdecydowanie większym stopniu pełni wspomniane funkcje i jest szeroko wykorzystywana zarówno w sferze oficjalnej, jak i prywatnej. Wówczas jest to dominująca waluta międzynarodowa (*dominant international currency*). Obecnie walutą dominującą pozostaje dolar amerykański, walutami kluczowymi są natomiast euro, jen, funt, frank szwajcarski i dolar australijski.

Determinanty internacjonalizacji walut narodowych

Możliwość pełnienia przez walutę krajową roli waluty międzynarodowej uwarunkowana jest spełnieniem przez kraj będący jej emitentem szeregu kryteriów. Odnoszą się one w szczególności do wielkości gospodarki, poziomu rozwoju rynku finansowego, polityki gospodarczej, bilansu obrotów kapitałowych i finansowych oraz systemu kursu walutowego.

Emitentami walut międzynarodowych są zazwyczaj kraje o silnej pozycji w gospodarce światowej, których PKB stanowi znaczącą część światowego PKB, a handel zagraniczny istotną część handlu światowego. Konsekwencją dużego

udziału w handlu międzynarodowym jest równie duża liczba i wartość transakcji zawieranych przez dany kraj, co zwiększa szanse na umiędzynarodowienie jego waluty. Kluczowym czynnikiem dla internacjonalizacji waluty krajowej jest dobrze rozwinięty, efektywny, głęboki i płynny rynek finansowy. Rynek taki cechuje znaczna wartość transakcji, duży obrót oraz szerokie spektrum oferowanych instrumentów finansowych, a także rozwinięta infrastruktura instytucjonalna. Musi być on także otwarty dla podmiotów niebędących rezydentami. Szczególnie ważny jest dostatecznie duży rynek papierów dłużnych, zwłaszcza rządowych, gdyż decyduje to o możliwości pełnienia przez walutę krajową funkcji waluty rezerwowej [Genberg 2009].

Czynnikiem determinującym umiędzynarodowienie waluty krajowej jest także charakter prowadzonej polityki gospodarczej, która ma decydujący wpływ na zaufanie inwestorów do waluty danego państwa. Polityka gospodarcza zapewniać musi przede wszystkim stabilność makroekonomiczną oraz stabilność siły nabywczej waluty poprzez utrzymywanie inflacji na niskim poziomie. Konieczne jest także zapewnienie umiarkowanego poziomu długu publicznego, gdyż jego skala decyduje o wiarygodności kredytowej kraju i emitowanych przez niego papierów dłużnych.

Warunkiem internacjonalizacji waluty krajowej jest też liberalizacja transakcji rejestrowanych na rachunku kapitałowym i finansowym, oznaczająca swobodę obrotu walutą na międzynarodowym rynku walutowym i zawierania transakcji obejmujących w szczególności inwestycje bezpośrednie i portfelowe. Inaczej mówiąc, waluta międzynarodowa musi być walutą w pełni wymiennalną. Wskazuje się także, że kraj emitujący walutę międzynarodową powinien stosować system płynnego kursu walutowego, w którym wartość waluty kształtowana jest przez interakcję popytu i podaży na rynku walutowym [Prasad i Ye 2012, s. 2].

Szczególne znaczenie ma tzw. efekt zewnętrzny sieci (*network externalities*), który sprzyja zastosowaniu waluty krajowej w poszczególnych funkcjach pieniądza międzynarodowego. Efekt ten polega na tym, że im częściej dana waluta wykorzystywana jest w obrocie handlowym, tym większe jest prawdopodobieństwo jej dalszego stosowania ze względu na niższe koszty transakcyjne i większą płynność rynku, co zwiększa jej atrakcyjność dla innych uczestników rynku. Istotna jest także siła przyzwyczajenia, która decyduje o utrzymywaniu się statusu waluty międzynarodowej na długo po zniknięciu obiektywnych czynników decydujących o międzynarodowym zastosowaniu waluty krajowej [Pszczółka 2011, s. 23].

Korzyści i koszty internacjonalizacji walut narodowych

Kraje, których waluty pełnią funkcje walut międzynarodowych, osiągają z tego tytułu znaczne korzyści. Umiędzynarodowienie wiąże się jednak także z pewnymi kosztami i ryzykiem dla kraju emitenta.

Największa korzyść kraju emitującego walutę międzynarodową wiąże się z tzw. rentą senioralną, zwaną też senioratem (*seigniorage*). Seniorat oznacza przywilej banku centralnego polegający na monopolu emisji pieniądza i osiągnięciu dochodu z tego tytułu. Gdy pieniądź krajowy pełni jednocześnie funkcję pieniądza międzynarodowego, seniorat osiąga znacznie szerszy zakres. Waluta krajowa utrzymywana przez nierezydentów oznacza bezodsetkowe kredytowanie kraju emitenta (wyemitowana waluta stanowi zobowiązanie banku centralnego i ujmowana jest po stronie pasywów w bilansie tego banku) [Cohen 2012, s. 16–17].

Kraj emitujący walutę międzynarodową posiada także możliwość szerokiego zadłużania się za granicą, gdyż obligacje rządowe takich państw są dużo częściej nabywane przez inwestorów niż obligacje nominowane w walutach nieposiadających tego statusu [Papaioannou i Portes 2008, s. 37]. Czynnikiem zwiększającym ten popyt jest pełnienie przez waluty międzynarodowe funkcji walut referencyjnych, w związku z czym banki centralne państw stosujących systemy kursu stałego nabywają znaczne ilości wspomnianych obligacji, które stanowią istotny składnik utrzymywanych rezerw walutowych. Co więcej, emitowanie waluty międzynarodowej przez dany kraj obniża rentowność jego obligacji rządowych, a więc zmniejsza koszt obsługi zadłużenia. Z drugiej strony państwo takie osiąga znacznie większe korzyści ze swoich inwestycji zagranicznych (bezpośrednich i portfelowych) w porównaniu z kosztami obsługi zaciągniętego w swojej walucie długu. Sytuacja ta określana jest mianem nadzwyczajnego przywileju (*exorbitant privilege*) kraju emitującego walutę międzynarodową. Innymi słowy, nadzwyczajny przywilej pozwala emitentowi waluty międzynarodowej płacić mniej za pozyskiwanie kapitału za granicą i otrzymywać więcej za kapitał dostarczany za granicę [Eichengreen 2011, s. 4].

Przywilejem kraju emitującego walutę międzynarodową jest też możliwość zaciągania długu za granicą we własnej walucie. Dzięki temu zmiany kursu walutowego, w szczególności deprecjacja waluty krajowej, nie mają wpływu na wielkość zadłużenia zagranicznego takiego państwa, natomiast powodują straty dla jego kredytodawców. W innej sytuacji są kraje, których waluty nie mają znaczenia międzynarodowego. Muszą one zaciągać dług zagraniczny w walutach międzynarodowych i są w związku z tym narażone na ryzyko kursowe, które staje się źródłem negatywnych skutków, zwłaszcza w przypadku deprecjacji waluty krajowej, kiedy koszt obsługi zadłużenia zagranicznego nominowanego w walucie obcej wzrasta po przeliczeniu na walutę krajową.

Korzyścią z pełnienia przez walutę krajową funkcji waluty międzynarodowej jest także wygoda rezydentów, zwłaszcza eksporterów, importerów, pożyczkodawców i pożyczkobiorców, którzy w rozliczeniach z zagranicą posługują się walutą krajową i dzięki temu nie ponoszą kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut oraz kosztów zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym (*hedgingu*), gdyż nie są narażeni na to ryzyko. Korzyści związane z internacjonalizacją waluty krajowej odnoszą także banki i instytucje finansowe działające w danym kraju, gdyż mają przewagę konkurencyjną wynikającą z prowadzenia

operacji w walucie międzynarodowej. Mogą one dzięki temu zwiększyć skalę działalności i efektywność. Przewagę zyskują także centra finansowe zlokalizowane w kraju będącym emitentem waluty międzynarodowej [Chinn i Frankel 2005, s. 5–6].

Internacjonalizacja waluty krajowej wiąże się także ze wzrostem prestiżu, siły politycznej i pozycji kraju w gospodarce światowej. Kraj emitujący dominującą walutę międzynarodową jest jednocześnie potęgą polityczną i gospodarczą. Utracie przez kraj wiodącej roli w gospodarce światowej towarzyszy także stopniowa utrata dominującej pozycji przez jego walutę, co pokazuje przypadek Wielkiej Brytanii. Obecnie coraz częściej podkreśla się, że rosnącemu znaczeniu Chin w gospodarce światowej będzie towarzyszyła intensyfikacja procesu internacjonalizacji renminbi, podczas gdy spadek pozycji Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej prowadził będzie do zmniejszenia roli dolara w międzynarodowym systemie walutowym [Subramanian 2011b, s. 55, 99–104].

Internacjonalizacja waluty krajowej jest źródłem nie tylko korzyści, lecz także kosztów i ryzyka. Prowadzi ona do większej zmienności popytu na pieniądź i stwarza trudności w kontrolowaniu podaży pieniądza przez bank centralny. Nierezydenci utrzymują bowiem znaczące ilości papierów wartościowych denominowanych w walucie międzynarodowej, a banki działające poza krajem emitentem mają swobodę udzielania kredytów i przyjmowania depozytów w jego walucie. W rezultacie liczba i wartość transakcji w walucie międzynarodowej jest znaczna, co może być czynnikiem zwiększającym częstotliwość i skalę wahań jej kursu [Kenen 2011, s. 14–15].

Negatywnym efektem internacjonalizacji waluty krajowej jest też wzrost popytu na nią na rynku walutowym, co wynika ze zwiększonej atrakcyjności aktywów denominowanych w tej walucie dla inwestorów (są one istotnym składnikiem portfeli inwestycyjnych oraz rezerw walutowych). Dostępność tych aktywów dla zagranicznych inwestorów prowadzi do napływu kapitału i aprecjacji waluty krajowej. W efekcie następuje zmniejszenie cenowej atrakcyjności eksportu i spadek jego wolumenu, co może stać się przyczyną spadku tempa wzrostu gospodarczego, a nawet recesji w gospodarce krajowej [Frankel 2012, s. 332].

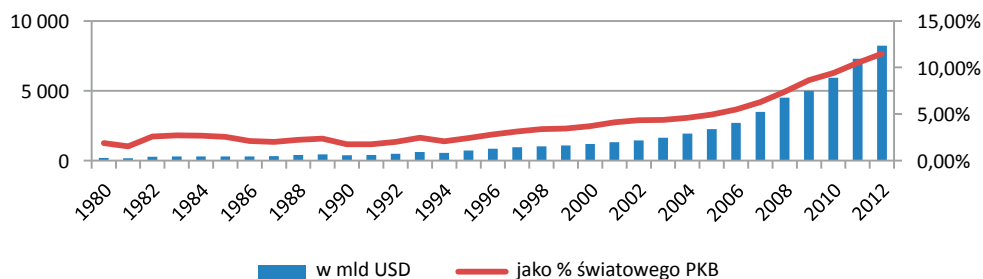
Z osiągnięciem przez walutę krajową statusu waluty międzynarodowej wiąże się także wzrost odpowiedzialności (*burden of responsibility*) emitującego ją kraju, gdyż prowadzona przezeń polityka monetarna wywiera znaczący wpływ na rynki światowe i inne kraje. W szczególności wpływ ten jest znaczący dla państw, które powiązały swoje waluty w ramach systemu kursu stałego z daną walutą międzynarodową, gdyż polityka monetarna kraju emitenta oddziałuje zarówno na poziom kursu, jak i wartość utrzymywanych rezerw walutowych. Od kraju będącego emitentem waluty międzynarodowej oczekuje się więc, że w decyzjach podejmowanych w polityce monetarnej będzie kierował się nie tylko wewnętrznymi celami, lecz będzie brał także pod uwagę ich wpływ na rynki światowe i pozostałe państwa. Może to stanowić pewne ograniczenie

autonomii polityki monetarnej. Wspomniane negatywne efekty internacjonalizacji waluty krajowej powodują, iż niektóre państwa odnoszą się z niechęcią do tego procesu. [Chinn i Frankel 2005, s. 7].

Wzrost roli Chin w gospodarce światowej jako przesłanka internacjonalizacji renminbi

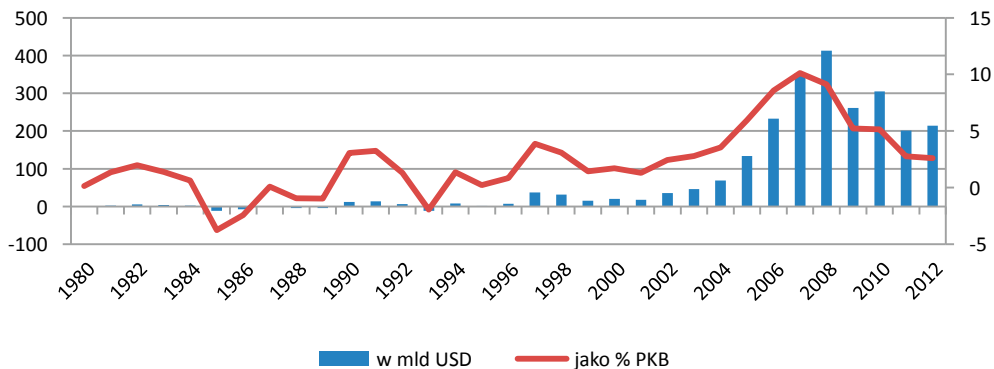
W wyniku realizowanej od 1978 r. transformacji systemowej Chiny osiągały przez ostatnie trzy dekady wzrost gospodarczy oscylujący wokół 10%, dzięki czemu stały się drugą co do wielkości gospodarką świata oraz największym światowym eksporterem. Udział Chin w światowym produkcie brutto rósł systematycznie w okresie transformacji, szczególnie szybko zaś po akcesji tego kraju do Światowej Organizacji Handlu w 2001 r. O ile w 2001 r. udział ten wynosił 4,13%, to w 2012 r. osiągnął wartość 11,47%.

Rysunek 1. PKB Chin w mld USD (ceny bieżące) i jako procent światowego produktu brutto

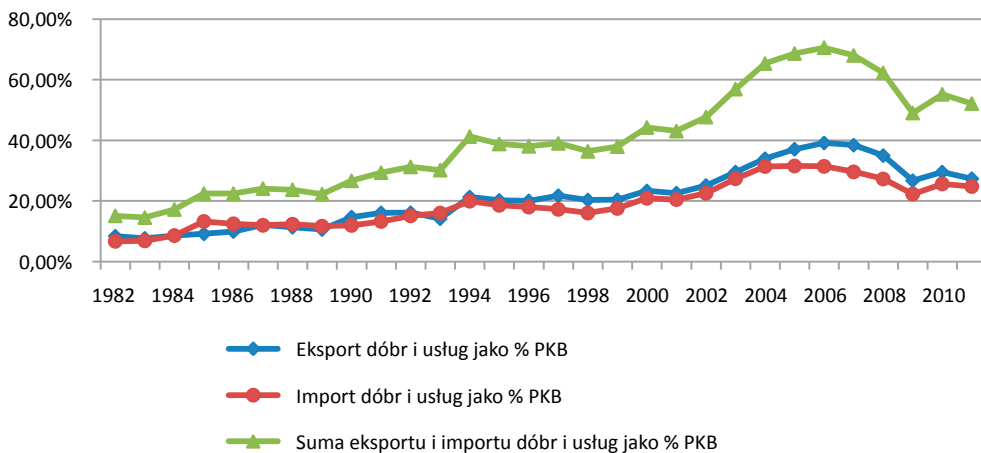


Źródło: Opracowanie własne na podstawie [IMF 2013].

W efekcie „polityki otwartych drzwi” Chiny przekształciły się z gospodarki zamkniętej w jedną z najbardziej otwartych gospodarek świata. Relacja wielkości ich handlu zagranicznego (sumy eksportu i importu) do PKB, która do czasu podjęcia reform nie przekraczała 10%, osiągnęła wartość 70,6% w 2006 r. Realizowany przez Państwo Środka proeksportowy model wzrostu gospodarczego stał się źródłem ogromnych nadwyżek bilansu obrotów bieżących, które notowane są nieprzerwanie od czasu kryzysu azjatyckiego lat 1997–1998. Nadwyżka tego rachunku osiągnęła największą wartość w 2007 r., kiedy wyniosła 10,1% PKB. W efekcie globalnego kryzysu lat 2008–2009, a następnie kryzysu finansów publicznych w Europie zmalała wskutek spadku popytu państw Zachodu na chiński eksport, i w 2012 r. wynosiła już tylko 2,6% PKB.

Rysunek 2. Saldo bilansu obrotów bieżących Chin w mld USD i jako procent PKB

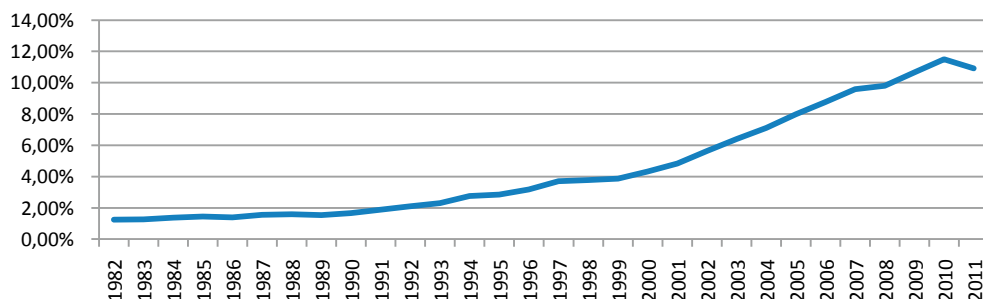
Źródło: Opracowanie własne na podstawie [IMF 2013].

Rysunek 3. Eksport oraz import dóbr i usług jako procent PKB Chin

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [The World Bank 2013].

Efektom otwarcia gospodarki Chin i proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego był wzrost udziału tego kraju w handlu światowym. Udział eksportu chińskiego w światowym eksporcie wzrósł z 1,26% w 1982 r. do 4,33% w 2000 r., a następnie w rezultacie akcesji Chin do WTO rósł w znacznie szybszym tempie i osiągnął poziom 10,38% w 2011 r. Chiny są także liczącym się importem, którego udział w imporcie światowym wyniósł 9,43% w 2011 r.

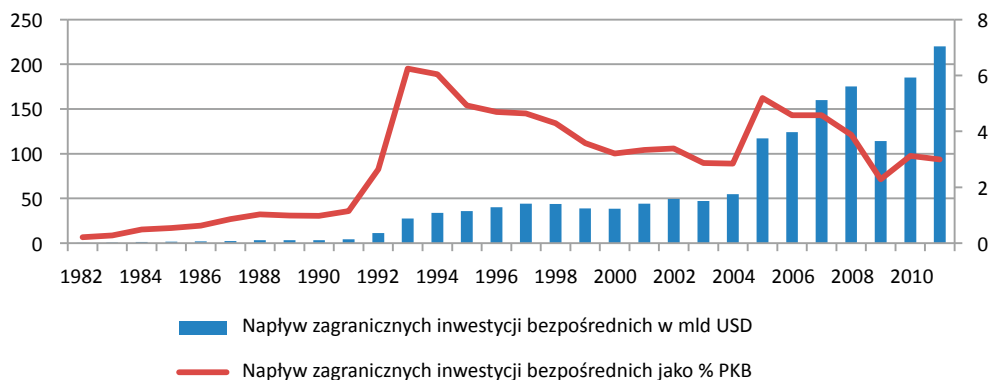
Rysunek 4. Eksport Chin jako procent światowego eksportu dóbr



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [WTO 2013; The World Bank 2013].

Chiny są także jednym z głównych odbiorców zagranicznych inwestycji bezpośrednich, choć powoli stają się też liczącym się krajem pochodzenia tych inwestycji. Podobnie jak w przypadku PKB i handlu zagranicznego, akcesja do WTO sprzyjała również wzrostowi wartości zagranicznych inwestycji bezpośrednich dokonywanych w Chinach, których wartość w 2001 r. wyniosła 44,2 mld USD, natomiast w 2011 r. stanowiła już 220,1 mld USD.

Rysunek 5. Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Chin w mld USD i jako procent PKB



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [The World Bank 2013].

Transformacja systemowa i otwarcie gospodarki Chin doprowadziły do znacznego wzrostu pozycji Państwa Środka w gospodarce światowej. Ze względu na to, że status dominującej waluty międzynarodowej wiąże się z mocarstwową pozycją kraju emitenta w gospodarce światowej, coraz częściej twierdzi się, że wzrostowi roli Chin towarzyszyć będzie także zmniejszenie roli dolara i awans renminbi na pozycję dominującej waluty międzynarodowej. Wynika to z faktu, że przemiany, jakie zachodzą w gospodarce światowej i wiążą się ze spadkiem znaczenia jednych mocarstw gospodarczych i wzrostem znaczenia innych, oznaczają także przesunięcie dominacji ekonomicznej, czego pochodną są zmiany

w hierarchii walut międzynarodowych. Waluta kraju tracącego mocarstwową pozycję w gospodarce światowej przestaje być dominującą walutą międzynarodową, a funkcję tę przejmuje waluta kraju, które gospodarka zyskuje taką pozycję. Wspomniane przemiany są jednak procesami bardzo powolnymi, a zmiany w hierarchii walut międzynarodowych cechuje znaczna inercja. Zazwyczaj upływa wiele lat od osiągnięcia przez dany kraj dominacji ekonomicznej do momentu uzyskania podobnej pozycji przez jego walutę, a waluta kraju tracącego rolę mocarstwa utrzymuje swoje znaczenie jeszcze przez długi czas [Hartmann 2003, s. 30–35].

W dotychczasowej historii walut międzynarodowych miały miejsce w szczególności dwie takie zmiany: zastąpienie guldena holenderskiego przez funta szterlinga wraz z umocnieniem pozycji gospodarki brytyjskiej w gospodarce światowej w XVIII w. oraz zastąpienie funta przez dolara, co nastąpiło już w latach 30. XX w., natomiast szczególnie wyraźne stało się po II wojnie światowej, kiedy Wielka Brytania utraciła swoją dotychczasową pozycję na skutek wyniszczenia wojną i rozpadu imperium brytyjskiego w wyniku procesu dekolonizacji, podczas gdy rola Stanów Zjednoczonych w gospodarce światowej znacząco wzrosła. Wyzwaniem dla dolara stało się wprowadzenie euro jako wspólnej waluty państw strefy euro. Ze względu na ogromny potencjał gospodarczy tego obszaru euro mogło zastąpić dolara i stać się dominującą walutą międzynarodową. Tak się jednak nie stało ze względu na problemy strukturalne i kryzys zadłużenia w strefie euro. W związku ze spadkiem znaczenia gospodarki Stanów Zjednoczonych, problemami strefy euro i wspólnej waluty oraz systematycznym wzrostem pozycji Chin w gospodarce światowej obecnie coraz częściej pojawiają się twierdzenia głoszące schyłek potęgi dolara i zyskanie przez renminbi statusu dominującej waluty międzynarodowej [Subramanian 2011a, s. 2–3]. Należy jednak podkreślić, że Chiny spełniają jedynie część kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej, a szereg negatywnych tendencji w gospodarce chińskiej stwarza bariery dla tego procesu. Wielkość i pozycja gospodarki chińskiej stanowią o potencjale renminbi jako waluty międzynarodowej, natomiast nie są warunkiem wystarczającym.

Skala i obszary międzynarodowego zastosowania renminbi

Chiny od kilku lat podejmują działania mające na celu wspieranie internacjonalizacji renminbi. Wynikają one nie tylko ze świadomości rosnącej roli Państwa Środka w gospodarce światowej i związanych z tym ambicji, lecz także wiążą się z chęcią osiągnięcia korzyści wynikających z internacjonalizacji waluty krajowej. Przypadek Chin ma jednak szczególny charakter. Przede wszystkim jest to pierwszy kraj rozwijający się, którego pieniądź ma szansę na zyskanie statusu waluty kluczowej. Bezprecedensowe jest także konsekwentne dążenie władz chińskich do zwiększenia międzynarodowego zastosowania renminbi, gdyż dotychczasowe waluty kluczowe zyskały ten status w wyniku działania procesu rynkowego, a nie interwencji państwa. Ponadto Chiny podejmują

wysiłki na rzecz internacjonalizacji renminbi, utrzymując jednocześnie kontrolę przepływów kapitału i niepełną wymienialność waluty krajowej, a także system stałego kursu walutowego. Charakterystyczna jest także dwutorowość strategii wspierającej internacjonalizację renminbi (*two-track strategy*), która koncentruje się z jednej strony na poszerzaniu możliwości rozliczania handlu międzynarodowego w chińskiej walucie, natomiast z drugiej strony obejmuje rozwijanie centrum *offshore* w Hongkongu, w którym oferowany jest coraz szerszy katalog nominowanych w niej aktywów [Subacchi 2010].

Pomimo wspierania procesu internacjonalizacji przez Chiny międzynarodowe zastosowanie renminbi pozostaje w porównaniu z walutami kluczowymi bardzo ograniczone. Udział renminbi w obrocie na globalnym rynku walutowym wynosi zaledwie 0,3%, podczas gdy w przypadku dolara jest to 84,9%, a w przypadku euro 39,1%. Udział renminbi jako waluty rezerwowej jest bliższy zeru, podczas gdy w dolarach utrzymywane jest 62,2% rezerw, natomiast w euro 23,7% [Currency... 2013].

Tabela 2. Dekompozycja walutowa średniodziennego obrotu na globalnym rynku walutowym (%)

Waluta	1998	2001	2004	2007	2010
Dolar amerykański	86,8	89,9	88	86,6	84,9
Euro	–	37,9	37,4	37	39,1
Marka niemiecka	30,5	–	–	–	–
Frank francuski	5	–	–	–	–
ECU i inne waluty ESW	16,8	–	–	–	–
Jen japoński	21,7	23,5	20,8	17,2	19
Funt szterling	11	13	16,5	14,9	12,9
Frank szwajcarski	7,1	6	6	6,8	6,4
Renminbi	0	0	0,1	0,5	0,3
Inne waluty	21,1	29,7	31,2	37	37,4
Łącznie*	200	200	200	200	200

* Ponieważ każda transakcja obejmuje jednocześnie udział dwóch walut, suma udziałów procentowych tych walut w obrocie równa się do 200.

Źródło: [Bank for International... 2010].

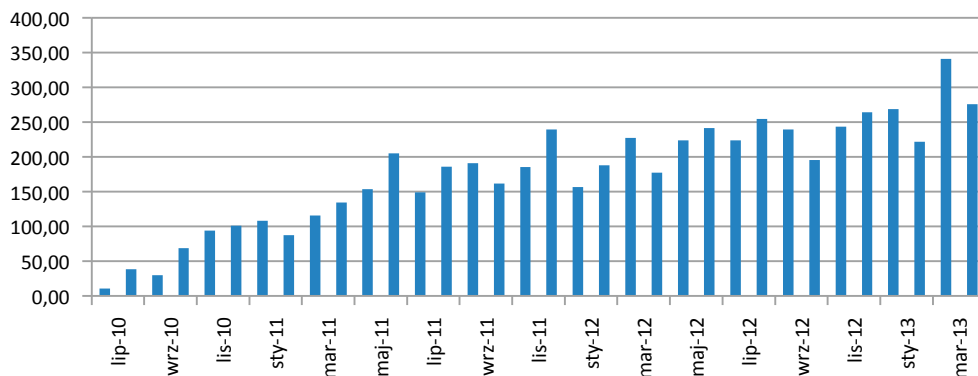
Internacjonalizacja renminbi wiąże się przede wszystkim z rozwojem centrum *offshore* w Hongkongu od 2004 r., czyli od czasu, kiedy umożliwiono prowadzenie w ograniczonym zakresie operacji w renminbi przez zlokalizowane tam banki. Operacje te obejmowały początkowo przyjmowanie depozytów, wymianę walut, operacje czekowe i przekazy pieniężne, a następnie ich zakres był systematycznie poszerzany [Jackson i Rossi 2011]. Takie podejście jest analogiczne do selektywnego i eksperymentalnego charakteru rynkowej transformacji Chin, w szczególności przypomina zaś rolę specjalnych stref

ekonomicznych. Rozwój rynku *offshore* w Hongkongu służy zatem do przetestowania nowych rozwiązań i ich prawdopodobnego rozszerzenia na Chiny kontynentalne w przyszłości. Podkreślić należy, że promowanie szerszego wykorzystania renminbi i wspieranie rozwoju centrum *offshore* w Hongkongu zostało przyjęte jako jeden z celów sformułowanych w planie pięcioletnim na lata 2011–2015 [Jiabao 2011, s. 37].

Przełomowym zdarzeniem dla rozwoju centrum *offshore* w Hongkongu było uruchomienie w lipcu 2009 r. programu pilotażowego dla rozliczeń transakcji handlu zagranicznego w renminbi (*Pilot Program of Renminbi Settlement of Cross-border Trade Transactions*). Do tego czasu praktycznie cały handel zagraniczny Chin rozliczany był w walutach obcych, przede wszystkim w dolarach. W początkowej fazie programu pilotażowego wybrane chińskie przedsiębiorstwa mogły rozliczać handel w renminbi, jednakże jego zasięg geograficzny został ograniczony do pięciu miast (Shanghai, Guangzhou, Shenzhen, Dongguan i Zhuhai), natomiast partnerzy zagraniczni mogli pochodzić jedynie z Hongkongu, Macau lub z państw członkowskich Stowarzyszenia Narodów Azji Południowo-Wschodniej (*Association of South-East Asian Nations – ASEAN*)¹ [Renminbi... 2009]. W czerwcu 2010 r. zasięg programu został rozszerzony i objął 20 prowincji w Chinach, a ograniczenia co do lokalizacji partnerów zagranicznych zostały zniesione. W sierpniu 2011 r. wskutek kolejnego rozszerzenia zlikwidowano również ograniczenia w stosunku do zasięgu geograficznego dla podmiotów krajowych. Dzięki rozwojowi programu pilotażowego coraz większa liczba krajowych i zagranicznych eksporterów i importerów może rozliczać handel w renminbi oraz prowadzić związane z tym operacje finansowe za pośrednictwem wybranych banków.

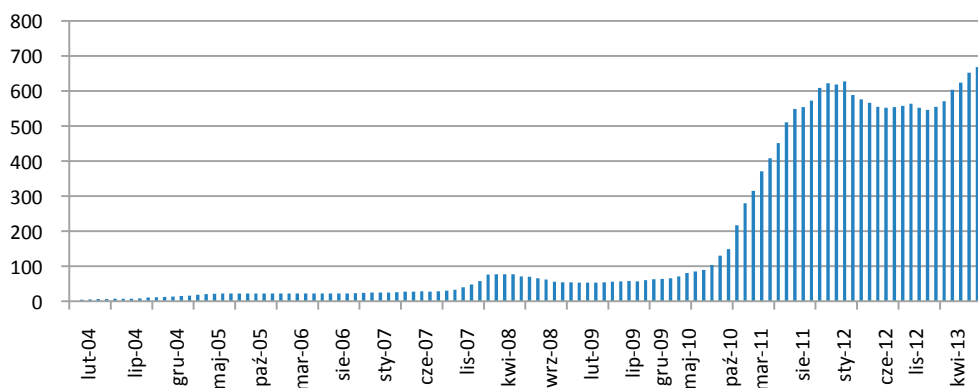
W pierwszej fazie funkcjonowania programu pilotażowego (od lipca 2009 r. do października 2010 r.) wartość handlu rozliczanego w renminbi przez banki w Hongkongu pozostawała niewielka ze względu na ograniczenie jego zasięgu jedynie do pięciu miast. Po rozszerzeniu programu w 2010 r. nastąpił dynamiczny wzrost wartości handlu rozliczanego w renminbi z 68,62 mld RMB w październiku 2010 r. do 275,42 mld RMB w kwietniu 2013 r. W rezultacie rósł też udział handlu zagranicznego Chin rozliczanego w renminbi w całości obrotów handlowych. W I kwartale 2013 r. 16,3% handlu Chin rozliczane było w renminbi.

¹ Członkami ASEAN są (w kolejności przystąpienia): Filipiny, Indonezja, Malesja, Singapur, Tajlandia (państwa założycielskie, 1967), Brunei (1984), Wietnam (1995), Laos i Birma (1997), Kambodża (1999).

Rysunek 6. Wartość handlu rozliczanego przez banki w Hongkongu w renminbi (mld RMB)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Hong Kong Monetary Authority.

Program pilotażowy przyczynił się przez ekspansję rozliczeń handlowych w renminbi do dynamicznego wzrostu wartości depozytów prowadzonych w tej walucie przez banki w Hongkongu. O ile w kwietniu 2004 r. ich wartość wynosiła 5,5 mld RMB, to w kwietniu 2013 r. osiągnęła 677 mld RMB.

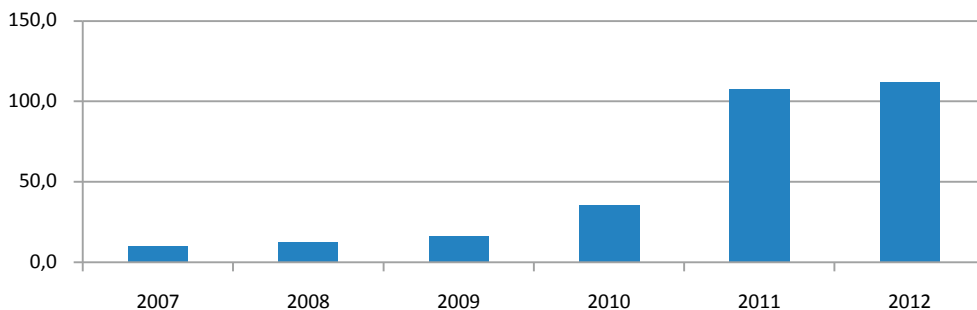
Rysunek 7. Wartość depozytów w renminbi w Hongkongu (mld RMB)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Hong Kong Monetary Authority.

Ponieważ jednym z warunków internacjonalizacji waluty krajowej jest dostęp inwestorów zagranicznych do aktywów w niej nominowanych i ich odpowiednia podaż, Chiny zdecydowały się na zapewnienie takiej możliwości, zezwalając na emitowanie od 2007 r. obligacji w centrum *offshore* w Hongkongu przez chińskie instytucje finansowe, a następnie rozszerzając katalog uprawnionych podmiotów na spółki chińskie, korporacje międzynarodowe i międzynarodowe instytucje finansowe. W 2009 r. obligacje skarbowe po raz pierwszy wyemitowało tam chińskie Ministerstwo Finansów, natomiast rok później McDonald's jako pierwsza zagraniczna korporacja wyemitował w Hongkongu obligacje nominowane w renminbi [Subacchi 2010].

Wartość wyemitowanych obligacji *dim sum*² pozostawała początkowo bardzo skromna i nie przekraczała 20 mld RMB w pierwszych trzech latach po dopuszczeniu emisji. Przyspieszenie, podobnie jak w przypadku depozytów, miało miejsce po zainicjowaniu programu pilotażowego i intensyfikacji rozliczeń handlowych w renminbi. W rezultacie wartość plasowanych obligacji *dim sum* wzrosła gwałtownie z 35,8 mld RMB w 2010 r. do 107,9 mld RMB w 2011 r. Równie skokowy był wzrost liczby podmiotów dokonujących emisji z 16 w 2010 r. do 81 w 2011 r. [Hong Kong... 2012]. Wzrostowi liczby emitentów towarzyszyła także ich dywersyfikacja. O ile początkowo były to głównie banki chińskie i Ministerstwo Finansów, to z czasem coraz większa część emisji przypadała na międzynarodowe instytucje finansowe (np. Azjatycki Bank Rozwoju, Bank Światowy) i korporacje międzynarodowe (np. McDonald's, Volkswagen), a także chińskie niebankowe instytucje finansowe.

Rysunek 8. Wartość obligacji wyemitowanych w renminbi w Hongkongu (mld RMB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Hong Kong Monetary Authority.

Podjęte przez Chiny kroki w kierunku internacjonalizacji renminbi nie ograniczają się do rozwijania centrum *offshore* w Hongkongu. Jak już wspomniano, Chiny stosują kontrolę przepływów kapitału, jednak nie dotyczy ona wszystkich transakcji rejestrowanych na rachunku obrotów kapitałowych i finansowych. Liberalizacja nastąpiła w przypadku zagranicznych inwestycji bezpośrednich, w związku z czym nierezydenci mają swobodę ich dokonywania w Chinach. Kontroli podlegają natomiast przepływy związane z inwestycjami portfelowymi, jednak i w tym przypadku nastąpiła częściowa liberalizacja. W 2002 r. wprowadzono program ustanawiający instytucję kwalifikowanego zagranicznego inwestora instytucjonalnego (*Qualified Foreign Institutional Investor – QFII*), który umożliwia zagranicznym inwestorom po uzyskaniu zezwolenia inwestować w akcje nominowane w renminbi na giełdach w Szanghaju i Shenzhen. Liczba tych inwestorów przekracza obecnie 100, a limit inwestycji został podniesiony z 30 mld USD do 80 mld USD w kwietniu 2013 r. Przeciwnie niż

² Obligacjami *dim sum* są obligacje nominowane w renminbi emitowane poza terytorium Chin.

w przypadku akcji, nierezydenci nie mają jednak praktycznie żadnych możliwości inwestowania w emitowane w Chinach obligacje i inne papiery dłużne nominowane w renminbi. W 2007 r. uruchomiony został program ustanawiający instytucję kwalifikowanego krajowego inwestora instytucjonalnego (*Qualified Domestic Institutional Investor – QDII*), który umożliwi podmiotom krajowym w ograniczonym zakresie inwestowanie na giełdach za granicą [Gao i Yu 2011, s. 121].

Dążąc do zwiększenia międzynarodowego zastosowania renminbi, Chiny podjęły także działania mające na celu dostarczenie płynności w tej walucie innym krajom. W związku z tym Ludowy Bank Chin zawiera umowy o swapach walutowych (*bilateral swap agreements*) z bankami centralnymi. Umowy takie podpisywane były już wcześniej w ramach tzw. inicjatywy z Chiang Mai (*Chiang Mai Initiative – CMI*). Wówczas ich głównym celem było jednak dostarczanie płynności w dolarach amerykańskich na wypadek wystąpienia oznak kryzysu walutowego, przez co starano się nie dopuścić do powtórzenia zdarzeń charakterystycznych dla kryzysu azjatyckiego lat 1997–1998 [*China's...* 2013]. W odróżnieniu od swapów zawieranych w ramach CMI, porozumienia tego typu podpisywane od grudnia 2008 r. mają na celu głównie wspieranie rozliczania wzajemnego handlu i inwestycji w chińskiej walucie, a także wzmocnienie dwustronnej współpracy finansowej [Ito 2011, s. 5–6]. Nieoficjalnym celem jest także zachęcenie banków centralnych w tych krajach do utrzymywania części rezerw walutowych w renminbi. Swapy te przewidują dostarczanie płynności w renminbi, a nie w dolarach. Od czasu podpisania pierwszego tego typu porozumienia w grudniu 2008 r. z Bankiem Korei, Ludowy Bank Chin zawarł do marca 2013 r. 24 umowy o swapach walutowych z 19 krajami. Najwięcej porozumień, cechujących się ponadto najwyższą wartością, podpisano z krajami azjatyckimi.

Tabela 3. Swapy walutowe w renminbi zawarte przez Ludowy Bank Chin

Lp.	Data podpisania	Kraj	Wartość (mld RMB)	Okres
1	26.03.2013	Brazylia	190	3 lata
2	07.03.2013	Singapur	300	3 lata
3	26.06.2012	Ukraina	15	3 lata
4	22.03.2012	Australia	200	3 lata
5	20.03.2012	Mongolia	10	3 lata
6	21.02.2012	Turcja	10	3 lata
7	08.02.2012	Malezja	180	3 lata
8	17.01.2012	Zjednoczone Emiraty Arabskie	35	3 lata
9	23.12.2011	Pakistan	10	3 lata
10	22.12.2011	Tajlandia	70	3 lata
11	22.11.2011	Hongkong	400	3 lata

12	26.10.2011	Korea Południowa	360	3 lata
13	13.06.2011	Kazachstan	7	3 lata
14	06.05.2011	Mongolia	5	3 lata
15	19.04.2011	Uzbekistan	0,7	3 lata
16	18.04.2011	Nowa Zelandia	25	3 lata
17	23.07.2010	Singapur	150	3 lata
18	09.06.2010	Islandia	3,5	3 lata
19	02.04.2013	Argentyna	70	3 lata
20	23.03.2009	Indonezja	100	3 lata
21	11.03.2009	Białoruś	20	3 lata
22	08.02.2009	Malezja	80	3 lata
23	20.01.2009	Hongkong	200	3 lata
24	12.12.2008	Korea Południowa	180	3 lata

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ludowego Banku Chin.

Analiza międzynarodowego zastosowania renminbi wskazuje, że waluta Chin w bardzo ograniczonym stopniu pełni funkcję waluty międzynarodowej, przy czym zastosowanie to ogranicza się praktycznie tylko do sfery prywatnej, w sferze oficjalnej pozostaje znikome.

Najbardziej proces internacjonalizacji zaawansowany jest w przypadku rozliczania handlu zagranicznego i w związku z tym można stwierdzić, że renminbi w coraz większym stopniu pełni funkcję środka płatniczego i miernika wartości, będąc walutą transakcyjną i walutą kwotowania w handlu międzynarodowym. Zakres wykorzystania renminbi w funkcji środka tezauryzacji pozostaje bardzo niewielki, jednak wzrost wartości emisji obligacji i innych aktywów denominowanych w renminbi w Hongkongu, a także ogromny popyt na nie, świadczą o tym, że renminbi w coraz większym stopniu staje się także walutą inwestycyjną. Renminbi nie można jednak uznać za walutę pełniącą funkcje waluty międzynarodowej w sferze oficjalnej. Zastosowanie renminbi jako waluty rezerwowej pozostaje marginalne, w związku z czym nie pełni też funkcji waluty referencyjnej ani waluty interwencyjnej.

Szanse i bariery internacjonalizacji renminbi

Chiny spełniają obecnie jedynie część przedstawionych wcześniej kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej. Przede wszystkim odnosi się to do udziału w światowym produkcie brutto (11,47% w 2012 r.) oraz udziału w handlu międzynarodowym (10,38% eksportu oraz 9,43% importu światowego w 2011 r.). Ponadto dynamiczny i utrzymujący się od ponad trzech dekad wzrost gospodarczy również należy uznać za czynnik wspierający umiędzynarodowienie chińskiej waluty. Duży udział w handlu światowym oraz szybki

rozwój gospodarczy prowadzą do zwiększonego popytu inwestorów na renminbi. Chiny spełniają też kryterium internacjonalizacji odnoszące się do utrzymywania stabilnej wartości waluty w czasie, ponieważ renminbi ulega od 2010 r. systematycznej aprecjacji, a stopa inflacji utrzymuje się na umiarkowanym poziomie i w 2012 r. wyniosła 2,7%, czyli znajdowała się poniżej celu inflacyjnego 3,5%. Internacjonalizacji renminbi sprzyja także polityka władz Państwa Środka promująca międzynarodowe zastosowanie waluty krajowej, a także przekonanie inwestorów, ekspertów i wielu rządów o nieuchronności tego procesu, a nawet możliwości zastąpienia dolara w roli dominującej waluty międzynarodowej.

Zwiększeniu międzynarodowego zastosowania renminbi może też sprzyjać ewentualne włączenie tej waluty do koszyka tworzącego emitowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy specjalne prawa ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR), do czego Chiny ewidentnie dążą. Świadczy o tym wysunięta w marcu 2009 r. przez Z. Xiaochuana, prezesa Ludowego Banku Chin, koncepcja reformy międzynarodowego systemu walutowego, postulująca zastąpienie opartego na walutach narodowych pieniądza międzynarodowego pieniądzem ponadnarodowym, którego funkcję pełniłyby właśnie SDR. Xiaochuan [2009] argumentuje, że rozwiązanie takie uniezależnia podaż pieniądza międzynarodowego od interesów poszczególnych krajów oraz eliminuje problem kredytowania krajów emitentów walut międzynarodowych, a w rezultacie sprzyja stabilności finansowej w gospodarce światowej i zmniejsza prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu globalnego. Proponuje on stopniowe zwiększanie roli SDR, w szczególności poprzez kolejne alokacje, oraz poszerzenie możliwości zastosowania SDR, zwłaszcza ich rozciągnięcie na handel międzynarodowy oraz transakcje na rynkach finansowych, a także rozszerzenie składu koszyka walut tworzących SDR, aby wchodziły do niego waluty wszystkich najbardziej znaczących gospodarek świata. Aspiracją chińskich władz jest włączenie renminbi do koszyka walut tworzących SDR podczas jego okresowego przeglądu planowanego na 2015 r. Sprzyjałoby to internacjonalizacji renminbi, jednak jak dotąd MFW odrzucał taką możliwość ze względu na niepełną wymienialność chińskiej waluty [Vallee 2012, s. 28].

Państwo Środka nie spełnia jednak szeregu innych kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej, w szczególności odnoszących się do swobody przepływów kapitału i zakresu wymienialności waluty, charakteru systemu kursu walutowego oraz poziomu rozwoju rynku finansowego. Procesowi temu nie sprzyjają ponadto nierównowaga wewnętrzna, niezrównoważony charakter wzrostu gospodarczego oraz koszty obecnie realizowanego proeksportowego modelu wzrostu gospodarczego i związane z nim ryzyko – stanowiące barierę dla dalszego dynamicznego rozwoju Chin.

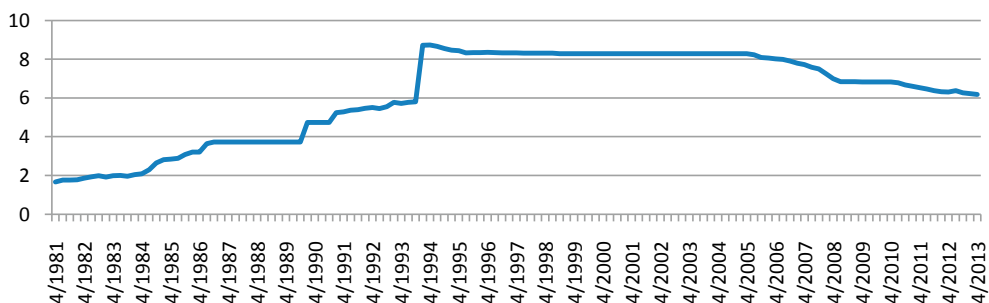
System kursu walutowego Chin jest *de facto* systemem kursu stałego, podczas gdy, jak wskazują Prasad i Ye [2012], internacjonalizacja waluty krajowej wymaga systemu kursu płynnego. Po trwającym ponad dekadę silnym

powiązaniu renminbi z dolarem, w lipcu 2005 r. Ludowy Bank Chin ogłosił reformę reżimu kursowego i wprowadzenie systemu kierowanego kursu płynnego (*managed floating*), w którym renminbi powiązane miało być z koszykiem walut, a poziom kursu w większym stopniu odzwierciedlać miał relacje popytu i podaży na rynku walutowym [Goldstein i Lardy 2008, s. 2]. Bank centralny podał co prawda skład tego koszyka, jednak nie określił wag poszczególnych walut wchodzących w jego skład. Oficjalnie wagi odzwierciedlać miały udział transakcji rejestrowanych na rachunku obrotów bieżących dokonywanych w tych walutach [Funke i Gronwald 2008, s. 1583]. Frankel i Wei [2007] wskazują, iż pomimo odniesienia kursu renminbi do koszyka walut, po dokonaniu reformy wartość renminbi pozostawała nadal w silnym związku z wartością dolara, który stanowił największą część referencyjnego koszyka walut.

Od czasu wprowadzenia reformy systemu kursowego w lipcu 2005 r. renminbi ulegało jednak systematycznej aprecjacji (z wyjątkiem okresu od lipca 2008 r. do czerwca 2010 r., kiedy ponownie usztywniono kurs renminbi wobec dolara w związku z pojawieniem się w gospodarce chińskiej objawów globalnego kryzysu w postaci spadku eksportu i dążenia do przeciwdziałania temu trendowi). Skala aprecjacji nominalnej renminbi względem dolara w latach 2005 i 2006 wynosiła 3%, a następnie w latach 2007 i 2008 wzrosła do 7% [Goldstein i Lardy 2009, s. 11]. W okresie od lipca 2005 r. do lipca 2008 r. nominalny kurs walutowy renminbi obniżył się z poziomu 8,11 RMB za 1 USD do 6,83 RMB za 1 USD, natomiast nominalna aprecjacja renminbi względem dolara wyniosła 18,7% (wraz z początkową aprecjacją w wysokości 2,1% całkowita aprecjacja renminbi wyniosła w tym okresie 20,8%). Po przywróceniu systemu kursowego wprowadzonego w lipcu 2005 r., w okresie od czerwca 2010 r. do kwietnia 2013 r. nominalna aprecjacja renminbi względem dolara wyniosła 10%, natomiast aprecjacja realna była wyższa ze względu na wyższy poziom inflacji w Chinach niż w Stanach Zjednoczonych i wyniosła 16,2%. W całym okresie po zmianie reżimu kursowego, czyli od lipca 2005 r. do kwietnia 2013 r., realna aprecjacja renminbi względem dolara wyniosła 44,8%, natomiast aprecjacja w przypadku realnego efektywnego kursu walutowego osiągnęła 34% [Report... 2013, s. 16].

Poza zezwoleniem na stopniową aprecjację renminbi Chiny dokonywały także stopniowego uelastyczniania reżimu kursowego. Zwiększenie elastyczności mechanizmu kursowego nastąpiło w maju 2007 r., kiedy rozszerzono pasmo wahań kursu renminbi wokół parytetu z $\pm 0,3\%$ do $\pm 0,5\%$. Następnie po ustabilizowaniu się sytuacji związanej z transmisją globalnego kryzysu do gospodarki chińskiej poszerzono dzienne pasmo wahań do $\pm 1\%$ w kwietniu 2012 r. [Skopiec 2013, s. 161–163].

Rysunek 9. Ewolucja poziomu kursu walutowego USD/RMB (dane miesięczne)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych www.data360.org (dostęp 5.06.2013).

Aprecjacja renminbi i będący jej skutkiem spadek stopnia niedowartościowania chińskiej waluty oraz zwiększenie elastyczności reżimu kursowego należy uznać za czynnik sprzyjający internacjonalizacji renminbi, podobnie jak częste deklaracje przywódców chińskich odnoszące się do zamiaru kontynuowania reformy systemu kursu walutowego. Biorąc pod uwagę gradualne podejście charakteryzujące chińską transformację ustrojową, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest także gradualne prowadzenie reformy polityki kursu walutowego, a mianowicie stopniowe uelastycznianie obecnego systemu i systematyczna rewaluacja renminbi. Potwierdza to dotychczasowa ewolucja chińskiego reżimu kursowego. Kluczowe znaczenie mają także koszty upłynnienia renminbi w ramach dotychczasowego modelu wzrostu gospodarczego oraz skutki kryzysu w krajach rozwiniętych i słaba koniunktura w gospodarce światowej, co prowadzi do spadku popytu na chiński eksport i powoduje konieczność stymulowania wzrostu gospodarczego przez władze Chin. Bardziej radykalne zmiany systemu kursu walutowego staną się możliwe po przejściu do modelu wzrostu opartego w większym stopniu na rynku wewnętrznym.

Chiny nie spełniają także kryterium internacjonalizacji waluty krajowej odnoszącego się do swobody przepływów kapitału i pełnej wymienialności waluty. Renminbi jest od 1996 r. walutą wymienialną według standardu określonego w art. VIII statutu MFW, czyli wymienialność ograniczona jest do transakcji rejestrowanych na rachunku obrotów bieżących. Co prawda chińskie władze poczyniły wiele kroków w kierunku liberalizacji transakcji kapitałowych, o których była mowa w poprzednim punkcie, jednakże zakres stosowanych ograniczeń nadal świadczy o relatywnie silnej kontroli przepływów kapitału. Zgodnie z oficjalnymi deklaracjami i założeniami planu pięcioletniego na lata 2011–2015 Chiny będą dążyły do coraz pełniejszej liberalizacji przepływów kapitału [Jiabao 2011, s. 33–34]. O tendencji takiej świadczą także dotychczasowe działania w tym zakresie.

Liberalizacja przepływów kapitału w warunkach systemu kursu stałego stanowić będzie znaczny problem dla Chin, który wynika z tzw. trylematu polityki makroekonomicznej w gospodarce otwartej (*open economy trilemma*).

Oznacza to, że spośród trzech celów, które stara się osiągnąć większość krajów, a mianowicie niezależności polityki monetarnej, stabilności kursów walutowych (w postaci systemu kursu stałego) oraz swobody przepływów kapitału, tylko dwa mogą zostać osiągnięte jednocześnie [Krugman i Obstfeld 2007, s. 502]. Kraje, które pragną osiągnąć stabilność kursu walutowego, ale jednocześnie zachować niezależność polityki monetarnej, muszą wprowadzić kontrolę przepływów kapitału. Stabilność kursu walutowego w warunkach swobody przepływów kapitału możliwa będzie tylko wówczas, gdy kraj zastosuje system zarządu walutą (*currency board*). Natomiast kraje pragnące zachować niezależną politykę monetarną w warunkach swobodnego przepływu kapitału muszą utrzymywać system płynnego kursu walutowego. W związku z tym wprowadzenie swobody przepływów kapitału przy utrzymaniu stałego kursu renminbi naraziłoby Chiny na ataki spekulacyjne i destabilizację słabo rozwiniętego systemu finansowego, a także pozbawiłoby Państwo Środka istotnego instrumentu realizacji celów wewnętrznych, jakim jest polityka monetarna. Ze względu na to otwarcie rachunku kapitałowego powinno być poprzedzone upłynnieniem kursu renminbi.

Chiny nie spełniają również warunku odnoszącego się do poziomu rozwoju rynku finansowego. System finansowy Chin uważany jest za jedno z najsłabszych ogniw gospodarki tego kraju, które stać się może barierą dalszego jej wzrostu, a nawet źródłem kryzysu finansowego. W systemie finansowym kluczową rolę odgrywa nadal słabo rozwinięty sektor bankowy, w którym dominującą pozycję mają cztery największe banki państwowe, co zmniejsza konkurencję i czyni rynek mniej efektywnym. Problemem tych banków jest także znaczna wartość złych długów, w szczególności zaciągniętych przez przedsiębiorstwa państwowe, gdyż ocena zdolności kredytowej jest niedostateczna, a faworyzowane są przedsiębiorstwa państwowe i przedsięwzięcia infrastrukturalne. Ponadto znaczna część kredytów bankowych przeznaczona jest na inwestycje w nieruchomości, których ceny systematycznie rosną. Pęknięcie narastającej na rynku nieruchomości bańki będzie prowadziło do kryzysu bankowego, którego ryzyko stwarzają także narastające złe długi [Allen, Qian J. i Qian M. 2008, s. 506–508].

Douglass i Lardy [2011] wskazują na trzy warunki, które muszą zostać spełnione, aby można było z powodzeniem wprowadzić swobodę przepływów kapitału i pełną wymienialność waluty: stabilny system bankowy, rozwinięty rynek finansowy i kurs walutowy równowagi. Obecnie Chiny nie spełniają żadnego z powyższych warunków, w związku z czym liberalizacja transakcji kapitałowych i wprowadzenie pełnej wymienialności renminbi nie są wskazane. Dokonanie tego w sytuacji słabo rozwiniętego rynku finansowego i w ramach systemu kursu stałego doprowadziłoby do kryzysu finansowego w Chinach.

Bariery internacjonalizacji renminbi związane są także z negatywnymi efektami realizowanego przez Chiny proeksportowego modelu wzrostu gospodarczego, które stanowią zagrożenie dla dalszego dynamicznego rozwoju Państwa Środka. Wzrost gospodarczy w Chinach ma charakter niezrównoważony, gdyż

intensywnej rozbudowie sektora eksportowego, powodującej powstanie w nim nadmiernych mocy produkcyjnych, towarzyszy dużo mniejszy udział sektora usług w tworzeniu PKB. Niezrównoważony charakter wzrostu gospodarczego doprowadził także do powstania ogromnych dysproporcji w poziomie rozwoju i podziale dochodu między regionami oraz między miastem i wsią. Regiony północno-zachodnie cechują się niższym tempem wzrostu gospodarczego oraz znacznie niższym PKB *per capita* niż regiony południowo-wschodnie. [Bhau-mik 2009, s. 136–144]. Ponadto infrastruktura jest tam słabo rozwinięta, a wartość napływających zagranicznych inwestycji bezpośrednich dużo niższa. Następstwem niezrównoważonego wzrostu gospodarczego są ponadto dysproporcje w poziomie dochodu oraz dostępu do infrastruktury społecznej między miastem i wsią. Wartość współczynnika Giniego, będącego wskaźnikiem nierówności społecznej, z poziomu 0,3 w 1978 r. wzrosła obecnie do 0,47, co świadczy o narastaniu nierówności społecznych w okresie transformacji rynkowej [Chen i in. 2010]. Energochłonny i surowcochłonny typ wzrostu gospodarczego stał się także źródłem ogromnego zanieczyszczenia środowiska, wskutek czego Chiny znajdują się na skraju katastrofy ekologicznej. Obecnie Chiny klasyfikowane są w oparciu o wskaźnik rozwoju społecznego (*Human Development Index* – HDI) jako kraj o średnim poziomie rozwoju [Human... 2011].

Czynnikiem negatywnie wpływającym na perspektywy internacjonalizacji renminbi jest też znaczny poziom korupcji w Chinach, co stanowi znaczne obciążenie dla systemu fiskalnego Państwa Środka. Korupcja jest problemem dotyczącym w szczególności władz lokalnych, które w wyniku realizowanej w okresie transformacji decentralizacji uzyskały znaczną swobodę decyzyjną. Zachowaniom korupcyjnym sprzyjają w tym przypadku silne powiązania z biznesem. Doprowadziło to do znacznego poziomu zadłużenia władz lokalnych [Bergsten i in. 2008, s. 91–100].

Przezwyciężeniu przedstawionych barier i wzrostowi roli renminbi w międzynarodowym systemie walutowym będą sprzyjały reformy gospodarki chińskiej, w szczególności zmiana modelu wzrostu gospodarczego w kierunku zwiększenia roli rynku wewnętrznego w tworzeniu PKB, wspieranie rozwoju systemu finansowego (liberalizacja stóp procentowych i zniesienie restrykcji nadmiernie ograniczających swobodę funkcjonowania rynku finansowego), a także uelastycznienie reżimu kursowego. Reformy te będą zwiększały potencjał renminbi jako waluty międzynarodowej.

Konkluzje

Rosnąca pozycja Chin w gospodarce światowej, w szczególności przejawiająca się znacznym udziałem w handlu międzynarodowym oraz w światowym produkcie brutto, stwarza znaczne możliwości internacjonalizacji renminbi. Wielkość gospodarki nie jest jednak warunkiem wystarczającym. Chiny nie spełniają wielu istotnych kryteriów internacjonalizacji waluty krajowej, w szczególności odnoszących się do swobody przepływów kapitału i zakresu

wymienialności waluty, charakteru reżimu kursowego oraz poziomu rozwoju rynku finansowego. Przede wszystkim renminbi nie jest walutą w pełni wymienialną (wymienialność istnieje w odniesieniu do transakcji na rachunku obrotów bieżących oraz tylko niektórych transakcji rachunku kapitałowego i finansowego). Chiny nie wprowadziły jeszcze swobody przepływów kapitału, co uniemożliwia stosowanie renminbi przez nierezydentów w przypadku większości transakcji rejestrowanych na rachunku kapitałowym i finansowym. Ponadto Chiny nie posiadają rozwiniętego rynku finansowego, charakteryzującego się dużym obrotem i szerokim spektrum dostępnych instrumentów finansowych. W szczególności barierą jest słabo rozwinięty rynek papierów dłużnych. System bankowy, który stanowi dominujący segment systemu finansowego Chin, również nie jest dobrze rozwinięty. Wiodącą rolę odgrywają w nim banki państwowe. Barierą jest także mało przejrzysty system stałego kursu walutowego i utrzymywanie renminbi na niedowartościowanym poziomie w celu zwiększenia cenowej konkurencyjności eksportu. Internacjonalizacji renminbi nie sprzyja również niezrównoważony charakter wzrostu gospodarczego i strukturalne słabości chińskiej gospodarki.

Rezultatem wspomnianych ograniczeń jest niewielka skala międzynarodowego zastosowania renminbi. Udział chińskiej waluty w obrocie na globalnym rynku walutowym wynosi zaledwie 0,3%, natomiast w przypadku rezerw walutowych jest bliski zeru. Chiny prowadzą jednak od kilku lat strategię promującą międzynarodowe zastosowanie renminbi. W szczególności dotyczy to dwóch obszarów, a mianowicie umożliwienia rozliczania handlu zagranicznego w renminbi oraz wspierania rozwoju centrum *offshore* dla transakcji i instrumentów w renminbi w Hongkongu. Działania te doprowadziły do szybkiego wzrostu udziału handlu rozliczanego w walucie krajowej w całym handlu zagranicznym Chin (16,3% w I kwartale 2013 r.), a także dynamicznego wzrostu wartości depozytów i obligacji emitowanych w renminbi w Hongkongu. Ponadto Ludowy Bank Chin zawiera od 2008 r. umowy o swapach walutowych z innymi bankami centralnymi w celu wspierania rozliczania wzajemnego handlu w chińskiej walucie, a także zachęcenia tych banków do utrzymywania rezerw walutowych w renminbi.

Ze względu na niespełnienie przez Chiny szeregu warunków internacjonalizacji waluty krajowej, renminbi pozostaje obecnie potencjalną walutą międzynarodową i nie stanowi zagrożenia dla dolara jako dominującej waluty międzynarodowej. Ze względu na wielkość i rolę gospodarki Chin w gospodarce światowej renminbi ma jednak szansę na uzyskanie statusu waluty kluczowej w długim okresie. Warunki niezbędne dla dalszej internacjonalizacji renminbi to wspieranie rozwoju rynku finansowego i zniesienie represji finansowej (zwłaszcza urynkowanie stóp procentowych), liberalizacja przepływów kapitału i poszerzenie zakresu wymienialności renminbi, zwiększenie elastyczności systemu kursu walutowego, a także przezwyciężenie strukturalnych słabości chińskiej gospodarki oraz reformy związane z przejściem do modelu zrównoważonego wzrostu gospodarczego opartego w większym stopniu na rynku

wewnętrznym i sektorze usług. Wspomniane reformy wymagają jednak znacznego czasu, w związku z czym nie należy oczekiwać szybkiego przekształcenia się renminbi w walutę kluczową.

Bibliografia

- Allen F., Qian J., Qian M., [2008], *China's Financial System: Past, Present, and Future*, w: *China's Great Economic Transformation*, eds. L. Brandt, T. Rawski, Cambridge University Press, Cambridge.
- Bank for International Settlements, [2010], *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010*.
- Bergsten F., Freeman C., Lardy N., Mitchell D., [2008], *China's Rise. Challenges and Opportunities*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Bhaumik T., [2009], *Old China's New Economy. The Conquest by a Billion Paupers*, SAGE Publications, London.
- Chen J., Dai D., Pu M., Hou W., Feng Q., [2010], *The Trend of the Gini Coefficient of China*, Working Paper No. 109, Brooks World Poverty Institute, The University of Manchester, Manchester.
- China's RMB Bilateral Swap Agreements: What Explains the Choice of Countries?*, [2013], Working Paper No. 13/18, BBVA Research, Hong Kong.
- Chinn M., Frankel J., [2005], *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, Working Paper No. 11510, The National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Cohen B., [2012], *The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right*, „Open Economies Review” Vol. 23, Issue 1.
- Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, [2013], June, International Monetary Fund, Washington.
- Dailami M., Masson P., [2011], *Prospects for a Multipolar International Monetary System*, Report No. 2011:13, Danish Institute for International Studies, Copenhagen.
- Douglass P., Lardy N., [2011], *Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi*, Working Paper No. WP11-6, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Eichengreen B., [2011], *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, Oxford.
- Frankel J., [2012], *Internationalization of the RMB and Historical Precedents*, „Journal of Economic Integration” Vol. 27, Seoul.
- Frankel J., Wei S., [2007], *Assessing China's Exchange Rate Regime*, Working Paper No. 13100, The National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Fratzscher M., Mehl A., [2011], *China's Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tripolar Global Currency System*, Working Paper No. 1392, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Funke M., Gronwald M., [2008], *The Undisclosed Renminbi Basket: Are the Markets Telling Us Something about Where the Renminbi-US dollar Exchange Rate is Going?*, „The World Economy” Vol. 31 Issue 12, Oxford.

- Gao H., Yu Y., [2011], *Internationalisation of the Renminbi*, w: *Currency Internationalisation: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*, Bank for International Settlements, Basel.
- Genberg H., [2009], *Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues*, Working Paper No. 31/2009, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong.
- Goldstein M., Lardy N., [2008], *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Goldstein M., Lardy N., [2009], *The Future of China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Hartmann P., [2003], *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Hong Kong Monetary Authority, [2013] „Monthly Statistical Bulletin” June, No. 226.
- Hong Kong: The Premier Offshore Renminbi Business Centre*, [2012], Hong Kong Monetary Authority.
- Human Development Report*, [2011], The United Nations Development Programme.
- IMF, [2013], World Economic Outlook Database.
- Ito I., [2011], *The Internationalization of the RMB: Opportunities and Pitfalls*, The Council on Foreign Relations, New York.
- Jackson W., Rossi V., [2011], *Hong Kong's Role In Building the Offshore Renminbi Market*, International Economics Programme Paper No. IE PP 2011/01, Chatham House, London.
- Jiabao W., [2011], *Report on the Work of the Government*, Fourth Session of Eleventh National People's Congress, Beijing, 5.03.2011.
- Kang J., Maziad S., [2012], *RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links*, Working Paper No. WP/12/133, International Monetary Fund, Washington.
- Kenen P., [1983], *The Role of the Dollar as an International Currency*, Occasional Paper No. 13, Group of Thirty, New York.
- Kenen P., [2011], *Currency Internationalisation: An Overview*, w: *Currency Internationalisation: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*, Bank for International Settlements, Basel.
- Krugman P., Obstfeld M., [2007], *Ekonomia międzynarodowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Oręziak L., [2008], *Euro – pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt” nr 1.
- Papaioannou E., Portes R., [2008], *Costs and Benefits of Running an International Currency*, Economic Paper No. 348, European Commission, Brussels.
- Prasad E., Ye L., [2012], *The Renminbi's Role in the Global Monetary System*, Discussion Paper No. 6032, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, Bonn.
- Pszczółka I., [2011], *Współczesne waluty międzynarodowe*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Renminbi Trade Settlement Pilot Scheme*, [2009], „Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin” September, Hong Kong.
- Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*, [2013], U.S. Department of the Treasury.

- Skopiec D., [2013], *Polityka kursu walutowego Chin jako czynnik globalnej nierównowagi płatniczej*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Subacchi P., [2010], *One Currency, Two Systems: China's Renminbi Strategy*, Briefing Paper No. IE BP 2010/01, The Royal Institute of International Affairs, London.
- Subramanian A., [2011a], *Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition*, Working Paper No. 11-14, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Subramanian A., [2011b], *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- The World Bank, [2013], *World Development Indicators database* (on-line, wrzesień 2013).
- Vallee S., [2012], *The Internationalisation Path of the Renminbi*, Brugel Working Paper No. 2012/05, Brussels.
- WTO, [2013], *Statistics Database*.
- Xiaochuan Z., [2009], *Reform the International Monetary System*, Review No. 41, Bank for International Settlements, Basle.

PROSPECTS FOR THE INTERNATIONALIZATION OF THE CHINESE CURRENCY

Summary

The article examines the prospects for the international use of the Chinese yuan, a currency otherwise known as the renminbi. The author looks at whether or not the yuan stands a chance of becoming an international currency and identifies the key barriers to the process.

Skopiec highlights the criteria of national currency internationalization and evaluates their fulfillment in the case of China. The study also discusses the costs and benefits of currency internationalization and their role in determining China's strategy to turn the yuan into an international currency.

The methods applied by the author include a literature study and an analysis of China's macroeconomic variables as well as statistical data on the international use of the yuan.

The author argues that the yuan cannot be classified as an international currency at the moment because its use is limited in terms of the different functions of international money. Moreover, China does not meet several crucial currency internationalization criteria, Skopiec notes, in particular those related to the free flow of capital, the scope of currency convertibility, the type of exchange rate system, and the level of financial market development. The author concludes that the yuan is currently viewed as a potential international currency and one that is poised to become a key currency in the long run provided China carries out a string of reforms. These include the adoption of a new growth model (based on an increased share of consumption and services in GDP), financial system development (through interest rate liberalization and abandonment of restrictions that excessively curb the freedom of financial market operations) and the introduction of a more flexible exchange rate regime.

Keywords: international currency, exchange rate, foreign exchange reserves, financial market

JEL classification codes: F02, F31, F41, G15, G18
