

*Magdalena Markiewicz**

INTERNACJONALIZACJA JUANA CHIŃSKIEGO W KONTEKŚCIE KRYZYSU FINANSOWEGO

WSTĘP

Kryzys finansowy, który dotknął bezpośrednio lub pośrednio gospodarki większości krajów świata, spowodował nasilenie dyskusji na temat ewolucji międzynarodowego systemu walutowego, a w tym równowagi walutowej na świecie. W systemie bipolarnym, funkcjonującym od czasu wprowadzenia do obiegu wspólnej waluty europejskiej, euro [Oziewicz, 2012], pojawiły się zakłócenia, które spowodowały powstanie propozycji nowych rozwiązań. Jednym z nich jest stworzenie systemu waluty globalnej opartej o koszyk pięciu najważniejszych walut światowych, za które uważane są dolar amerykański, euro, jen japoński, juan chiński¹ oraz funt brytyjski. Rolę, którą w strefie euro sprawuje Europejski Bank Centralny, miałby wówczas przyjąć Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Juan chiński ma największe szanse wśród walut tzw. rynków wschodzących, aby stać się powszechnie stosowaną walutą międzynarodową. Potencjał juana chińskiego wynika z wielkości ekonomicznej Chin, stabilności makroekonomicznej, zróżnicowanej struktury handlu, jak również wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Dostępność aktywów kapitałowych denominowanych w juanie chińskim, które mogłyby być wykorzystywane w aspekcie globalnych lokat kapitałowych, jest jednak ograniczona ze względu na restrykcje dotyczące przepływów kapitałowych. Jednakże szybki wzrost wolumenu rozliczeń handlowych w juanie chińskim, jak również fakt intensyfikacji emisji obligacji denominowanych w juanie dokonywanych przez chiński rząd i przedsiębiorstwa ulokowane w Hong Kongu, stworzyły nowe kanały udziału juana w obrotach międzynarodowych. Drugim rozwiązaniem dotyczącym ewolucji międzynarodowego systemu walutowego jest natomiast zacieśnienie współpracy pomiędzy krajami emitującymi najważniejsze waluty światowe.

* Dr, adiunkt w Instytucie Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański.

¹ Juan chiński jest walutą Chińskiej Republiki Ludowej i oznaczany jest symbolem CNY. Jednakże ze względu na to, że oficjalnie używane jest w odniesieniu do tej waluty określenie *renminbi*, niektóre źródła podają odpowiadający jej skrót RMB.

Celem artykułu jest wskazanie determinant wzrostu znaczenia juana chińskiego w międzynarodowym systemie walutowym oraz roli tej waluty w kontekście cech waluty międzynarodowej. W związku z tym analizie poddano charakterystyczne dla juana chińskiego uwarunkowania systemowe oraz innowacje wynikające z dążenia władz chińskich do uczynienia własnej waluty krajowej walutą międzynarodową.

1. CECHY I FUNKCJE WALUTY MIĘDZYNARODOWEJ

Pieniądzem międzynarodowym nazywana jest waluta, która jest wykorzystywana przez osoby indywidualne i przedsiębiorstwa, niebędące rezydentami kraju emisji, poza granicami tego kraju lub obszaru gospodarczego. Funkcje waluty międzynarodowej są od siebie zależne i odnoszą się do transakcji wykonywanych zarówno w sektorze prywatnym, jak i w sektorze publicznym. Uznanie danej waluty za walutę międzynarodową nie wiąże się z przyznaniem jej formalnego statusu, lecz z jej faktycznym wykorzystaniem w obrotach walutowych. Cechy waluty międzynarodowej określone są najczęściej poprzez tzw. macierz Cohena, uwzględniającą pełnione przez walutę funkcje w transakcjach prywatnych i oficjalnych (tabela 1).

Tabela 1. Funkcje waluty międzynarodowej w transakcjach prywatnych i oficjalnych

Funkcje pieniądza	Transakcje prywatne	Transakcje oficjalne
Miernik wartości	Waluta fakturowania handlu i kwotowania cen	Denominator systemu kursów walutowych
Środek tezauryzacji	Waluta, w której podmioty prywatne utrzymują płynne środki i inne aktywa (waluta inwestycyjna)	Waluta, w której banki centralne utrzymują oficjalne rezerwy walutowe (waluta rezerwowa)
Środek płatniczy	Waluta płatności w handlu zagranicznym (waluta transakcyjna)	Waluta interwencyjna na rynku walutowym

Źródło: opracowanie na podstawie: B. J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, London 1971, s. 31–34 oraz P. B. Kenen, *The Role of the Dollar as a International Currency*, Group of Thirty, Occasional Paper 1983, nr 13, New York, s. 16.

Biorąc pod uwagę funkcję waluty międzynarodowej jako miernika wartości, określa się jej zdolność do ustalania cen dóbr, usług oraz aktywów i pasywów finansowych, takich jak obligacje, akcje, kredyty i pożyczki denominowane w tej walucie. W transakcjach oficjalnych waluta taka stanowi punkt odniesienia dla innych walut, stanowiąc dla nich swoisty *benchmark*. Z tego powodu walutę taką nazywa się denominatorem kursów walutowych. W przypadku eksportu lub importu dóbr i usług fakturowanie transakcji dokonywane jest najczęściej

w walucie kraju eksportera, bądź w walucie pełniącej ważną rolę międzynarodową lub regionalną. Wybór waluty fakturowania ma znaczenie zarówno dla stron transakcji, jak również dla bilansu płatniczego danego kraju. Według przeprowadzonych przez ekonomistów badań czynnikami wpływającymi na wybór waluty fakturowania są: wielkość kraju i przedsiębiorstwa, udział kraju w rynku danego dobra, znaczenie jako konsumenta lub producenta w skali światowej oraz zróżnicowanie i substytucyjność produktów oraz usług [Bacchetta i Van Wincoop, 2002, Goldberg i Tille, 2009].

Funkcja tezauryzacji przejawia się gromadzeniem oszczędności oraz utrzymywaniem zasobów w formie inwestycji, dzięki czemu można optymalizować poziom ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu. W transakcjach oficjalnych wymiar funkcji tezauryzacji przejawia się poprzez gromadzenie rezerw dewizowych. Zrównoważenie poziomu i struktury rezerw walutowych jest jednym z elementów zarządzania kursem walutowym, a ponadto służy utrzymaniu płynnej obsługi wymiany walutowej podmiotów gospodarczych z zagranicą [Oręziak, 2008]. Na strukturę rezerw walutowych danego kraju wpływają: skłonność do utrzymywania rezerw w walutach głównych partnerów handlowych danego kraju, struktura walutowa długu zagranicznego, rodzaj reżimu walutowego², jak też stabilność wybranych walut rezerwowych. Najważniejszą pozycję rachunku rezerw walutowych stanowią zmiany wielkości oficjalnych rezerw, które odzwierciedlają poziom płynności i wiarygodności kredytowe kraju dla inwestorów zagranicznych [Najlepszy, 2007]. Na główne pozycje rezerw dewizowych składają się: złoto monetarne, specjalne prawa ciągnięcia (*special drawing rights*, SDR), pożyczki netto udzielane przez MFW oraz zapasy środków dewizowych, obejmujące wierzytelności banku centralnego u nierezydentów w formie depozytów, bonów skarbowych oraz rządowych długoterminowych papierów wartościowych płatnych na żądanie.

Waluta transakcyjna służy do realizacji płatności na rynku towarowym i kapitałowym. Funkcja płatnicza (transakcyjna) waluty wynika z faktycznego dokonania płatności w danej walucie, nawet jeśli cena fakturowa została ustalona w innej walucie. W warunkach kryzysu szczególnego znaczenia nabiera również funkcja interwencyjna waluty międzynarodowej, umożliwiającą bankom centralnym zmniejszenie fluktuacji kursu walutowego, uzyskanie pożądanego poziomu tego kursu, a dzięki temu ograniczenie inflacji i utrzymanie wzrostu gospodarczego i stabilności rynku finansowego. Możliwość dokonywania interwencji uzależniona jest od poziomu rezerw dewizowych, stąd też najczęściej waluty interwencyjne są jednocześnie walutami rezerwowymi. W kontekście funkcji transakcyjnej i interwencyjnej waluty międzynarodowej używane jest pojęcie „waluta przejścia”. Jest to waluta, która wykorzystywana

² Jeżeli dany kraj prowadzi politykę kursu walutowego powiązanego z wybraną walutą, to utrzymuje znaczną część rezerw w tejże walucie.

jest podczas transakcji handlowych i kapitałowych oraz podczas interwencji walutowych, jako waluta *benchmarkowa*, natomiast w transakcje te nie jest zaangażowany kraj emitujący tę walutę. Waluta przejścia jest powszechnie używana w sytuacjach, gdy dwie waluty nie są bezpośrednio do siebie kwotowane i wówczas występuje jako waluta pośrednicząca. Jej charakterystyczną cechą jest wysoka płynność i niskie koszty transakcyjne mierzone wysokością spreadu pomiędzy ceną kupna i sprzedaży [Pszczółka, 2011].

Krytyczne znaczenie dla pełnienia przez walutę funkcji waluty międzynarodowej ma zaufanie rynków finansowych do tej waluty oraz do pozycji gospodarczej i stabilności finansowej emitującego ją kraju, co przejawia się m. in. w postaci niskiego poziomu inflacji oraz sprawnie działającego systemu prawnego [Oręziak, 2001]. Istotnym elementem wpływającym na status waluty międzynarodowej jest wysoka pozycja w gospodarce światowej i udział w światowym eksporcie, z uwzględnieniem dywersyfikacji struktury eksportu, co może zapobiegać nadmiernym fluktuacjom wpływów eksportowych w przypadku zmian *terms of trade* [Marciniak-Neider, 2011].

Międzynarodową rolę waluty determinują takie czynniki, jak: ustabilizowana polityka pieniężna [de Grauwe, 2003], wielkość gospodarki wspierającej daną walutę oraz jej pozycja w gospodarce światowej, zaufanie do polityki gospodarczej i stabilności uwarunkowań instytucjonalno-prawnych kraju emitenta, następnie poziom rozwoju, bezpieczeństwo i płynność rynku finansowego oraz przyzwyczajenie i tradycja [Oręziak, 2005, Pszczółka, 2011]. Kraje, posiadające waluty międzynarodowe, nie powinny stosować ograniczeń w obrocie kapitałowym, a ich waluty powinny być całkowicie wymienne. Istotne jest również funkcjonowanie rozwiniętego i konkurencyjnego systemu bankowego, rynku pieniężnego oraz kapitałowego, jak również efektywnego nadzoru nad rynkami finansowymi.

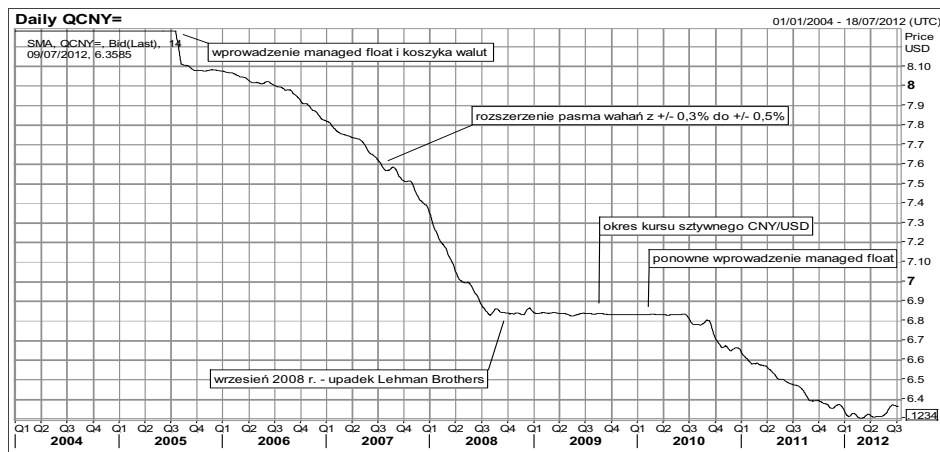
2. REŻIM KURSOWY JUANA CHIŃSKIEGO

Kryzys, który miał miejsce w pierwszej dekadzie XXI w., odzwierciedlił się w zmianach postrzegania walut międzynarodowych. Głównymi przyczynami osłabienia się dolara amerykańskiego były kwestie strukturalne, tj. istnienie tzw. podwójnych deficytów (deficytu bilansu obrotów bieżących i deficytu budżetowego) [Oręziak, 2005]. Finansowanie deficytu było możliwe dzięki emisji papierów wartościowych po stosunkowo niskiej stopie procentowej. Nabywanie amerykańskich papierów skarbowych przez inwestorów międzynarodowych, głównie przez banki centralne z krajów azjatyckich, zwłaszcza z Chin, stwarzało im możliwość wspierania kursu walutowego powiązanego z dolarem na bazie sztywnego parytetu. Wśród walut azjatyckich powiązanych formalnie z dolarem amerykańskim znajdowały się waluty Malezji, Hongkongu (bezpośrednio) oraz

Korei Południowej i Tajwanu (pośrednio, gdyż mimo stosowania kursów płynnych banki centralne tych krajów utrzymywały kursy walut krajowych na niskim poziomie dla zapewnienia odpowiedniej konkurencyjności eksportu). Kraje te stosowały interwencje walutowe w celu zapobieżenia aprecjacji swoich walut wobec dolara amerykańskiego.

Przed 1994 r. waluta chińska była niewymienialna, przy tym stosowano wówczas zarówno kurs oficjalny, jak też wiele kursów wymiany dla różnych regionów kraju, bądź sektorów przemysłowych. Ponadto obowiązywały ograniczenia dewizowe w ramach transakcji rachunku bieżącego i kapitałowego. Handel zagraniczny odbywać się mógł wyłącznie za pośrednictwem państwowych central handlu zagranicznego, ale we wschodniej części Chin powstawały już specjalne strefy ekonomiczne. W 1994 r. władze chińskie związały kurs juana chińskiego z dolarem amerykańskim na poziomie 8,28 CNY/USD (rys. 1), utrzymując go na tym poziomie aż do 20 lipca 2005 r., z dopuszczalnym pasmem wahań $\pm 0,3\%$. Jednocześnie zniesiono kontrole walutowe w zakresie transakcji rachunku bieżącego z zagranicą w stosunku do rezydentów i nierezydentów oraz ujednolicono kurs juana, co wraz z liberalizacją w ramach centralnego planowania gospodarki było krokiem w kierunku spełnienia kryteriów wymienialności według art. VIII Międzynarodowego Funduszu Walutowego [IMF]. Związanie juana z dolarem miało m. in. przeciwdziałać rosnącej inflacji i być sposobem na ustabilizowanie poziomu cen. Posunięcie to okazało się skuteczne w tym zakresie [NBP, 2010], spowodowało jednak kilka znaczących implikacji. Po pierwsze, wzrastająca produktywność gospodarki chińskiej w połączeniu z niską stopą inflacji powodowały, iż w długim terminie wartość juana rosła, prowadząc do wzrostu oczekiwań co do stopy zwrotu z aktywów wyrażonych w tej walucie. Nominalny kurs juana był natomiast niedowartościowany. Aby zapobiec aprecjacji juana, władze chińskie angażowały ogromne środki finansowe, nabywając aktywa denominowane w dolarach amerykańskich, co spowodowało, że Chiny stały się jednym z największych posiadaczy rezerw walutowych wyrażonych w dolarze [Mishkin, 2007]. Warto zauważyć, że amerykańskie papiery wartościowe miały zazwyczaj długi okres zwrotu przy relatywnie niskiej stopie zwrotu.

Możliwość sprzedaży papierów wartościowych azjatyckim inwestorom pozwoliła na utrzymanie w USA niskich stop procentowych, natomiast niskie koszty pozyskiwania funduszy były motorem wydatków konsumpcyjnych na amerykańskim rynku i utrzymywania zapotrzebowania na import (m. in. z Chin) w USA [Oręziak, 2005]. Wzrost chińskich rezerw walutowych powodował jednak, że rosła baza monetarna w Chinach, co potencjalnie prowadziło do wzrostu inflacji. Niedoszacowanie juana oznaczało z kolei, że towary chińskie miały tak niską cenę, że wiele krajów deklarowało starania w kierunku stworzenia barier handlowych z Chinami, o ile chińskie władze nie zdecydują się na rewaluację waluty.



Rysunek 1. Kurs nominalny chińskiego juana do amerykańskiego dolara w latach 2004–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych uzyskanych z serwisu Thomson Reuters na podstawie umowy o współpracy podpisanej przez Uniwersytet Gdański z firmą Thomson Reuters.

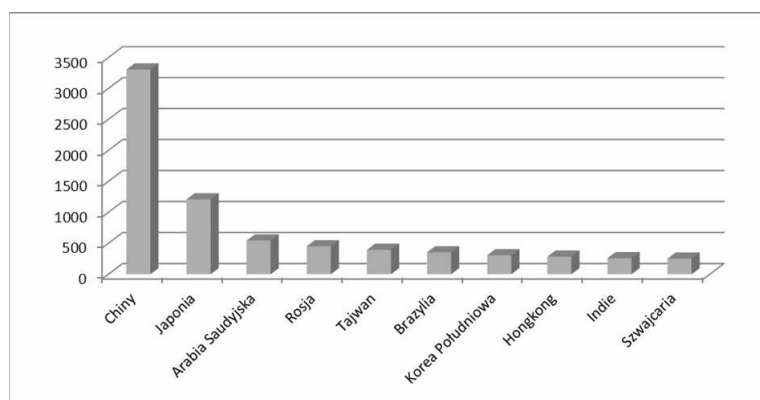
W lipcu 2005 r. Chiny zmieniły sposób kształtowania kursu walutowego, pozwalając na jego wzrost o 2,1%, co oznaczało zmianę z poziomu 8,28 CNY/USD do 8,11 CNY/USD. Jednocześnie zmieniono zaczepienie juana – w miejsce dolara wprowadzono koszyk walut [Mishkin, 2007]. W koszyku walut znalazły się: dolar amerykański, euro, jen japoński, won koreański, a także, w mniejszym zakresie, funt brytyjski, baht tajski, rubel rosyjski, ringgit malezyjski, dolar kanadyjski i dolar australijski. Od lipca 2005 r. do lipca 2008 r. kurs juana miał charakter kursu płynnego zarządzanego (*managed float*). Początkowo przyjęto pasmo wahań $\pm 3\%$, jednak bank centralny Chin zakładał, iż pasmo wahań będzie dostosowywane do aktualnych warunków gospodarczych. W dniu 21 maja 2007 r. pasmo to zostało rozszerzone do $\pm 5\%$. Uelastycznienie polityki kursowej trwało do 2008 r. Ze względu na rosnącą zmienność kursów walutowych i niepewność na globalnych rynkach podczas kryzysu finansowego w lipcu 2008 r. People’s Bank of China usztywnił ponownie kurs juana do dolara amerykańskiego, co trwało do 19 czerwca 2010 r., gdy powrócono do *managed float* z dopuszczalnym pasmem wahań $\pm 0,5\%$ wokół parytetu centralnego. Parytet ten jest wyliczany na bazie średniej ważonej transakcji analizowanych przez CFETS (The China Foreign Exchange Trade System)³ oraz transakcji typu OTC na pozagiełdowym rynku spot. Wraz

³ The China Foreign Exchange Trade System powstał w 1994 r. jako instytucja podlegająca bankowi centralnemu People’s Bank of China. Jego głównymi funkcjami są: dostarczanie systemów handlu walutami obcymi, animowanie rynku obligacji, pożyczek w juanie oraz instrumentów pochodnych stopy procentowej, organizowanie obrotu dewizowego, nadzór nad transakcjami na rynkach międzybankowych i obligacji; zapewnienie usług rozliczeniowych, jak

z powrotem do kursu płynnego zarządzanego, bank centralny Chin sukcesywnie dokonywał interwencji na rynku walutowym, przeciwdziałając aprecjacji juana. Z tego powodu rezerwy dewizowe Chin nadal się zwiększały i na koniec 2011 r. ich poziom wynosił 3,81 bln USD, co z kolei stwarzało ciągłą presję inflacyjną. Stany Zjednoczone, w obliczu ogromnego deficytu handlowego z Chinami wskazywały na nieuzasadnione manipulacje kursowe władz chińskich jako przyczynę braku równowagi w międzynarodowym systemie walutowym. W raporcie półrocznym dla Kongresu USA w maju 2012 r. wskazano, iż dotychczasowa aprecjacja juana jest niewystarczająca i sformułowano argumenty za wprowadzeniem większej elastyczności kursu juana [US Department of the Treasury, 2012]. Jednak władze chińskie uznają, że wysoki poziom eksportu chińskiego determinowany jest niskimi kosztami pracy i surowców, docenianymi przez korporacje międzynarodowe, a dodatnie saldo handlowe nie wynika wyłącznie z niedowartościowania juana.

3. JUAN CHIŃSKI JAKO WALUTA REZERWOWA

Chiny są krajem utrzymującym najwyższy poziom rezerw walutowych, zaliczając się do krajów posiadających nadwyżkę bilansu obrotów bieżących. Wartość rezerw walutowych w dziesięciu krajach, posiadających najwyższe rezerwy na świecie, pokazana jest na rys. 2.

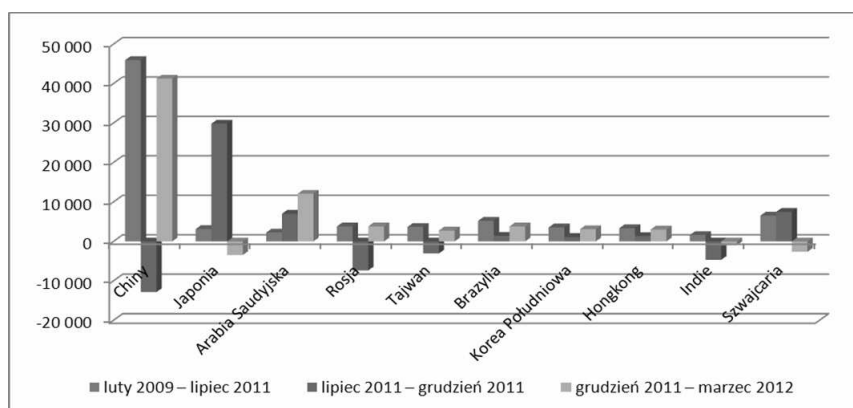


Rysunek 2. Wartość rezerw walutowych w 10 krajach utrzymujących najwyższy poziom rezerw według stanu na marzec 2012 r. (mld USD)

Źródło: opracowanie na podstawie: US Department of the Treasury, *Report to Congress on Economic and Exchange Rate Policies*, Office of International Affairs, May 2012, s. 9.

również dostarczanie informacji na temat rynku walutowego, rynku obligacji i rynku pieniężnego. Źródło: The China Foreign Exchange Trade System, <http://www.chinamoney.com.cn/en/index.html>.

Poza Chinami, do krajów tych należą Japonia, Arabia Saudyjska i Rosja, Tajwan, Brazylia, Korea Południowa, Hongkong, Indie oraz Szwajcaria. Każdy z tych krajów ma inną specyfikę, zwraca natomiast uwagę przynależność do czołówki aż czterech krajów z grupy BRICS. Wysoki poziom rezerw dewizowych z pewnością jest czynnikiem, który skłania chińskie władze monetarne do ostrożnego podejścia do rewaluacji i aprecjacji juana. Szacuje się, że ok. 70% chińskich rezerw walutowych denominowanych jest w dolarze amerykańskim [Skopiec, 2011]. Na rys. 3. pokazana jest akumulacja zagranicznych rezerw walutowych w dziesięciu krajach, posiadających najwyższe rezerwy, w latach 2009–2011.



Rysunek 3. Zmiana wartości rezerw dewizowych (mln USD) w 10 krajach w latach 2009–2011

Źródło: opracowanie na podstawie US Department of the Treasury, *Report to Congress on Economic and Exchange Rate Policies*, Office of International Affairs, May 2012, s. 9.

W drugiej połowie 2011 r. wartość rezerw spadła ze względu na rosnącą awersję do ryzyka na globalnych rynkach w prawie wszystkich krajach z wyjątkiem Japonii, Arabii Saudyjskiej i Szwajcarii. Japonia i Szwajcaria zawdzięczały to głównie zaufaniu rynków finansowych, przejawiających się w traktowaniu walut tych krajów jako walut bezpiecznego schronienia. Jednak w pierwszym kwartale 2012 r. poziom rezerw we wszystkich przedstawionych krajach wzrastał do wartości przedkryzysowych lub je przewyższał, ponownie z wyłączeniem Japonii oraz Szwajcarii. Kraje te dokonywały szeregu interwencji walutowych w 2011 r., aby ograniczyć aprecjację swoich walut, Szwajcarzy ponadto wprowadzili ograniczenie dotyczące kształtowania pary walutowej CHF/EUR.

4. JUAN CHIŃSKI JAKO WALUTA TRANSAKCYJNA

Wyniki cyklicznych badań rynku walutowego przeprowadzonych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei wskazują, że udział juana w średnich dziennych obrotach na globalnych rynkach walutowych jest znikomy. W 2004 r. udział ten był jednak na tyle zauważalny, że sięgnął minimalnego pułapu 0,1%, następnie w 2007 r. stanowił 0,5%, a w 2010 r. 0,3% (tabela 2). Warto zauważyć, że udział ten był najniższy w porównaniu z udziałem w obrotach globalnych innych walut krajów, tworzących grupę BRICS. Otóż udział reala brazylijskiego wynosił odpowiednio 0,3%, 0,4% i 0,7%, rubla rosyjskiego 0,6%, 0,7% i 0,9%, rupii indonezyjskiej 0,3%, 0,7% i 0,9%, a randa południowoafrykańskiego 0,7%, 0,9% i 0,7%. Według trzyletniego raportu BIS para USD/CNY występowała w 1% zarejestrowanych średnich dziennych obrotów globalnych [BIS, 2010]. Jednocześnie, juan chiński był w 2010 r. dopiero ósmą walutą, biorąc pod uwagę udział w powyższych obrotach walut z regionu Azji.

Tabela 2. Udział walut w średnich dziennych obrotach na globalnym rynku walutowym (%)

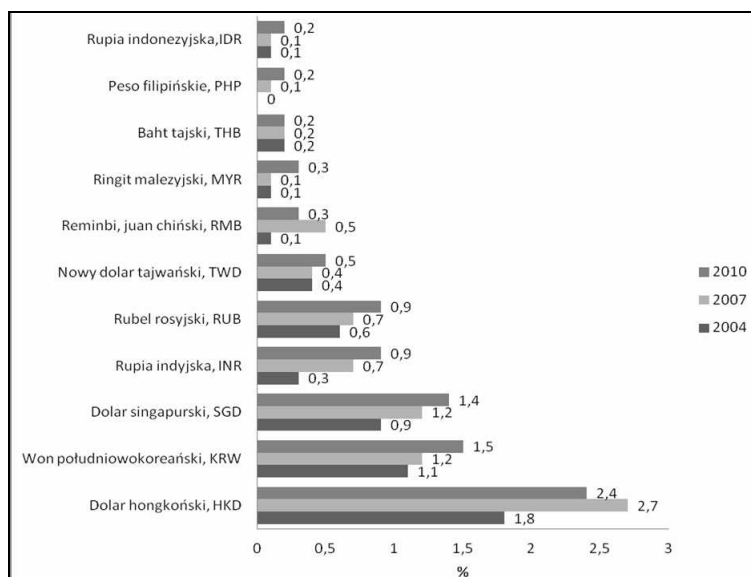
Waluta, kod ISO	Lata				
	1998	2001	2004	2007	2010
1	2	3	4	5	6
Dolar amerykański, USD	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9
Euro, EUR	b.d.	37,9	37,4	37,0	39,1
Korona słowacka, SKK	b.d.	0,0	0,0	0,1	–
Jen japoński, JPY	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0
Funt brytyjski, GBP	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9
Dolar australijski, AUD	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6
Frank szwajcarski, CHF	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4
Dolar kanadyjski, CAD	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3
Dolar hongkoński, HKD	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4
Korona szwedzka, SEK	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2
Dolar nowozelandzki, NZD	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6
Won południowokoreański, KRW	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
Dolar singapurski, SGD	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4
Korona norweska, NOK	0,2	1,5	1,4	2,1	1,3
Peso meksykańskie, MXN	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3
Rupia indyjska, INR	0,1	0,2	0,3	0,7	0,9
Rubel rosyjski, RUB	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9
Złoty polski, PLN	0,1	0,5	0,3	0,4	0,7
Lira turecka, TRY	–	0,0	0,1	0,2	0,7
Rand południowoafrykański, ZAR	0,4	0,9	0,7	0,9	0,7
Real brazylijski, BRL	0,2	0,5	0,3	0,4	0,7
Korona duńska, DKK	0,3	1,2	0,9	0,8	0,6
Nowy dolar tajwański, TWD	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5

Tabela 2 (cd.)

1	2	3	4	5	6
Forint węgierski, HUF	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
Reminbi, juan chiński, CNY	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3
Ringgit malezyjski, MYR	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
Baht tajski, THB	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Korona czeska, CZK	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Peso filipińskie, PHP	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Peso chilijskie, CLP	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Rupia indonezyjska, IDR	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Nowy szekel izraelski, ILS	–	0,1	0,1	0,2	0,2
Peso kolumbijskie, COP	–	0,0	0,0	0,1	0,1
Rial saudyjski, SAR	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Pozostałe waluty	8,9	6,5	6,5	7,6	5,3
Wszystkie waluty razem*	200,0%	200,0%	200,0%	200,0%	200,0%

* Łączny obrót walutowy wynosi 200%, gdyż w każdej transakcji walutowej każdorazowo biorą udział dwie waluty. Dane dotyczą średnich dziennych obrotów z kwietnia danego roku.

Źródło: opracowanie na podstawie: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010. Preliminary results*, September 2010, s. 9.



Rysunek 4. Udział walut z rejonu Azji w średnich dziennych obrotach na globalnym rynku walutowym(%)*

* Ze względu na porównywalność danych w skali, rysunek pokazuje obroty walut azjatyckich z wyłączeniem jena japońskiego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010. Preliminary results*, September 2010, s. 9.

W latach 2004–2010 zauważyć można jeszcze jedną zależność. Mianowicie, jen japoński był jedyną azjatycką walutą, której udział w średnich dziennych obrotach na globalnych rynkach walutowych spadł (z 20,8% do 17,2%) w latach 2004–2007, by następnie znowu podwyższyć poziom udziału w obrotach globalnych do 19,0%. Natomiast juan chiński był walutą, której dynamika wzrostu udziałów w tych obrotach była najwyższa w latach 2004–2007, stanowiąc 5%, gdy dla rupii indonezyjskiej wzrost ten stanowił 2,3%, a dla dolara hongkońskiego 1,5%. Jednakże w latach globalnego kryzysu finansowego z kolei juan chiński dość mocno wytracił tempo wzrostu udziału w obrotach światowych, gdyż jako jedyna waluta azjatycka stracił dynamikę, co nominalnie oznaczało spadek udziału w obrotach z 0,5% do 0,3%. Pozostałe waluty azjatyckie odnotowały w tym samym czasie wzrost udziału w średnich dziennych obrotach globalnych (rys. 4).

Jen japoński pozostawał w 2010 r. trzecią walutą światową, po dolarze amerykańskim i euro, z udziałem w rejestrowanych światowych obrotach walutowych w wysokości 19,0% (w 2004 r. odpowiednio 20,8%, w 2007 r. 17,2%).

5. JUAN CHIŃSKI JAKO WALUTA EMISYJNA I ROZLICZENIOWA

Władze chińskie podejmują wiele działań nakierowanych na internacjonalizację juana. Zasadniczo działania te obejmują realizację celu określonego przez Chinę w 1993 r., tj. dążenie do pełnej wymienialności juana. Intensyfikacja tych działań obserwowana była podczas kryzysu finansowego w latach 2008–2010. Należy jednak podkreślić, że umiędzynarodowienie juana następuje bardzo powoli, zgodnie z założeniami władz chińskich, które obawiają się destabilizacji gospodarki i utraty kontroli nad nią wskutek wzmożonego napływu kapitału do Chin [NBP, 2010]. Pomimo wielkości i efektywności gospodarki chińskiej, napływu inwestycji zagranicznych oraz posiadanych rezerw walutowych pozycja międzynarodowa waluty tego kraju jest jeszcze relatywnie niewielka.

W marcu 2009 r. bank centralny Chin wyraził opinię, iż SDR powinno stać się nową globalną walutą rezerwową. Zostało to zinterpretowane jako intencja zdetronizowania dolara amerykańskiego w roli najważniejszej waluty międzynarodowej, zwłaszcza, że Chiny, posiadając największą pulę dolara w swoich rezerwach, deklarowały w tamtym okresie zmianę struktury rezerw na korzyść euro. W związku z tym Chiny skoncentrowały się na budowaniu pozycji juana dzięki zawieraniu bilateralnych porozumień walutowych z bankami centralnymi krajów, będących ważnymi partnerami handlowymi Chin. Pierwsze takie próby podjęto w 1998 r. po wybuchu kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej. Chiny zezwoliły wówczas Malezji i Korei Południowej na wykorzystywanie juana jako waluty transakcyjnej w relacjach z Chinami [Oziewicz, 2012]. Następnym krokiem była inicjatywa Chiang Mai zakładająca sieć swapowych porozumień

dwustronnych, wspomagających płynność w razie systemowych problemów rozliczeniowych. W grudniu 2008 r. Chiny podpisały umowę dwustronnego swapu walutowego o wartości 180 mld CNY z Koreą Południową. Kolejne takie umowy, o wartości 470 mld CNY, zostały zawarte z bankami centralnymi Hongkongu i Argentyny. Następna umowa dotycząca swapu walutowego o wartości 150 mld CNY została podpisana z Singapurem w lipcu 2010 r. Umowy dotyczące swapów walutowych ułatwiają wykorzystanie juana jako waluty transakcyjnej i rozliczeniowej, a poprzez akumulację juana przez kraje – partnerów handlowych Chin, stanowi to krok w kierunku gromadzenia rezerw walutowych w juanie.

Kolejnym ważnym krokiem była emisja 2-letnich obligacji o wartości 1 mld CNY denominowanych w remimbi w Hongkongu przez HSBC, który podjął się tego jako pierwszy zagraniczny bank dokonujący emisji w walucie chińskiej poza granicami Chin. W listopadzie 2011 r. HSBC przetransferowało po raz pierwszy kapitał denominowany w juanie o wartości 2,8 mld CNY do swoich lokalnych oddziałów w Chinach. Był to pierwszy przypadek zasilenia w tej walucie filii zlokalizowanych w Chinach przez bank zagraniczny [Thomson Reuters, 2012a]. Chiny zaczęły traktować Hongkong jako centrum *offshore*, zezwalając na dokonywanie transferów, jak również gromadzenie depozytów w juanie. Stworzyło to zarazem rynek dla przedsiębiorstw emitujących obligacje denominowane w juanie chińskim, tzw. *dim sum bonds*. Kolejnej takiej emisji dokonał Bank of East Asia. Pierwsza emisja obligacji korporacyjnych denominowanych w remimbi została dokonana w Hongkongu przez grupę McDonald's. Było to pierwsze zagraniczne przedsiębiorstwo, które wyemitowało takie obligacje. Kolejnymi były Caterpillar, Unilever, Orix, Volkswagen oraz UBS.

W kwietniu 2012 r. bank HSBC wyemitował pierwsze obligacje denominowane w juanie na rynku londyńskim. Były to 3-letnie obligacje o wartości ok. 2 mld CNY (sumę tę udało się zgromadzić podczas emisji mimo spodziewanych 200 mln CNY, a popyt był dwa razy wyższy niż osiągnięta suma emisyjna). Rynek w Londynie, Singapurze i Taipei uważane są za rynki uzupełniające wobec możliwości emisyjnych *dim sum* na rynku w Hongkongu [Thomson Reuters, 2012 b]. Największe zabiegi w tym kierunku dokonywane są w Londynie, gdzie powstała grupa pięciu banków europejskich tworzących City of London Corporation, której zamiarem jest wspieranie emisji w juanie i stworzenie europejskiego centrum obligacji zagranicznych denominowanych w tej walucie. Grupę tę stworzyły HSBC, Standard Chartered, Barclays, Deutsche Bank i Bank of China. Kolejnymi bankami, które zamierzają dokonywać w Londynie emisji w juanie są chińskie banki: Agricultural Development Bank of China, China Development Bank oraz Export-Import Bank of China.

W ramach tworzenia centrum *offshore* instytucja nadzorcza Hong Kong Monetary Authority podpisała umowę rozszerzającą godziny pracy systemu rozliczeniowego tak, by można było kooperować sprawnie pomiędzy Londynem

a Hongkongiem w zakresie transakcji handlowych w juanie. Na koniec 2011 r. stan depozytów klientowskich i międzybankowych w juanie w Londynie osiągnął poziom 109 mld CNY, co stanowiło ok. 20% sumy depozytów zgromadzonych w Hongkongu [Thomson Reuters, 2012 b]. Do kwietnia 2012 r. HSBC brał udział w 48 emisjach obligacji wyrażonych w juanie o łącznej wartości 13,9 mld CNY.

W lipcu 2009 r. Chiny uruchomiły pilotażowy program (the Renminbi Foreign Qualified Institutional Investor, RQFII), umożliwiający chińskim eksporterom i importerom, mającym siedzibę w Szanghaju oraz czterech innych wyznaczonych regionach, wykorzystanie remimbi w celu rozliczania transakcji handlowych z kontrahentami z Hongkongu i innych krajów Azji Południowo-Wschodniej. Oznaczało to zniesienie zakazu zawierania międzynarodowych transakcji handlowych w juanach przez wyznaczone podmioty. Przyspieszenie działań związanych z internacjonalizacją juana nastąpiło w czerwcu 2010 r., gdy władze chińskie rozszerzyły zakres uczestników programu pilotażowego na wszystkich eksporterów i importerów z 20 chińskich prowincji, którzy mogli w związku z tym dokonywać międzynarodowych rozliczeń handlowych w juanie. W marcu 2011 r. umożliwiono to wszystkim eksporterom i importerom w Chinach. Regulatorzy chińscy w kwietniu 2012 r. podnieśli kwoty w ramach programu RQFII, dzięki czemu inwestorzy w Hongkongu mogą nabywać jednostki denominowane w juanie do kwoty 70 mld CNY w miejsce poprzednich 20 CNY.

Ze względu na wprowadzenie możliwości posiadania kont walutowych przez przedsiębiorców zagranicznych poza granicami Chin korporacje międzynarodowe, takie jak Metro, Nokia, Ikea czy McDonald's, zainicjowały rozliczanie swoich dostawców w juanach. Polskie przedsiębiorstwa prowadzące wymianę handlową z Chinami także mogą zakładać rachunki i dokonywać rozliczeń bezpośrednio w juanie chińskim, co ogranicza ryzyko kursowe, zmniejsza liczbę przewalutowań w ramach transakcji, jak również skraca czas operacji handlowych ze względu na skrócenie czasu obiegu gotówki. Takie możliwości stwarzają w Polsce bank HSBC oraz Deutsche Bank PBC.

Dopełnieniem ekspansji na rynkach zagranicznych było założenie w czerwcu 2012 r. na rynku amerykańskim HSBC Chinese Reminbi Fixed Income Fund. Kolejne kroki w zakresie umiędzynarodowienia waluty na rynkach finansowych obejmować mają otwarcie giełdy w Szanghaju dla spółek zagranicznych, natomiast pierwsze spółki notowane są w reminbi na giełdzie w Singapurze, co uzupełniło notowania obligacji oraz transakcji typu *fx forward* w tej walucie. Według prognoz HSBC, dzięki wprowadzonym możliwościom rozliczeniowym, do 2015 r. ok. 25% wymiany handlowej Chin będzie fakturowane w juanie, a udział juana w rezerwach dewizowych wzrosnąć może do ok. 3%.

6. SEKTOR BANKOWY CHIN

Wielkość, bezpieczeństwo i stabilność rynku finansowego kraju emitenta są czynnikami determinującymi status waluty międzynarodowej. Wielkość rynku finansowego wpływa na zróżnicowanie oferty instrumentów finansowych oraz płynność w zakresie ich obrotu. W tym kontekście chiński rynek finansowy nie spełnia kryteriów waluty międzynarodowej. Najważniejsza szansa jest związana ze zmianą obecnej słabej strony gospodarki chińskiej, a mianowicie braku pełnej wymiwalności juana chińskiego. Do słabości rynku finansowego należy również dominacja udziału kapitału państwowego w bankach chińskich przy jednoczesnym wysokim poziomie koncentracji i dominacji największych banków w sektorze bankowym [Mishkin, 2007]. Otwarcie sektora bankowego na kapitał zagraniczny obserwowane było w połowie lat 80. XX w., gdy banki zagraniczne mogły otwierać oddziały w specjalnych strefach ekonomicznych oraz tworzyć *joint ventures* z bankami chińskimi. Pełne otwarcie sektora bankowego nastąpiło po przystąpieniu Chin do Światowej Organizacji Handlu, wówczas zaczęły funkcjonować w Chinach największe banki amerykańskie, europejskie i japońskie [Gostomski, 2012]. Banki chińskie znajdują się w czołówce największych banków na świecie pod względem kapitalizacji rynkowej i aktywów. Największymi z nich są: Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), China Construction Bank Corporation (CCBC), Bank of China oraz Agricultural Bank of China.

ICBC to bank w 70% kontrolowany przez państwo, który rozpoczął w roku 2010 r. ekspansję na rynek europejski, zakładając siedzibę w Luksemburgu oraz szereg filii w wielu krajach. Strategia europejska ICBC zakładała wspieranie ekspansji chińskich firm na unijnym rynku [ICBC]. W 2008 r. ICBC otworzył filię w Nowym Jorku, w 2010 r. w Londynie, Frankfurtu i Moskwie, AbuDhabi i Bangkoku. W 2011 r. otwarte zostały filie ICBC w Madrycie, Brukseli, Paryżu, Amsterdamie i Mediolanie, w Bombaju i Islamabadzie, a w 2012 r. planowane było uruchomienie filii m. in. w Warszawie. CCBC to bank z siedzibami w Pekinie i Hongkongu, który powstał jako People's Construction Bank of China w 1954 r., a jego głównym udziałowcem jest państwowe przedsiębiorstwo Huijin [CCBC]. W 2006 r. bank ten przejął azjatycką filię Bank of America z siedzibą w Macao, z kolei BoA posiadał od 2005 r. 9% akcji CBC. Połowę z udziałów w CCB Bank of America zbył w 2011 r. Bank of China został założony w 1912 r. i początkowo pełnił funkcję banku centralnego. Jako w pełni państwowy bank komercyjny działać zaczął w 1994 r. Agricultural Bank of China to bank giełdowy, notowany od lipca 2010 r. na giełdach w Szanghaju i Hongkongu [ABC]. Emisja akcji ABC była jedną z dwóch największych emisji pierwotnych na świecie (po IPO banku ICBC w 2006 r.). Największe banki dzieli spory dystans od pozostałych banków w chińskim sektorze. Rozwój jakościowy oferty bankowej jest jednak dynamiczny ze względu na szybki

wzrost PKB Chin i tworzenie się klasy średniej. Powstaje już oferta private banking takich chińskich banków jak China Merchants Bank, Hang Seng Bank, OCBC, czy HDFC. Należy podkreślić, że brak ścisłych powiązań z międzynarodowymi rynkami finansowymi stanowił dla chińskich, słabiej rozwiniętych banków barierę ochronną w okresie kryzysu.

PODSUMOWANIE

Juan chiński może stanowić ważną alternatywę dla dolara i euro w kontekście ich funkcjonowania jako walut międzynarodowych. Biorąc pod uwagę tempo zmian międzynarodowego systemu walutowego nie nastąpi to zbyt szybko. Zajęcie roli najważniejszej waluty przez dolara amerykańskiego trwało *de facto* kilkadziesiąt lat, w przypadku euro zaś dekadę. Jednakże najbardziej prawdopodobne jest sformułowanie systemu wielowalutowego z udziałem remimbi. Władze chińskie podejmują wiele działań nakierowanych na internacjonalizację juana. Bez wątplenia kryzys finansowy przyspieszył internacjonalizację juana. Należy zwrócić uwagę, że wskazywana jest jednak istotna rozbieżność pomiędzy krajami, będącymi głównymi partnerami rozmów na temat przyszłości systemu walutowego, w tym USA, Unii Europejskiej, Japonii i krajów rozwijających się. Bardziej prawdopodobne są zmiany o charakterze ewolucyjnym niż wynikające z wprowadzania obligatoryjnych zasad przez instytucje międzynarodowe [Bilski, 2006]. Również bankowcy zaangażowani w emisję obligacji w juanie wskazują, iż nie ma możliwości, by juan zastąpił dolara, jednak z pewnością dołączy on do najważniejszych walut rezerwowych i emisyjnych i być może wyprzedzi jena japońskiego, zwłaszcza na rynku azjatyckim. Warunkiem niezbędnym dla umiędzynarodowienia juana jest jego pełna wymienialność. W ramach mechanizmu płynnego zarządzanego kursu walutowego władze monetarne Chin mają niezwykle silny wpływ na poziom kursu wymiany juana. Władze chińskie przewidują w przyszłości poszerzenie pasma wahań powyżej $\pm 0,5\%$, jednak poziom kursu walutowego i tempo jego indeksowania w znacznym stopniu podlega zarządzaniu przez władze, ustalające centralny kurs parytetowy. Ze względu na nastawienie proeksportowe gospodarki oraz zgromadzenie bardzo wysokich rezerw walutowych zmiana w kierunku płynnego kursu walutowego nie wydaje się zatem zbyt bliska, ale nie jest niemożliwa. Warto podkreślić niezwykłą determinację i konsekwencję chińskich władz monetarnych w dążeniu do wzmocnienia międzynarodowej pozycji waluty chińskiej.

BIBLIOGRAFIA

- ABC. Agricultural Bank of China, www.abchina.com.cn.
- Bacchetta, P., Van Wincoop, E., 2002. *A theory of the currency denomination of international trade*. NBER Working Papers, Working Paper nr 9039.
- Bank for International Settlements, 2010. *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010*.
- Bilski, J., 2006. *Międzynarodowy system walutowy*. Warszawa: PWE.
- CCBC. China Construction Bank Corporation, www.ccb.com.
- Cohen, B. J., 1971. *The Future of Sterling as an International Currency*. Macmillan, London.
- De Grauwe, P., 2003. *Unia walutowa*. Warszawa: PWE.
- Goldberg, L. S., Tille, C., 2009. *Micro, macro, and strategic forces in International trade invoicing*. Federal Reserve, Bank of New York, Staff Report No. 405.
- Gostomski, E., 2012. *Wzrost roli juana na arenie międzynarodowej*. W: red. B. Skulska, M. Domiter, W. Michalczyk, *Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*. Wrocław: Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, s. 661.
- ICBC. Industrial and Commercial Bank of China, <http://www.icbc-ltd.com>.
- IMF. International Monetary Fund, *Article VIII. General Obligations of Members*, www.imf.org.
- Kenen, P. B., 1983. *The Role of the Dollar as an International Currency*. New York: Group of Thirty, Occasional Paper 1983, nr 13, s. 16.
- Marciniak-Neider, D., 2011. *Rozliczenia międzynarodowe*. Warszawa: PWE.
- Mishkin, F. C., 2007. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson International Edition, Eight Edition.
- Najlepszy, E., *Finanse międzynarodowe przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE.
- NBP, 2010. *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym (MSW)*. Warszawa: Departament Integracji ze Strefą Euro.
- Oręziak, L., 2001. *Główne waluty międzynarodowe*. „Bank i Kredyt” 2001, nr 9, s. 5.
- Oręziak, L., 2005. *Dolar i euro jako waluty międzynarodowe*. „Bank i Kredyt” 2005, nr 3.
- Oręziak, L., 2008. *Euro – pieniądz międzynarodowy*. „Bank i Kredyt” 2008, nr 1, seria Europejska Integracja Monetarna, s. 8.
- Oziewicz, E., 2012. *Wzrost roli juana na arenie międzynarodowej*. W: red. B. Skulska, M. Domiter, W. Michalczyk, *Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*, Wrocław: Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, s. 648–651.
- Pszczółka, I., 2011. *Współczesne waluty międzynarodowe*. Warszawa: Cedewu.
- Skopiec, D., 2011. *Polityka kursowa Chin jako instrument realizacji proekspansyjnej strategii wzrostu gospodarczego*. Warszawa: SGH, „Studia Ekonomiczne” nr 4.
- The China Foreign Exchange Trade System, <http://www.chinamoney.com.cn/en/index.html>.
- Thomson Reuters, 2012a. *HSBC injects 2,8 billion yuan into China unit*.
- Thomson Reuters, 2012b. *HSBC launching first offshore yuan bond in London*.
- US Department of the Treasury, 2012. *Report to Congress on Economic and Exchange Rate Policies*. Office of International Affairs, May 2012, <http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Pages/index.aspx>.

Magdalena Markiewicz

**INTERNATIONALIZATION OF CHINESE RENMINBI IN THE CONTEXT
OF THE FINANCIAL CRISIS**

Chinese yuan has the best opportunity among the emerging markets currencies to become a widely used international currency. The potential of the Chinese yuan derives from China's economic size, macroeconomic stability, diversified structure of trade, as well as from the high rate of economic growth. Availability of capital assets denominated in Chinese yuan, which could be used in the context of global capital investment is, however, limited due to the restrictions on capital flows. At the same time, the rapid increase in the volume of trade settlements in Chinese yuan, as well as the issue of bonds denominated in yuan by the Chinese government and enterprises located in Hong Kong, created several channels of the yuan participation in the international trade. This article aims to identify the determinants of the growing importance of the Chinese currency in the context of the characteristics of an international currency and its operating conditions during the crisis.