

Joanna Bogołębska

Uniwersytet Łódzki

Internacjonalizacja renminbi (RMB) a międzynarodowa nierównowaga płatnicza

Procesy internacjonalizacji walut jako alternatywy dla USD zyskują coraz większą uwagę i stają się przedmiotem coraz częstszych analiz, zarówno w dyskusjach akademickich, jak i oficjalnych forach współpracy międzynarodowej (G20, MFW, BIS). Utworzenie prawdziwego wielodewizowego systemu, opartego na kilku walutach międzynarodowych stanowi jeden z alternatywnych scenariuszy reformowania międzynarodowego systemu walutowego. Czynnikiem stymulującym proces reformowania jest wadliwość systemu opartego na jednej walucie, co destabilizuje międzynarodowe środowisko finansowe i podtrzymuje międzynarodową nierównowagę płatniczą. Wśród walut mogących odegrać istotną rolę międzynarodową coraz większe znaczenie zyskuje renminbi (RMB). Szczególnego znaczenia nabiera fakt, że władze chińskie są aktywne w internacjonalizowaniu własnej waluty i konsekwentnie podejmują działania w tym kierunku. Motorem tych działań są korzyści, jakie kraj może odnieść w wyniku międzynarodowego zastosowania własnej waluty. Celem artykułu jest analiza procesu internacjonalizacji RMB i próba odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób proces ten wpływa i wpłynie w perspektywie długookresowej na gospodarkę chińską i globalną, w tym na międzynarodową nierównowagę płatniczą.

Internationalisation of the Renminbi (RMB) and the problem of global imbalances

The internationalization processes of the currencies as an alternative to the USD are of great importance and are becoming deeply investigated, during academic discussions as well as at the official international meetings (G20, IMF, BIS). The evolution of the international monetary system towards a truly multipolar one, is among the scenarios of reforming the system. The driving force behind the reform is the lack of stability of the system based on one currency and its role in creating global imbalances. Among currencies being able to substitute the USD in the international monetary system, renminbi (RMB) is gaining more and more in importance. What is worth noting is that Chinese authorities are especially active in promoting the process of internationalization of the currency, due to benefits of the internationalization process for the country. The aim of the article is to analyze the process of the internationalisation of the RMB and to answer the question of its influence on the Chinese as well as the global economy.

Keywords: international monetary arrangement, international monetary system (RMB), internationalization process

Wprowadzenie

Można powiedzieć, że od 2009 r. Chiny rozpoczęły proces stopniowej, ostrożnej internacjonalizacji waluty krajowej. Jest to działanie bezprecedensowe co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, proces ten rozpoczął się przed całkowitym zliberalizowaniem rachunku kapitałowego¹, w trakcie przejściowego etapu w rozwoju krajowego systemu finansowego. Po drugie, jest procesem centralnie zarządzanym (*managed internationalisation*), a nie wynikiem swobodnie działających sił rynkowych, generujących popyt zagranicy na walutę. Stanowi to kontrast dla spontanicznego, kierowanego w dużej mierze siłami popytu, procesu wyłaniania się USD jako waluty międzynarodowej w latach 60. XX w., w wyniku utworzenia rynku eurodolarowego. Popyt na USD generowany był na skutek: działań banków brytyjskich zmierzających do uniknięcia kontroli dewizowych, banków amerykańskich do uniknięcia konsekwencji tzw. Regulacji Q, banków centralnych poszukujących lepszych możliwości inwestycyjnych [McCauley, 2011]². Zdaniem H. Gao i Yu, czynnikami, które wpłynęły na zainteresowanie władz chińskich internacjonalizowaniem waluty, były:

- niezadowolenie z wolnego postępu w regionalnej współpracy finansowej,
- brak wyraźnego postępu w reformowaniu międzynarodowej architektury finansowej [Gao, Yu, 2011].

Bezpośrednim impulsem do internacjonalizowania waluty był kryzys finansowy 2007–2008. Wynikające z kryzysu na rynkach kredytów hipotecznych zjawisko *credit crunch* w USA miało silny efekt *spillover* dla Chin. Spadek płynności dolarowej wynikający z przepływu funduszy dolarowych do amerykańskiego systemu finansowego, spadek popytu zagranicznego na chińskie produkty, uświadomiły Chinom konsekwencje systemu walutowego opartego na jednej walucie międzynarodowej, w sytuacji posiadania usztywnionego kursu do tej waluty. Z jednej strony, w sytuacji luźnej polityki monetarnej w USA (początek XXI w.), Chiny doświadczały problemu nadpłynności, generującej bąble na rynkach aktywów i ciśnienie inflacyjne. Z drugiej strony (kryzys finansowy), doświadczały skutków globalnego kurczenia płynności, poprzez spadek globalnego popytu [Otero-Iglesias, 2010].

¹ Według zdefiniowanych kategorii kontroli przepływu kapitału, na koniec 2007 r. z 43 pozycji, 12 było całkowicie wymiernych lub poddanych minimalnym restrykcjom, 16 było częściowo zliberalizowanych, 15 było niewymiernych. Wynika z tego, że połowa rodzajów transakcji rachunku kapitałowego podlegała kontroli.

² Autor zwraca uwagę, że de facto wyłanianiu się rynku eurodolarowego i internacjonalizowaniu USD także towarzyszyły restrykcje w przepływie kapitału, jednak ich znaczenie było odmienne. W przypadku USA, wprowadzenie Interest Equalisation Tax spowodowało utrzymywanie dolarów na rynkach offshore i blokując ich recyrkulację do USA w efekcie stymulowało rozwój rynku eurodolarowego. W przypadku Chin, kontrolując one oprocentowanie depozytów offshore, umożliwiając jednocześnie ich recyrkulację do kraju.

Internacjonalizacja waluty przynosi istotne korzyści zarówno krajowi emitującemu walutę (również koszty), jak i międzynarodowemu systemowi walutowemu. Celem artykułu jest wyeksponowanie perspektyw i znaczenia internacjonalizacji RMB w kontekście aktualnych problemów międzynarodowego systemu walutowego.

1. Przejście do systemu wielodewizowego jako czynnik systemowy redukujący nierównowagę globalną

Wśród czynników generujących i podtrzymujących globalną nierównowagę wyodrębnia się czynnik systemowy, polegający na oparciu międzynarodowego systemu walutowego na jednej walucie. Dominacja jednej waluty w międzynarodowym systemie walutowym zniekształca kierunki przepływu kapitału, układ stóp procentowych i kursy walutowe. Stanowi czynnik blokujący międzynarodowy mechanizm dostosowawczy, gdyż USA – jako emitent waluty międzynarodowej, stają się jedynym krajem deficytowym w gospodarce globalnej, na którym nie ciąży obowiązek dostosowawczy. Nadmierna koncentracja struktury walutowej rezerw tworzy także ryzyko gwałtownej korekty, związanej z nagłym odejściem od aktywów denominowanych w walucie kluczowej, co może być czynnikiem destabilizującym międzynarodowy system walutowy (nagła dywersyfikacja zakumulowanych rezerw przyczyniłaby się do silnej deprecjacji USD, wzrostu stóp procentowych w USA oraz recesji). Stąd coraz częściej pojawiające się postulaty konieczności oparcia międzynarodowego systemu walutowego na kilku walutach pełniących funkcję waluty międzynarodowej. Wśród walut mogących odegrać potencjalnie substytucyjną względem USD funkcję powszechnie uznaje się euro i coraz częściej RMB.

Z punktu widzenia globalnego, przejście do systemu wielodewizowego może pomóc dywersyfikować ryzyko, ułatwić stopniowe dostosowania globalne (poprzez bardziej symetryczne rozłożenie procesu dostosowawczego między kraje deficytowe i nadwyżkowe) oraz stanowić bodziec do prowadzenia stabilnych polityk sprzyjających stabilności systemowej [Maziad i in., 2011]. W kontekście problemu nadmiernej akumulacji rezerw walutowych jako determinanty i czynnika podtrzymującego nierównowagi globalne, podkreśla się, że wytworzenie się systemu walutowego opartego na kilku walutach przyczyniłoby się także do gładkiej, bezproblemowej dywersyfikacji rezerw walutowych. Przejście od systemu opartego na dominacji USD do systemu opartego na wielu walutach może w krótkim okresie zwiększać zmienność kursów walutowych, jednak w średnim i długim okresie zredukować prawdopodobieństwo niedopasowań kursowych. Zwiększona zmienność kursów w krótkim okresie nie powinna stanowić proble-

mu wobec dostępności instrumentów hedgingowych, zwiększona zaś substytucyjność dostępnych aktywów powinna redukować prawdopodobieństwo trwałych odchyłeń kursów walutowych od wartości fundamentalnych, przywracając tym samym automatyzm dostosowań globalnych i stabilność systemową [Benassy-Quere i in., 2011]. W systemie prawdziwie wielodewizowym, ryzyko trwałych niedopasowań kursowych i nierównowag globalnych jest minimalizowane także poprzez wzrost dyscypliny polityk wewnętrznych w krajach stanowiących „centrum” systemu [Angelino i in., 2011].

Tabela 1. Czynniki internacjonalizacji walut (USD, EUR i RMB)

	USD	Euro	Renminbi
Rozmiar gospodarki	27% światowego PKB, spadający udział	20% światowego PKB, spadający udział (ale z potencjałem dla rozszerzenia)	7.6% światowego PKB, wzrastający udział
Rynki finansowe i otwartość	Płynne, głębokie, całkowita mobilność kapitału	Drugorzędne w stosunku do USA, fragmentaryzacja rynków obligacji, całkowita mobilność kapitału	Słabo rozwinięte rynki, ograniczona mobilność kapitału
System prawny	Silny	Silny	Słaby
Polityka budżetowa i monetarna	Wzrastające obawy o stabilność polityki budżetowej, ryzyko monetyzacji długu	Dobra ocena polityki monetarnej, niezależność instytucjonalna. Obawy odnośnie do wypłacalności niektórych krajów członkowskich	Silna pozycja fiskalna. Dobra ocena polityki monetarnej, ale z ograniczeniem autonomii ze względu na sztywność kursu walutowego
Zdolność/chęć do reagowania na szoki, wypełniania funkcji LLR (<i>lender of last resort</i>)	Silna	Silna w obszarze banku centralnego, ale ograniczona porozumieniami instytucjonalnymi	Silna
Stanowisko odnośnie do internacjonalizowania waluty	„Dane” na skutek funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego, obecnie bez znaczenia	Oficjalnie neutralne. Stanowcze odradzanie jednostronnej euroizacji dla krajów „out”	Poparcie dla wczesnego procesu internacjonalizowania
Kohezja polityczna i siła geopolityczna	Silna	Ograniczona przez brak unifikacji politycznej	Silna, z tendencją do wzrastania

Źródło: [Angeloni i in., 2011].

Wzrost dyscypliny emitenta waluty międzynarodowej wynikałby ze zwiększenia substytucyjności aktywów rezerwowych oraz dystrybuowania korzyści znanej jako *Exorbitant privilege* (aktualnie odnoszonej przez USA) do większej liczby krajów. *Exorbitant privilege* pozwala USA na większą swobodę prowadzenia polityki makroekonomicznej, dzięki większej płynności rynków, zdolności do zadłużania się za granicą we własnej walucie oraz przerzucaniu ciężaru dostosowawczego na inne (deficytowe, ale niebędące emitentami waluty rezerwowej) kraje.

Uznając powyższe korzyści internacjonalizacji walut dla międzynarodowego systemu walutowego należy uznać, że większe zastosowanie międzynarodowe RMB może stanowić czynnik budujący większą globalną stabilność finansową. Z punktu widzenia UGiW, internacjonalizacja RMB byłaby stabilizująca dla kursu EUR/USD [Angelino i in., 2011].

Teoretycznie, Chiny nie wypełniają warunków niezbędnych do internacjonalizowania waluty. Przede wszystkim waluta jest niewymienialna w zakresie transakcji rachunku kapitałowego. W krajowym systemie bankowym istnieją limity pożyczkowe, banki zagraniczne odgrywają znikomą rolę. Racjonowana jest emisja obligacji przedsiębiorstw. Wraz z kontrolą przepływów kapitału, restrykcje te zapewniają bankowi centralnemu kontrolę nad wzrostem i alokacją kredytu w gospodarce. Czynnikiem wyraźnie przemawiającym za internacjonalizacją waluty jest wzrastające znaczenie Chin w gospodarce światowej.

2. Warunki dynamizacji procesu internacjonalizacji RMB

Dominuje pogląd, że bez uprzedniego dokonania się liberalizacji przepływów kapitałowych i uelastycznienia kursu walutowego, nie może się dokonać proces internacjonalizacji waluty.

S. Valle dowodzi jednak, że RMB może uzyskać pewien stopień internacjonalizacji i odegrać istotną rolę jako waluta – kotwica na płaszczyźnie regionalnej, w okresie najbliższych 10–15 lat, pomimo utrzymywania przez Chiny relatywnie zamkniętego systemu finansowego i umiarkowanego stopnia elastyczności i wymienialności waluty [Valle, 2011].

Również przeciw takiemu kategorycznemu sformułowaniu opowiadają się I. Angeloni i in., argumentując, że restrykcje w przepływie kapitału i usztywnienie kursu nie stanowią czynnika hamującego proces internacjonalizacji RMB. Proces internacjonalizacji może się uruchomić przy istnieniu powyższych ograniczeń. Jednakże, w warunkach powyższych ograniczeń, Chiny powinny zwrócić szczególną uwagę na [Angeloni et al., 2011]:

1. Rozwijanie finansowych rynków offshore. Krok taki pozwoli pogłębiać i poszerzać rynki kapitałowe, dzięki czemu RMB będzie mógł realizować funkcję miernika wartości i jednostki rozrachunkowej. Zwiększanie płynności i głę-

bokości rynków jest istotne, szczególnie jeśli Chiny chciałyby internacjonalizować walutę, zachowując jednocześnie duży zakres kontroli na rachunku finansowym.

2. Wzmacnianie monetarnej roli w regionie. Istotne jest zwiększanie roli RMB jako waluty odniesienia (*anchor currency*). Istotną, ale niewystarczającą rolę odgrywa tutaj multilateralizacja Chiang Mai Initiative (CMI), głównie ze względu na małą skalę wykorzystania bilateralnych porozumień swapowych w regionie.

M. Fratzscher i in. wykazują, że kurs RMB stał się punktem odniesienia dla kształtowania się kursów walutowych i polityki monetarnej w azjatyckich krajach *emerging markets* od 2005 r., a w jeszcze większym stopniu od czasu globalnego kryzysu finansowego. Waluty krajów azjatyckich de jure są powiązane z USD („East Asian dolar standard”), ale de facto są uzależnione od kształtowania się RMB. Wyniki badań potwierdzają „hipotezę dominacji Chin” (*China’s dominance hypothesis*) i pogląd, że obecny system walutowy już jest w dużym stopniu trójbiegunowy (w którym USD jest walutą globalną, EUR i RMB walutami regionalnymi). Autorzy wykazują również, że ruchy waluty chińskiej są w pewnym stopniu kształtowane przez pozostałe waluty azjatyckie, zatem związek przyczynowy kształtowania się kursów w regionie jest dwukierunkowy, aczkolwiek asymetryczny (silniejszy wpływ RMB na kursy pozostałych walut niż zależność odwrotna)³. Hipoteza dominacji RMB nie oznacza jednak, że wpływ RMB na warunki monetarne w regionie będzie silniejszy od wpływu USD. Analogicznie, w latach 80. ubiegłego wieku w Europie ruchy niemieckich stóp procentowych miały najsilniejszy wpływ na kształtowanie się stóp procentowych krajów UE, jednak amerykańskie stopy procentowe miały także silny wpływ. Hipoteza dominacji waluty w regionie ma zatem relatywny charakter, może współistnieć z dominacją waluty międzynarodowej. Oznacza to, że niezależnie od wpływu USD na gospodarki azjatyckie, RMB może mieć silny i wzrastający wpływ w regionie [Fratzcher, Mehl, 2011].

3. Reformowanie krajowego systemu finansowego. Działania w tym obszarze powinny być ukierunkowane na zwiększenie roli sektora prywatnego w dystrybucję i alokację kredytu oraz modernizowanie i rozwijanie infrastruktury rynkowej. Plan uczynienia z Szanghaju centrum finansowego regionu do

³ Hipoteza ta stanowi nawiązanie do hipotezy dominacji DEM (*German dominance hypothesis*), która opisywała dominującą rolę DEM w Europie w latach 1980-1990. Hipoteza ta nie może być weryfikowana w analogiczny sposób jak hipoteza dominacji DEM, czyli poprzez korelację stóp procentowych i agregatów pieniężnych, ze względu na regulację i segmentację rynków pieniężnych, kredytowych i innych rynków finansowych w Chinach. Wysoki stopień zamknięcia rachunku kapitałowego sugeruje, że krajowe warunki monetarne i finansowe nie są łatwo transmitowane za granicę. Hipoteza jest weryfikowana nie na podstawie wszystkich funkcji waluty międzynarodowej, lecz w oparciu o rolę RMB jako waluty kotwicy (*anchor currency*) i mierzeniu wpływu kursu RMB na politykę kursową pozostałych krajów oraz globalną konfigurację kursów walutowych.

roku 2020 może odegrać katalizującą rolę dla pogłębiania rynków finansowych w Chinach.

Jednak w dłuższej perspektywie czasu, w celu pełniejszego zyskiwania statusu waluty międzynarodowej, Chiny muszą podejmować kolejne działania, takie jak:

1. Wprowadzenie wymienialności waluty, całkowitej otwartości finansowej i elastyczności kursowej. Otwartość finansowa jest niezbędna, jeśli Chiny będą nadal kontynuowały osiąganie nadwyżki na rachunku obrotów płatniczych, niemożliwe byłoby pogłębienie rynku aktywów denominowanych w RMB bez dwukierunkowej mobilności przepływów kapitału. Dominująca waluta międzynarodowa nie może być jednostronnie związana kursem sztywnym z inną walutą. Kontrola przepływów kapitału z czasem musi być liberalizowana, tak aby umożliwić zatarcie różnicy między transakcjami offshore i onshore.
2. Emitowanie wysokiej jakości aktywów. Emitent głównej waluty międzynarodowej musi emitować liczne wysokiej jakości aktywa, co stanowi warunek wyjściowy do wypełnienia funkcji środka akumulacji. Tak długo jak Chiny są kredytodawcą netto względem reszty świata i utrzymują kontrole odpływów kapitału, nie będą mogły wypełniać tej funkcji. Niezbędna jest zatem redukcja kontroli przepływów kapitału, umożliwiającą dwukierunkowe przepływy oraz dokończenie wewnętrznego procesu dostosowawczego w gospodarce, zmierzającego do obniżenia stopy oszczędności.
3. Wprowadzenie wiarygodnego, akceptowanego systemu prawnego, zapewniającego przewidywalność i sprawne egzekwowanie roszczeń.
4. Wzrost zaangażowania międzynarodowego w sprawy monetarne i finansowe. Może to zostać osiągnięte m.in. poprzez większe zaangażowanie w międzynarodowych instytucjach finansowych, np. w ramach G20.

Dodatkowo, istotne znaczenie dla internacjonalizacji RMB ma zliberalizowanie mechanizmu stopy procentowej. Obecnie polityka stopy procentowej banku centralnego Chin ma ograniczony wpływ na strukturę rynkowych stóp procentowych.

3. Dotychczasowe działania podejmowane w kierunku internacjonalizowania RMB i ich ocena

Dotychczasowe inicjatywy charakteryzuje dwutorowość: równoległe inicjatywy zwiększające wykorzystanie RMB w handlu międzynarodowym oraz w międzynarodowych inwestycjach. Strategia internacjonalizowania RMB opiera się na stworzeniu rynku offshore w Hongkongu, który stanowi „laboratorium” dla podejmowanych działań⁴. Stworzenie rynku offshore pozwala na stopniową

⁴ W tym kontekście porównuje się rolę Hongkongu dla internacjonalizacji RMB do roli Londynu dla internacjonalizacji USD.

internacjonalizację waluty, przy zachowaniu kontroli nad wpływem procesu na gospodarkę krajową i zwiększaniem zainteresowania zagranicy walutą krajową [Otero-Iglesias, 2010].

Wśród podejmowanych do tej pory inicjatyw należy wymienić:

- ułatwienie rozliczeń w handlu – nierezydenci mogą posługiwać się (fakturować i rozliczać) RMB w celach rozliczeń eksportu i importu z Chinami,
- emisję obligacji denominowanych w RMB w Hongkongu,
- ustanowienie walutowego rynku offshore w RMB,
- ułatwienie ustanawiania inwestycji bezpośrednich w RMB,
- ekspansję zasad tzw. Qualified Foreign Institutional Investor (QFII). QFII został wprowadzony w 2002 r. Zezwał na wybranych inwestorom międzynarodowym na dostęp do „akcji-A”⁵ denominowanych w RMB, notowanych na giełdzie papierów wartościowych, do pewnej wysokości zaangażowania. QFII stanowi zatem początek otwierania krajowego rynku kapitałowego.

Emisja obligacji w RMB rozpoczęła się w 2005 r. wraz z utworzeniem drugiego etapu Azjatyckiego Funduszu Obligacji (Asian Bond Fund 2- ABF2). Podczas gdy emisja obligacji w ramach ABF 1 była dokonywana w USD, w ramach ABF2 można wykorzystywać 8 walut lokalnych (Chin, Hongkongu, Indonezji, Korei, Malezji, Filipin, Singapuru i Tajlandii) do denominowania emisji obligacji (rządowych i quasi-rządowych) na lokalnych rynkach. Niezależnie od powyższych działań wspierających regionalną integrację finansową, od 2007 r. RMB jest wykorzystywany do emisji obligacji w Hongkongu przez narodowe banki rozwoju i banki komercyjne (coraz częściej także przez chińskie instytucje niefinansowe). Pierwszym takim działaniem była emisja obligacji przez Chiński Bank Rozwoju, następnie inne banki: Export-Import Bank of China, Bank of China. Rynek obligacji offshore jest zdominowany jak dotąd przez emitentów pochodzących z Chin (stanowiących 80% ogółu emitentów), aczkolwiek coraz częściej pojawiają się emitenci z innych krajów (np. Deutsche Bank, Citigroup, JP Morgan Chase).

Akumulacja RMB poza granicami Chin, dokonująca się na rynkach: walutowym (kilka rodzajów transakcji), obligacji i akcji wskazuje, że kontrola przepływów kapitału, ograniczając arbitraż globalnych rynków finansowych, istotnie wpływa na ceny kształtujące się w poszczególnych segmentach rynku finansowego.

Ceny na walutowym rynku offshore istotnie różnią się od cen onshore, zarówno w kursach spot, jak i forward. Dla przykładu, w okresie: od uruchomienia rynku walutowego offshore w Hongkongu, 11 lipca 2010 r. do listopada 2011 r., premia na kursie spot RMB w Hongkongu (CNH) w stosunku do kursu spot RMB w Szanghaju (CNY) wynosiła od -1,9% do 2,6%, średnio 0,2% w wartościach absolutnych. Również kursy forward na obu rynkach walutowych różniły się, średnio 0,1% w wartościach absolutnych.

⁵ Akcje notowane na giełdzie w Chinach (onshore) nazywane są akcjami-A (A shares), natomiast na giełdzie w Hongkongu akcjami-H (H shares).

Kształtowanie się cen chińskich obligacji skarbowych także świadczy o segmentacji rynków onshore i offshore. Pierwsza emisja obligacji denominowanych w RMB charakteryzowała się wyższą dochodowością od emisji plasowanej na rynku krajowym, jednak następne aukcje charakteryzowała niższa dochodowość obligacji na rynku offshore w stosunku do rynku krajowego. Odzwierciedlając (i demonstrując) brak dostępu do rynku obligacji onshore, inwestorzy w Hongkongu płacą premię za chińskie obligacje skarbowe. Różnice w cenach akcji między rynkami offshore i onshore także wskazują na efektywność kontroli kapitałów [McCauley, 2011].

O dokonującym się procesie internacjonalizacji RMB świadczy też wzrost udziału cyrkulacji RMB w zagranicznym obiegu pieniężnym. Dla przykładu, szacuje się, że 60% gotówki w obiegu w Mongolii stanowi RMB. Dokładne szacunki skali cyrkulacji RMB w gospodarkach sąsiednich są niemożliwe do przeprowadzenia, gdyż jest on walutą niewymienialną.

Hongkong jest także rynkiem offshore, na którym mogą być zakładane depozyty bankowe w RMB⁶. Wzrost depozytów w RMB na rynku offshore w Hongkongu (z 895 mln RMB w 2004 r., do 78 mld w 2008 r.), wynikający z napływu netto RMB do Hongkongu (w wyniku nadwyżki denominowanego w RMB importu w stosunku do denominowanego w RMB eksportu), świadczy o dokonującym się procesie internacjonalizacji kanałem handlu. Obecnie 3% handlu Chin z sąsiednimi krajami emerging markets jest denominowane w RMB, jednak szacuje się, że jeśli zachowana zostanie dotychczasowa dynamika wzrostu rozliczeń handlu w RMB, w ciągu 3-5 lat rozliczenia te będą stanowiły już ponad połowę handlu [Anderlini, Cookson, 2011]. Jednakże większa skala denominowania w RMB importu niż eksportu, świadcząca o tym, że partnerzy handlowi są bardziej skłonni akumulować należności w RMB niż pozwalać narastać zobowiązaniom w RMB, sprowokowała pytanie, czy czasem nie mamy do czynienia ze skrzywioną internacjonalizacją (*lopsided internationalisation*)⁷.

Chiny podjęły także działania zwiększające rolę kraju w dostarczaniu płynności poprzez uczestnictwo w procesie multilateralizacji Chiang Mai. Zobowiązanie do podstawiania waluty dla celów płynnościowych w ramach bilateralnych poro-

⁶ Od 2004 r., kiedy 32 banki zostały upoważnione do oferowania depozytów w RMB, dokonywania wymiany waluty i przelewów. Ostatnio kilka państwowych banków komercyjnych (w szczególności Bank of China) rozpoczęło także wypłacanie RMB w krajach zachodnich. Na przykład oddział Bank of China w Nowym Jorku zezwala podmiotom indywidualnym na wypłacanie RMB według limitów: do 4000 USD dziennie, rocznie do 20 000 USD. Dla przedsiębiorstw zaangażowanych w wymianę handlową nie ma limitów w wypłacie gotówki w RMB, pod warunkiem, że służy ona dokonawaniu rozliczeń handlowych, a nie celom spekulacji.

⁷ Określenie to zostało ukute w latach 80. przez E. Sakakibare w odniesieniu do procesu internacjonalizacji jena japońskiego. Dotyczyło obaw, czy czasem reszta świata może być skłonna akumulować japońskie aktywa, niechętnie zaś postrzegać japońskie pasywa. Za: McCauley R., *The internationalisation of the renminbi*, Paper prepared for the 2nd Annual International Conference on the Chinese Economy *Macroeconomic management in China: monetary and financial stability issues*, Hongkong, 14 January 2011.

zumień swapowych⁸ oraz wykorzystanie waluty do denominowania obligacji emitowanych w Azji, będące wyrazem zaangażowania Chin w proces regionalnej współpracy monetarno-finansowej, świadczą o wykorzystywaniu RMB przez nierezzydentów w funkcji waluty przejścia (*vehicle currency*).

Ponadto, w okresie kryzysu finansowego, Chiny zaangażowały się w dostarczanie płynności w RMB w ramach porozumień swapowych między bankami centralnymi (działanie niezwiązane z CMI). Dostarczanie pomocy płynnościowej w czasie kryzysu finansowego świadczy o gotowości Chin do wypełniania funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (*lender of last resort*).

Tabela 2. Linie swapowe Banku Ludowego Chin w latach 2008–2009 (w mld CNY)

Hongkong	200
Korea Płd.	180
Indonezja	100
Malezja	80
Argentyna	70
Białoruś	20

Źródło: [Gao, Yu, 2011].

Tabela 3. Zakres międzynarodowego/regionalnego wykorzystania RMB

Funkcja waluty	Wykorzystanie przez sektor oficjalny	Wykorzystanie przez sektor prywatny
Środek akumulacji	Rezerwy walutowe – żadne	Substytucja walutowa i waluta inwestycyjna – depozyty w Hongkongu – pożyczki w Hongkongu – emisja obligacji przez banki komercyjne – emisja obligacji skarbowych (ABF2) – emisja akcji (poprzez QFII)
Środek płatniczy	Waluta przejścia – bilateralne linie swapowe w ramach CMI – bilateralne linie swapowe między bankami centralnymi	Waluta fakturowania – rozliczanie transakcji
Miernik wartości	Denominator kursów walutowych – żadne	Kwotowanie cen

Źródło: [Gao, Yu, 2011].

⁸ Do lipca 2007 r. Chiny podpisały bilateralne porozumienia swapowe (BSA) na kwotę 23,5 mld USD z Japonią, Koreą, Tajlandią, Malezję i Filipinami, w ramach CMI. Większość porozumień była warta w USD, ale niektóre także w RMB.

Dodatkowo, w okresie 2010–2011 bank centralny Chin uruchomił linie swapowe z Islandią, Singapurem, Nową Zelandią i Uzbekistanem. Działania te świadczą o świadomej strategii pozyskiwania rynków stanowiących alternatywę dla popytu pochodzącego z USA. Są to rynki wschodzące, o wysokiej dynamice wzrostu.

Zestawienie zakresu internacjonalizacji RMB, w kontekście funkcji waluty międzynarodowej (najbardziej rozpowszechnionej metody analizy funkcji waluty międzynarodowej) prezentuje tabela 3.

4. Wpływ procesu internacjonalizacji na gospodarkę Chin

Dyskusyjne jest, czy wzrost depozytów i obligacji denominowanych w RMB w Hongkongu dokładnie jest odzwierciedlony we wzroście rezerw walutowych w Chinach (co by świadczyło o akomodacyjnym popycie offshore na RMB w warunkach danej polityki kursowej), czy też nie jest (wzrost rezerw walutowych mniejszy od zasobu depozytów i obligacji). Niezależnie od powyższych wątpliwości, internacjonalizacja RMB prowadzi do wzrostu rezerw, prowadząc do wzrostu długiej pozycji walutowej Chin i wynikającego z tego wzrostu ryzyka wyceny. Ponadto, każdy „powrót” RMB do Chin oznacza konieczność sterylizacji pieniądza przez bank centralny [McCauley, 2011]. Proces internacjonalizacji prowadzony zatem w ramach utrzymywanych restrykcji kapitałowych i stabilizowanego reżimu kursowego, paradoksalnie prowadzi do wzrostu skali akumulacji rezerw, co z globalnego punktu widzenia podtrzymuje nierównowagi globalne i nie stabilizuje międzynarodowego systemu walutowego. Efektywność kontroli przepływu kapitału pozwala władzy monetarnej na ustanawianie pułapów stóp depozytowych i limitowanie kredytów oraz racjonowanie dostępu do krajowego rynku obligacji. Kontrola napływu RMB ogranicza wpływ rynku obligacji offshore na krajowy rynek obligacji, a tym samym na równowagę między rynkiem kredytów bankowych a rynkiem papierów wartościowych. Dzięki temu, że akumulacja RMB na bankowych rynkach offshore przybiera formę depozytów, nie przenika rynkami międzybankowymi oraz bezpośrednimi kanałami pożyczkowymi cross-border do krajowego systemu bankowego, nie komplikuje polityki monetarnej i kontroli kredytu w gospodarce.

Z czasem jednak, wraz z pogłębianiem procesu liberalizacji kapitału i internacjonalizacji waluty, prowadzenie polityki pieniężnej niewątpliwie zostanie utrudnione. Im bardziej RMB z rynków offshore będą przenikać do rynku onshore, tym większe znaczenie będą miały ceny kształtujące się na rynkach offshore. Oznacza to, że o ile w początkowej fazie internacjonalizacji Hongkong może stanowić „laboratorium” dla dokonującego się procesu, a tyle z czasem jego zdolność absorbowania RMB może zostać przekroczona, co może generować destabilizujące bąble na rynkach aktywów i niestabilność finansową.

Wśród korzyści z internacjonalizacji RMB dla gospodarki chińskiej H. Gao [2011] wymienia:

- Dla przedsiębiorstw: obniżenie ryzyka kursowego, poprzez większy zakres wyrażania transakcji handlowych i finansowych w RMB. Powoduje to, że pożyczkobiorca z zagranicy dzieli ryzyko kursowe z rezydentami. W warunkach utrzymujących się nadwyżek płatniczych (handlowych i kapitałowych) oraz kontroli przepływu kapitału, internacjonalizacja waluty stanowi instrument podziału ryzyka (*spreading the risk*).
- Wzrost transakcji cross-border, co spowoduje wzrost bilateralnych transakcji handlowych, finansowych, będzie stymulowało dalszą wymianę gospodarczą i rozwój gospodarczy.
- Dla władzy monetarnej: wzrost dochodów z senioratu (*seigniorage*), oraz umożliwienie zachowania wartości zakumulowanych rezerw walutowych. Może to minimalizować ryzyko wynikające z gwałtownej korekty USD, powodujące stratę kapitałową z tytułu zakumulowanych rezerw. Argument ten bazuje na założeniu, że jeśli RMB stanie się walutą międzynarodową, zdolną (na równi z USD i EUR) absorbować płynność międzynarodową, Chiny będą w stanie stopniowo wymieniać zakumulowane rezerwy walutowe bez ponoszenia straty finansowej. Działanie takie, bez internacjonalizacji RMB oznaczałoby wzrost wartości RMB, osłabienie sektora eksportowego, uruchomienie wyższej inflacji, czemu sprzyjałby słabo rozwinięty system finansowy. Internacjonalizacja RMB może stanowić zatem sposób wyjścia z „pułapki dolarowej” (*dollar trap*).

Argument ten, zdaniem F. Song nie jest przekonujący. Ewolucja międzynarodowego systemu walutowego w kierunku systemu prawdziwie wielodewizowego nie jest w stanie wpłynąć na rezerwy już zakumulowane. Może jedynie wpłynąć na przyszłe strategie akumulacyjne.

W przypadku kraju o zinternacjonalizowanej walucie, korzyść polega na potencjalnej możliwości obniżenia popytu na rezerwy (jak to jest widoczne np. w odniesieniu do krajów rozwiniętych). O tym jednak, czy internacjonalizacja rzeczywiście spowoduje spadek popytu kraju na rezerwy walutowe decydują motywy akumulacji [Song, 2011].

Proces internacjonalizacji RMB może także służyć budowie krajowego systemu finansowego. Dla przykładu, rozwój rynku obligacji w Hongkongu może wpłynąć na rozwój systemu finansowego w Chinach poprzez:

- budowę infrastruktury, pomoc w budowaniu zasad dokonywania transakcji na rynku obligacji;
- przyspieszanie tempa otwierania rynków kapitałowych w Chinach oraz wprowadzania wymiennalności z tytułu transakcji rachunku kapitałowego.

Na skutek internacjonalizacji może wzrosnąć efektywność chińskich instytucji finansowych, mając większy dostęp do aktywów denominowanych w RMB wzrośnie ich innowacyjność i międzynarodowa konkurencyjność. Może to służyć

promowaniu ekspansji sektora chińskich usług finansowych. Wreszcie, wraz z liberalizowaniem przepływów kapitału, „powracające RMB” będą mogły spowodować spadek ryzyka zaciągania pożyczek w walucie zagranicznej. Spadnie koszt finansowania na skutek zmiany kompozycji portfela, w kierunku aktywów denominowanych w walucie krajowej.

Wśród kosztów ponoszonych przez kraj emitujący walutę międzynarodową należy wymienić (oprócz wspomnianego utrudnienia realizacji polityki pieniężnej poprzez zredukowanie kontroli nad agregatami monetarnymi i ograniczenie autonomii w ustanawianiu stóp procentowych) fluktuacje w popycie na walutę, większą trudność w utrzymaniu równowagi zewnętrznej, większą ekspozycję na szoki wynikające z międzynarodowych przepływów kapitałowych.

Podsumowanie

Proces internacjonalizacji RMB znajduje się na początkowym etapie. Z szacunków przeprowadzonych przez H. Gao i Yu wynika, że w 2007 r. z 40 trylionów RMB szerokiego agregatu pieniężnego, 300 mld było w międzynarodowym/regionalnym zastosowaniu [Gao, Yu, 2011]. Należy pamiętać, że proces internacjonalizacji waluty jest w pewnym sensie procesem samowzmacniającym się (*reinforcing process*), co oznacza, że proces wprawiony w ruch ma zdolność pogłębiania się. Cechą charakterystyczną dokonującego się procesu jest równoległość internacjonalizacji i regionalizacji RMB. Powstaje pytanie, która z tych dwóch sił przeważa. Czy RMB bardziej stanie się walutą regionalną, czy międzynarodową.

Poprzez stopniową internacjonalizację waluty Chiny mogą osiągnąć 5 celów strategicznych [Otero-Iglesias, 2010]:

- zredukować zależność od USD,
- stworzyć alternatywny popyt na rynkach zagranicznych,
- doprowadzić do wzrostu wpływów Chin w Azji i gospodarce globalnej (np. poprzez spodziewane włączenie RMB do koszyka SDRów przy następnej rewizji w 2015 r.),
- ustanowić z Szanghaju centrum finansowe będące w stanie konkurować z Londynem i Nowym Jorkiem,
- dokonać transformacji wewnętrznej gospodarki, z gospodarki opartej na eksporcie towarów w kierunku gospodarki opartej na usługach i popycie wewnętrznym.

Poprzez osiąganie powyższych celów, internacjonalizacja RMB może jednocześnie stabilizować międzynarodowy system walutowy, redukując międzynarodową nierównowagę płatniczą. Pozytywny wpływ internacjonalizacji RMB na nierównowagę globalną powinien wynikać także z faktu, że Chiny – jako kraj

trwałych nadwyżek płatniczych (*persistent surpluses*) – doświadczałyby aprecjacji kursu (na skutek wzrostu popytu na aktywa denominowane w RMB), co pozwoliłoby odblokować proces dostosowawczy.

Bibliografia

- Anderlini J., Cookson R., 2011, *Cross-border renminbi trade flourishes*, Financial Times, 1 March.
- Angeloni I., et al., 2011, *Global currencies for tomorrow: a European perspective*, European Economy, Economic Papers, no. 444, July.
- Benassy-Quere A., Pisani-Ferry J., 2011, *What international monetary system for a fast-changing world economy*, Bruegel Working Paper, April, no. 6.
- Fratzcher M., Mehl A., 2011, *China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system*, ECB Working Paper Series, no. 1392, October.
- Gao H., Yu Y., 2011, *Internationalisation of the renminbi*, BIS Papers no. 61, December.
- Maziad S., Farahmand P., et al., 2011, *Internationalization of emerging market currencies: a balance between risks and rewards*, IMF Staff Discussion Note, 19 October.
- McCauley R., 2011, *Renminbi internationalization and China's financial development*, BIS Quarterly Review, December.
- McCauley R., 2011, *The internationalisation of the renminbi*, Paper prepared for the 2nd Annual International Conference on the Chinese Economy Macroeconomic management in China: monetary and financial stability issues, Hongkong, 14 January.
- Otero-Iglesias M., 2010, *The internationalization of the renminbi (RMB): a strategy of crossing the river by feeling the stones*, Paper prepared for the 1st international Electronic Symposium on Chinese Politics, March.
- Song F., 2011, Comments on paper *Internationalisation of the renminbi* presented by R. McCauley, [w:] *Currency internationalization: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific*, BIS Papers, no. 61, December.
- Valle S., 2011, *The path of internationalisation of the RMB*, Background paper prepared for the report *Reforming the international monetary system: options and implications*, April.