



SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSAW SCHOOL OF ECONOMICS

Studium Licencjackie

Kierunek: Finanse i Rachunkowość

Specjalność: Bankowość

Imię i nazwisko autora: Patrycja Oleksza

Nr albumu 53634

Polityka chińskiego rządu wobec kursu walutowego renminbi od 2005 roku

Praca licencjacka

napisana w

Katedrze Studiów Politycznych

pod kierunkiem naukowym

dr hab. Krzysztofa Kozłowskiego, prof. SGH

Warszawa 2015

Spis treści

WYKAZ SKRÓTÓW	8
WPROWADZENIE	5
ROZDZIAŁ 1 CHARAKTERYSTYKA SYSTEMU FINANSOWEGO W CHINACH	8
1.1 Reformy chińskiego systemu finansowego	8
1.2 System finansowy ChRL	12
1.2.1 Sektor bankowy	12
1.2.2 Nieformalny sektor finansowy	18
1.2.3 Rynek kapitałowy	21
1.3 Podsumowanie	25
ROZDZIAŁ 2 ROLA YUANA NA RYNKU WEWNĘTRZNYM I MIĘDZYNARODOWYM	26
2.1. Państwo a waluta. Chińska polityka monetarna	26
2.2 Kurs wymiany renminbi	31
2.3 Kontrowersje	38
2.4 Podsumowanie	41
ROZDZIAŁ 3 YUAN JAKO WALUTA MIĘDZYNARODOWA	42
3.1 Definicja waluty międzynarodowej i jej uwarunkowania	42
3.2 Chiny a umiędzynarodowienie renminbi	46
3.2.1 Przesłanki globalizacji renminbi	47
3.2.2 Ryzyko płynące z umiędzynarodowienia renminbi	50
3.3 Uwarunkowania globalizacji renminbi	51
3.3.1 Obecne stadium globalizacji renminbi	54
3.3.2 Możliwe scenariusze globalizacji renminbi	56
3.4 Podsumowanie	58
ZAKOŃCZENIE	59
SPIS TABEL I RYSUNKÓW	61
BIBLIOGRAFIA	62
STRESZCZENIE	66

WYKAZ SKRÓTÓW

ABC	Agricultural Bank of China	中国农业银行 <i>zhōngguó nóngyè yínháng</i>
AIIB	Asian Infrastructure Investment Bank	亚洲基础设施投资银行 <i>yàzhōu jīchǔ shèshī tóuzī yínháng</i>
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations	
BC	Bank of China	中国银行 <i>zhōngguó yínháng</i>
CBRC	China Banking Regulatory Commission	中国银行业监督管理委员会 <i>zhōngguó yínháng yè jiāndū guǎnlǐ wěiyuánhui</i>
CCB	China Construction Bank	中国建设银行 <i>zhōngguó jiànshè yínháng</i>
ChRL	Chińska Republika Ludowa	中华人民共和国 <i>zhōnghuá rénmin gònghéguó</i>
CSRC	China Securities Regulatory Commission	中国证券监督管理委员会 <i>zhōngguó zhèngquàn jiāndū guǎnlǐ wěiyuánhui</i>
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China	中国工商银行 <i>zhōngguó gōngshāng yínháng</i>
IPO	Initial Public Offering	
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor program	
RQFII	Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor program	
SAFE	State Administration of Foreign Exchange	国家外汇管理局 <i>guójiā wàihuì guǎnlǐ jú</i>
SDR	Special drawing rights	
SHSE	Shanghai Stock Exchange	上海证券交易所 <i>shànghǎi zhèngquàn jiāoyì suǒ</i>
SOE	State Owned Enterprise	
SZSE	Shenzhen Stock Exchange	深圳证券交易所 <i>shēnzhèn zhèngquàn jiāoyì suǒ</i>
TWI	Trade-Weighted (effective exchange rate) Index	
WTO	World Trade Organization	

WPROWADZENIE

O Chinach Napoleon miał powiedzieć, że są śpiącym gigantem, który po przebudzeniu zaskoczy świat. Kiedy w czasie Trzeciego Plenum XI Zjazdu Komunistycznej Partii Chin Deng Xiaoping (*Dèng Xiǎopíng*, 邓小平) potępił rewolucję kulturalną oraz nawołał do promowania wzrostu gospodarczego jako priorytetu dla decyzji Partii, chiński smok zaczął budzić się z letargu. Chiny stały się pierwszą potęgą gospodarczą, która zapewniła sobie ten status zanim jeszcze osiągnęła poziom rozwoju społeczno-politycznego podobny do innych światowych liderów¹.

W rzeczywistości jednak Chiny wciąż są państwem biednym. W 2013 roku PKB *per capita* w Chinach wynosiło 6807,4 USD, to jest zaledwie 43% światowego PKB *per capita* w tym samym okresie². Odzwierciedla to wciąż relatywnie niski standard życia mieszkańców Chin. Środki pochodzące z gigantycznych pakietów stymulacyjnych, czerpane z ogromnych zasobów chińskich rezerw walutowych, są alokowane w sposób nieefektywny³. Zażegnania tych problemów podjęli się na początku lat 90-tych przyszły premier Chińskiej Republiki Ludowej Zhu Rongji (*Zhū Róngjī*, 朱镕基) i sekretarz generalny Komunistycznej Partii Chin – Jiang Zemin (*Jiāng Zémín*, 江泽民). Reformy chińskiego systemu finansowego pozostają jednak w cieniu dynamicznie wprowadzanych reform gospodarczych⁴.

Wydaje się, że niepowodzenie reform miało swoje podłoże w sposobie zarządzania państwem. Chińska gospodarka, i w rezultacie także system finansowy, nie podlega prostym prawom popytu i podaży – rządzi nimi raczej grupa „rodzin”, będących elitą chińskiego społeczeństwa. Rodziny te często przedkładają krótkoterminowe korzyści nad długoterminowy interes państwowy. Zawsze bezwzględny priorytetem jest dla nich jednak utrzymanie stabilności całego systemu. Ze względu na taką strukturę elit państwa, Walter i Howie jednoznacznie konstatują: „Chiny to rodzinny biznes”⁵.

Tego rodzaju sytuacja wpływa na politykę prowadzoną przez władze regionalne, które nierzadko postępują wbrew rządowi centralnemu, kierując się własnymi korzyściami.

¹ R. Johnson, *China* [W:] *Currencies After the Crash: The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*, edited by Sara Eisen, The McGraw-Hill Companies, United States of America 2013, s. 221.

² *The World Factbook*, Central Intelligence Agency: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>.

³ R. Johnson, dz. cyt., s. 227.

⁴ Należy pamiętać, że katalizatorem reform sektora finansowego były liczne projekty i decyzje podjęte za czasów Zhu i Jiang, które dotyczyły sektora przedsiębiorstw. Jedną z najważniejszych tego rodzaju decyzji było wprowadzenie wybranych SOE na chiński rynek kapitałowy oraz umożliwienie przeniknięcia do systemu zagranicznych zasobów i *know-how*, dzięki którym możliwe było zwiększenie ich rentowności i efektywności. Walter i Howie zwracają uwagę, że „zagraniczne usługi finansowe zrobiły wiele w imieniu Partii i jej systemu” oraz „nie jest przesadą stwierdzenie, że Goldman Sachs i Morgan Stanley utworzyły to, czym obecnie jest sektor państwowych przedsiębiorstw”. Sektor ten, poprzez udane IPO, przyczyniły się w dużym stopniu do rozwoju chińskich rynków kapitałowych. Na podstawie: C.E. Walter, F.J.T. Howie, *Red Capitalism, The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, John Wiley & Sons, Singapore 2012, s. 10-11.

⁵ Tamże, s. 22.

W niniejszej pracy władze regionalne definiuje się jako samorządy od szczebla prowincjonalnego, które – mimo oczywistych wpływów Partii – reprezentują w istocie grupę interesów odrębną od grupy interesów polityków zarządzających państwem centralnie.

Tym jednak, co pozwoliło Chinom odnieść spektakularny sukces na arenie międzynarodowej była sprawna manipulacja rodzimą walutą: renminbi (*rénmínbì*, 人民币). Utrzymywanie jej na stabilnym poziomie wobec amerykańskiego dolara uczyniło ofertę chińskich eksporterów niezwykle konkurencyjną na rynku globalnym. Jednakże chińska gospodarka zaczyna przejawiać słabości: coraz powolniejszy, choć wciąż dynamiczny wzrost PKB oraz kurcząca się nadwyżka bilansu płatniczego sprawiają, że chiński rząd jest zmuszony zredefiniować swoją politykę walutową. Stawiane przed nim nowe wyzwania dotyczą nie tylko utrzymania bezkryzysowego wzrostu gospodarczego, ale również określenia własnej roli w świecie, który jest świadkiem zmiany układu sił w światowych finansach.

Coraz częściej zadawane pytanie o rolę chińskiej waluty w nowym systemie finansowym wydaje się ważne z punktu widzenia gospodarki każdego kraju, ponieważ kondycja gospodarki Chin w dobie globalizacji oddziałuje na gospodarki innych państw. Naturalną odpowiedzią jest umiędzynarodowienie renminbi oraz uczynienie go walutą rezerwową, co odzwierciedlałoby status Chin na arenie międzynarodowej. Celem niniejszej pracy jest odpowiedź na pytanie o przyszłość yuana (*yuán*, 元)⁶, a także ustalenie kierunku polityki rządu centralnego ChRL wobec kursu walutowego renminbi. Stanowi próbę analizy roli yuana na arenie międzynarodowej po wzięciu pod uwagę najnowszych zmian w polityce rządu i banku centralnego, których nie uwzględniła jeszcze literatura na temat rewaluacji chińskiej waluty.

Niniejsza praca została podzielona na trzy rozdziały, dopełnione wstępem, stanowiącym wprowadzenie do tematu pracy, oraz zakończeniem, będącym jej podsumowaniem. Pierwszy rozdział dotyczy systemu finansowego Chińskiej Republiki Ludowej. Pierwsza jego część traktuje o reformach systemu finansowego od końca lat 70-tych XX wieku, ze szczególnym naciskiem na reformy Zhu Rongji oraz Jiang Zemina w latach 90-tych. Teorie i wnioski dotyczące reform oparte są głównie na artykułach: Douglasa J. Elliota oraz Kai Yan'a, *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview* oraz Patricka Hessa, *China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State*. Przekrojową analizę kondycji chińskiego systemu finansowego proponują również autorzy pozycji, *Currencies after the Crash* pod redakcją Sary Eisen, jak również Carl Walter i Fraser Howie w książce ich autorstwa: *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*.

⁶ Nazwy chińskiej waluty: yuan oraz renminbi są w niniejszej pracy używane wymiennie.

Druga i trzecia część rozdziału to przedstawienie struktury sektora bankowego w Chinach, a także wyjaśnienie roli nieformalnego sektora finansowego, tak zwanego *shadow banking*. O sektorze bankowym szczególnie obszernie pisali Salih Neftci oraz Michelle Yuan Menager-Xu w książce *China's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*. Ostatnia część rozdziału poświęcona jest chińskiemu rynkowi kapitałowemu.

Drugi rozdział niniejszej pracy traktuje o roli renminbi na rynku wewnętrznym i międzynarodowym. Przedstawiona została w nim ewolucja chińskiej polityki monetarnej oraz kursu walutowego chińskiej waluty. Przewodnikiem po reformach chińskiej polityki monetarnej jest w rozdziale Chen Yulu, autor książki *Chińska waluta a świat*, a także pozycje *China's Emerging Financial Markets: Challenges and Opportunities* pod redakcją James'a Bartha oraz *Routledge Handbook of the Chinese Economy* pod redakcją Gregory Chow'a i Dwight'a Perkinsa. W rozdziale omawiane są także kontrowersje związane z chińską walutą, dotyczące przede wszystkim jego realnej wartości i potrzeby rewaluacji.

Rozdział trzeci stanowi omówienie perspektyw renminbi jako waluty międzynarodowej. Pierwsza część rozdziału pokrywa definicję waluty globalnej oraz jej uwarunkowania. W dalszej kolejności omówione są przesłanki chińskiego rządu oraz chińskich instytucji finansowych do globalizacji renminbi. Rozdział zawiera również analizę obecnej roli yuana na rynku międzynarodowym. Ostatnia część przedstawia działania, które podjęto do tej pory w celu globalizacji chińskiej waluty. Literatura, która okazała się najważniejsza w formułowaniu wniosków o umiędzynarodowieniu renminbi, obejmuje przede wszystkim *Internationalization of the Renminbi: History, Theories and Policies* autorstwa Zhang Jie, *China in Global Finance: Domestic Financial Repression and International Financial Power* autorstwa Sandry Heep oraz *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi* pod redakcją Peng Wensheng'a i Shu Chang'a.

Powolne budzenie się smoka trwało bez mała 30 lat. Zmiany zainicjowane przez Denga Xiaopinga przeobraziły gospodarkę centralnie planowaną w model zbliżony do wolnego rynku, tak zwaną „socjalistyczną gospodarkę rynkową”⁷. Zmiany nie implikowały więc bynajmniej zrezygnowania z dominujących wpływów Partii ani porzucenia doktryn marksistowskich i maoistowskich. Systematycznie wprowadzano jednak mechanizmy rynkowe, odsuwając rząd od bezpośredniej kontroli produkcji i handlu. Ma to swoje odzwierciedlenie w polityce chińskiego rządu wobec wymienialności renminbi, którego kurs walutowy nierzadko dostosowywano do bieżących potrzeb rozrastającej się gospodarki.

⁷A. Bolesta, *Chiny w okresie transformacji*, Wydawnictwo Akademickie Dialog, Warszawa 2006, s. 39.

ROZDZIAŁ 1

CHARAKTERYSTYKA SYSTEMU FINANSOWEGO W CHINACH

Kluczem do pełnego wyjaśnienia fenomenu związanego z chińską walutą jest zrozumienie obowiązujących ją zasad oraz warunków, w jakich funkcjonuje. Stąd w niniejszym rozdziale w sposób kompleksowy zostaną przedstawione cechy chińskiego systemu finansowego, które na potrzeby pracy wymagają szerszego omówienia. W pierwszej kolejności określone zostaną ogólne kierunki reform systemu finansowego w Chinach od 1978 roku. Następna część rozważań zostanie poświęcona charakterystyce systemu bankowego. Rozdział wieńczyć będzie opis rynku kapitałowego.

Każdy system finansowy pełni w gospodarce określone funkcje, które umożliwiają jej rozwój. Jeżeli system jest sprawny, wówczas dokonuje się w nim efektywna alokacja zasobów, oszczędzający i inwestujący maksymalizują stopę zwrotu przy danym ryzyku, jak również mogą to ryzyko dywersyfikować, a ponadto następuje łatwość przekształcania krótkoterminowych aktywów w fundusze pozwalające sfinansować długoterminowe projekty⁸.

Mimo że wysoka efektywność chińskiego systemu finansowego jest niezbędna dla zapewnienia bezkryzysowego wzrostu i stabilności gospodarczej, nie wszystkie z jego zadań są przezeń skutecznie realizowane. Aby to zmienić, władze Chińskiej Republiki Ludowej poddawały chiński system finansowy licznym reformom, mającym na celu jego modernizację oraz dostosowanie do międzynarodowych standardów.

1.1 Reformy chińskiego systemu finansowego

Reformy dotyczące chińskiego systemu finansowego lub bezpośrednio na niego wpływające można, za Patrickiem Hessem, podzielić na trzy etapy: 1978-1990 – etap początkowy, 1991-2005 – erę Jiang-Zhu oraz okres ich systematycznego słabnięcia od roku 2006⁹. Dla potrzeb pracy, omówione zostaną tylko najważniejsze wydarzenia dotyczące chińskiego systemu finansowego, które stanowiły kamienie milowe w jego transformacji.

W pierwszym etapie nie wahano się korzystać z amerykańskiego modelu finansowego¹⁰. Zwiększyła się wówczas liczba instytucji finansowych: na skutek przekształcenia Ludowego Banku Chin w chiński bank centralny, jego komercyjne funkcje przejęły w 1983 roku

⁸ D.J. Elliot, K. Yan, *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*, Washington, John L. Thornton China Center Monograph Series, No. 6, 2013, s. 1.

⁹ P. Hess, *China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State*, [W:] F. Rövekamp and H. G. Hilpert (eds.), *Currency Cooperation in East Asia, Financial and Monetary Policy Studies*, 38, Springer International Publishing, Switzerland 2014, s. 25.

¹⁰ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 3.

wyodrębnione z jego struktury cztery banki państwowe¹¹. Mimo powoływania się na zachodnie wzorce, państwo nie zrezygnowało z monopolu w strukturze własności chińskich instytucji finansowych, a pozbawione należytego nadzoru władze regionalne generowały nadmierny popyt na tanie kredyty, uzasadniając go chęcią rozwoju lokalnej gospodarki¹². Sytuacja ta doprowadziła do gwałtownej ekspansji kredytowej, a w konsekwencji do wysokiej inflacji.

Niekontrolowany wzrost cen oraz skorumpowana administracja okazały się, zdaniem Hessa, punktem zapalnym wydarzeń na Placu Tiananmen (*Tiān'ānmén Guǎngchǎng*, 天安门广场) w 1989 roku¹³. Przyparte do muru władze przyspieszyły decyzję o otwarciu giełd papierów wartościowych w Szanghaju i Shenzhen na początku lat 90-tych¹⁴. Ich ustanowienie Walter i Howie uważają zresztą za pierwszą poważną decyzję Jiang Zemin'a oraz Zhu Rongji¹⁵, zaliczając je do katalogu najważniejszych reform obu działaczy. Była to swoista inauguracja nowej ery reform systemu finansowego.

Z punktu widzenia chińskiej waluty i jej znaczenia na arenie międzynarodowej istotna była reforma z początku lat 90-tych. Ludowy Bank Chin zapowiedział wówczas zniesienie podwójnego kursu walutowego, czyli stosowania równocześnie oficjalnego kursu walutowego i kursu wymiany dewiz. Z dniem 1 stycznia 1994 wprowadzono więc system „jednolitego płynnego kursu walutowego opartego na popycie i podaży na rynku”¹⁶, a ponadto określono zasady handlu dewizami. Od tego czasu zwiększało się zaufanie do renminbi zarówno w kraju, jak i za granicą¹⁷, choć bank centralny wciąż twardą ręką kontrolował stabilność jego wymiany.

Pod koniec lat 90-tych władze centralne pochyliły się nad kondycją dominującego na chińskim rynku sektora bankowego. Dostrzeżono wówczas palący problem rozrastających się kredytów w sytuacji nieregularnej, który zażegnano m.in. poprzez powołanie do życia firm *asset management*, obarczonych ściąganiem wątpliwych należności i zarządzaniem nimi. Banki państwowe dokapitalizowano, a największe z nich zadebiutowały

¹¹ Jest to tak zwana Wielka Czwórka, czyli obecnie skomercjalizowane banki państwowe. Należą do nich: Bank of China (BC), China Construction Bank (CCB), Agricultural Bank of China (ABC) oraz Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). Z założenia były to banki wyspecjalizowane w konkretnych zadaniach. I tak BC zajmował się głównie operacjami w obcych walutach, CCB finansował inwestycje średnio- i długoterminowe, ABC finansował projekty rolnicze, a ICBC – projekty przemysłowe i komercyjne. W 1994 roku odpowiedzialność za realizację centralnie dyktowanej polityki rozwoju gospodarczego przeniesiono na banki państwowe – *state-policy banks*. Na podstawie: S.N. Neftci, M.Y. Menager-Xu, *China's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*, Elsevier Academic Press, United States of America 2007, s. 109.

¹² P. Hess, dz. cyt., s. 25.

¹³ Tamże, s. 26.

¹⁴ A. Marszk, *The Transformation of Chinese Stock Market between 1990 and 2012*, [W:] *International Business and Global Economy*, 33/2014, s. 340-351.

¹⁵ Walter, Howie, s. 13.

¹⁶ Y. Chen, *Chińska waluta a świat*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2012, s. 105.

¹⁷ Tamże.

na międzynarodowych giełdach papierów wartościowych¹⁸. Zrestrukturyzowano także bank centralny. W 1998 roku wprowadzono jego reformę, której celem było „umocnienie funkcji regulacyjnych oraz ograniczenie wpływu władz lokalnych na jego decyzje”¹⁹. Osiągnięto to poprzez „zastąpienie prowincjonalnych oddziałów Ludowego Banku Chin dziewięcioma podmiotami regionalnymi”²⁰. Przesłanką do wprowadzenia tego typu reformy była między innymi nadmierna zależność banku centralnego od władz lokalnych. Ukoronowaniem oraz swoistą próbą legitymizacji szeregu reform, dążących do ukierunkowania chińskiego systemu finansowego na tory liberalizmu, było niewątpliwie wejście Chin do WTO w 2001 roku.

Modernizację chińskiego systemu finansowego spowolniły nowe elity – wraz z dojściem do władzy Hu Jintao (*Hú Jǐntāo*, 胡锦涛) oraz Wen Jiabao (*Wēn Jiābǎo*, 温家宝) w 2003 roku nastąpił powrót do bardziej konserwatywnej myśli kształtowania chińskiego systemu gospodarczego. Kierunek zmian zaproponowany przez Jiang Zemina i Zhu Rongji został skrytykowany. Po pierwsze, reformy miały przyczynić się do pogłębienia nierówności społecznych²¹, których skali nowa władza nie akceptowała. Po drugie, zezwolenie dla Bank of America i singapurskiego Temasek’u na kupno udziałów China Construction Bank uznano za nieuzasadnione przekazywanie rodzimego kapitału w ręce obcokrajowców²². Ostatecznie również chiński pakiet stymulacyjny wprowadzony w 2008 roku, według Hessa, miał tylko cofnąć strukturę systemu finansowego do centralnie-planowanego schematu²³.

Władze chińskie wciąż dbają jednak, aby chiński system finansowy rozwijał się współmiernie do wzrostu gospodarczego. Na przykład: na posiedzeniu Rady Państwa w marcu 2009 ustalono, że do końca 2020 roku Szanghaj stanie się międzynarodowym centrum finansowym, który „będzie odpowiadać sile chińskiej gospodarki oraz sprzyjać rozwojowi międzynarodowego statusu chińskiej waluty”²⁴. Główne założenia tej decyzji

¹⁸ A. Singh, P. N’Diaye, *Rebalancing Growth in China: The Role of the Yuan in the Policy Package* [W:] *Currencies After the Crash: The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*, edited by Sara Eisen, The McGraw-Hill Companies, United States of America 2013, s. 177-178.

¹⁹ Reformę zaprojektował Zhu Rongji wraz z Zhou Xiaochuan (*Zhōu Xiǎochuān*, 周小川), prezesem China Construction Bank.

²⁰ P. Hess, dz. cyt., s. 27.

²¹ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 15.

²² P. Hess, dz. cyt., s. 28.

²³ Pakiet stymulacyjny został wprowadzony w Chinach jako odpowiedź na globalny kryzys finansowy po upadku Lehman Brothers. Pakiet stymulacyjny zakładał wpompowanie sumy 586 mld USD w różnego rodzaju inwestycje, takie jak modernizacja infrastruktury, ochrona środowiska czy projekty służące odbudowie miast w Syczuanie, które zostały zniszczone na skutek trzęsienia ziemi w maju 2008. Na podstawie: P. Maidment, *China Announces Massive Stimulus Package* [online], *Forbes* 11.09.2008, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://web.archive.org/web/20081112053515/http://www.forbes.com/business/2008/11/09/china-stimulus-economy-biz-cx_pm_1109notes.html oraz: P. Hess, dz. cyt., s. 29.

²⁴ Na podstawie oświadczenia Rady Państwa z 25 marca 2009 roku [online], [dostęp 22 maja 2015], dostępnego w Internecie: http://www.gov.cn/ldhd/2009-03/25/content_1268570.htm.

obejmowały między innymi budowę nowoczesnego i wielofunkcyjnego systemu finansowego, umocnienie instytucji finansowych, poszerzenie spektrum usług, stworzenie sprzyjającego im otoczenia prawnego, umocnienie nadzoru finansowego oraz zapewnienie stabilizacji²⁵. W efekcie, „zagraniczni inwestorzy będą stopniowo otrzymywali dostęp do rynków finansowych Szanghaju, a firmom zagranicznym umożliwi się emisję obligacji denominowanych w yuanie oraz notowanie na szanghajskiej giełdzie”²⁶.

Decyzja o przekształceniu Szanghaju w międzynarodowe centrum finansowe była *de facto* przyzwoleniem władzy centralnej na realizację aspiracji miasta, które już od dawna pretenduje do tego tytułu. Według Sandry Heep, Szanghaj „nie tylko rozwinął się jako najważniejsze centrum finansowe kraju w dobie reform, ale również hołubi pamięć o swoim prymacie w całej Azji przed założeniem komunistycznego reżimu w 1949 roku”²⁷. Decyzja nie była więc innowacją ze strony władz – jej znaczenie porównuje się do przystąpienia Chin do WTO, to znaczy: miała politycznie uzasadnić wprowadzanie nowych reform, mających na celu stabilizację chińskiego systemu finansowego²⁸.

Wszystkie opisane powyżej reformy wpisują się w politykę hołdującą systemowi jednej partii i tak zwanemu „czerwonemu kapitalizmowi”, czyli „kapitalizmowi o chińskich cechach”²⁹, z silnym wpływem władzy centralnej na wszelkie decyzje gospodarcze. Celem reform nigdy nie była pełna komercjalizacja instytucji finansowych, a jedynie redukcja państwowych aktywów w sumie aktywów ogółem³⁰. Chiński system finansowy był, i w dającej się przewidzieć przyszłości będzie, pod ścisłą kontrolą najwyższych władz państwowych. Można zaryzykować stwierdzenie, że Chiny urzeczywistniły postulat Denga Xiaopinga z 1992 roku, kiedy powiedział on w Shenzhen, że „kapitalizm nie jest tylko dla kapitalistów”³¹ i można go realizować na płaszczyźnie w gruncie rzeczy socjalistycznej.

²⁵ Tamże.

²⁶ S. Heep, *China in Global Finance: Domestic Financial Repression and International Financial Power*, Springer, Freiburg 2014, s. 35.

²⁷ Tamże.

²⁸ A. Kroeber, *China's Accelerating Financial Reform* [online], *Financial Times*, 24.06.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8fe40a72-6056-11de-a09b-00144feabdc0.html#axzz1v8osjof8>.

²⁹ P. Hess, dz. cyt., s. 24.

³⁰ Zhang Jie sugeruje, że do 1978 roku o funkcjonowaniu chińskiego systemu finansowego decydowało w istocie troje graczy: SOE, banki państwowe oraz rząd. Wszystkie reformy wprowadzane od lat 80-tych miały na celu ograniczenie wpływu władz centralnych na decyzje SOE i banków państwowych oraz zredukowanie udziału państwa w strukturze własności tych podmiotów. Zdaniem autora jednak nigdy nie udało się całkowicie uniknąć skutecznej kontroli władz nad chińskim systemem finansowym. Na podstawie: J. Zhang, *Internationalization of the Renminbi*, tom 1, Enrich Professional Publishing, Hong Kong 2011, s. 142.

³¹ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 4.

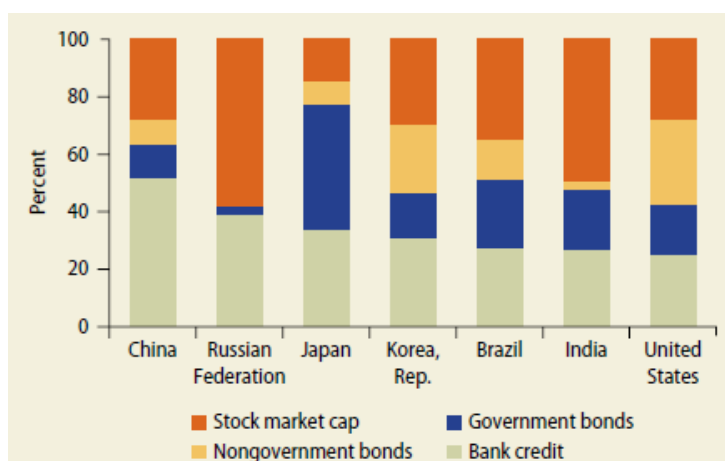
1.2 System finansowy ChRL

Dwie dekady reform ukształtowały obecny system finansowy Chińskiej Republiki Ludowej, który stał się zjawiskiem zwracającym uwagę całego świata. Od innych gospodarek, szczególnie zachodnich, wyróżnia go szereg cech charakterystycznych, omówionych poniżej.

Tło rozważań o kształcie chińskiego systemu finansowego stanowi dominująca rola państwa w strukturze własności największych chińskich przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych. Państwo jest albo ich pełnoprawnym właścicielem, albo podejmuje decyzje menedżerskie dzięki akcyjnemu pakietowi strategicznemu³². Taka sytuacja dowodzi i decyduje o braku mechanizmów rynkowych w gospodarce, a także demaskuje inną ważną cechę chińskiego systemu finansowego – państwo, a więc Partia rządząca, ma możliwość przeniknięcia przez wszystkie szczeble systemu i decydować o strategii poszczególnych podmiotów³³.

Jedną z najważniejszych cech chińskiego systemu finansowego stanowi niemal monopolistyczna pozycja sektora bankowego, który skutecznie wypiera inne źródła kreacji pieniądza oraz finansowania przedsiębiorstw. To w bilansach banków kryje się większość oszczędności gospodarstw domowych oraz to one udzielają finansowania największym przedsiębiorstwom. Ponieważ to przez działalność bankową państwo kształtuje system finansowy Chin, jest uzasadnione, by przyrzeć się jej z bliska.

1.2.1 Sektor bankowy



Rysunek 1. Struktura chińskiego systemu finansowego w porównaniu do innych państw w 2009 roku.
Za: *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society*, International Bank for Reconstruction and Development, Washington 2013, s. 116.

³² P. Hess, dz. cyt., s. 30.

³³ Wpływ władzy państwowej na decyzje podejmowane w strukturach danej instytucji finansowej jest sankcjonowany także przez dobór kadry menedżerskiej. O tym, kto będzie piastował stanowisko prezesa banku decyduje Partia, a jednym z najważniejszych kryteriów wyboru odpowiedniego kandydata jest jego stosunek do polityki partyjnej. Menedżerowie często traktują też swoją funkcję w instytucji finansowej jako ścieżkę awansu do wysokich urzędów państwowych. Na podstawie: D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 11.

O ogromnej roli banków w chińskim systemie finansowym przekonać się można analizując udział kredytów bankowych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. Z raportu Banku Światowego *China 2030* wynika, że udział ten oscyluje na poziomie około 50%, co można odczytać z przedstawionego powyżej wykresu. W porównaniu do innych krajów poziom ten jest uderzająco wysoki – niższą relację odnotowuje się zarówno w państwach rozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone czy Japonia, jak również rozwijających się. Można więc wnioskować, że systemy finansowe tych ostatnich, choć jeszcze niezaawansowane i niewystarczająco rozbudowane, w porównaniu do Chin wykazują już o wiele bardziej złożoną, a przez to konkurencyjną strukturę.

Na podstawie danych zebranych przez portal *Trading Economics*³⁴, suma udzielonych przez chiński sektor bankowy kredytów wyniosła 155,12% PKB w 2012 roku, przy czym kredyty te zostały przedstawione w ujęciu brutto, za wyjątkiem kredytów udzielonych rządowi centralnemu, które traktowane są w ujęciu netto. Dla porównania, ten sam wskaźnik mierzony w 2012 roku w Stanach Zjednoczonych wynosił 229,26% PKB. Według raportów Banku Światowego natomiast, w 2012 roku wskaźnik kredytów krajowych udzielonych sektorowi prywatnemu w Chinach oscylował na poziomie 133,7% PKB³⁵. Dla porównania, banki w Stanach Zjednoczonych wpompowały w niego analogiczny sektor w USA zaledwie 48% PKB³⁶. Dowodzi to, że w Chinach banki wiodą prym w udzielaniu przedsiębiorstwom finansowania, kosztem słabo rozwiniętych rynków finansowych, choć dane te są zawyżane przez gigantyczne kredyty udzielone SOE.

Mimo że banki pełnią w Chinach dominującą rolę przy słabo wykształconym rynku kapitałowym, jest to sektor o wciąż dużym potencjale wzrostu motywowanym rosnącym zapotrzebowaniem na swoje usługi. Dzieje się tak dlatego, że choć wielkie SOE cieszą się uprzywilejowaną pozycją w dostępie do kredytów na działalność służącą rozwojowi państwa, mniejsze, prywatne przedsiębiorstwa wciąż napotykają wiele trudności w otrzymaniu

³⁴ W swojej analizie autorzy portalu powołują się na dane udostępnione przez Bank Światowy. Równocześnie, portal traktuje sektor bankowy jako złożony z instytucji polityki monetarnej oraz instytucji kredytowych – zarówno przyjmujących depozyty na żądanie, jak i oferujące wyłącznie lokaty terminowe lub/i oszczędnościowe. Jako przykłady takich instytucji wymienione są banki hipoteczne. Dane *Trading Economics* [online], [dostęp 22 maja 2015], dostępne w Internecie: <http://www.tradingeconomics.com/china/domestic-credit-provided-by-banking-sector-percent-of-gdp-wb-data.html>.

³⁵ Dotyczy to nie tylko kredytów i pożyczek, ale także zakupu obligacji korporacyjnych czy udzielonych kredytów kupieckich. Z kolei instytucje, które oferują tego typu finansowanie, to w definicji Banku Światowego instytucje polityki monetarnej oraz banki – zarówno przyjmujące depozyty na żądanie, jak i oferujące wyłącznie lokaty terminowe lub/i oszczędnościowe. Przykładami innych instytucji udzielających finansowania sektorowi prywatnemu są firmy leasingowe, firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne lub brokerzy FOREX. Co więcej, Bank Światowy definiuje sektor prywatny w niektórych państwach, również Chin, jako składający się nie tylko z przedsiębiorstw prywatnych, ale i publicznych (w tym wypadku wielkich SOE). Dane Banku Światowego [online], dostępne w Internecie: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS> [dostęp 22 maja 2015].

³⁶ D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 8.

finansowania. Według badań przeprowadzonych w 2012 roku przez Bank Światowy, te ostatnie wymieniają dostęp do finansowania za największą przeszkodę w ich rozwoju. Odzwierciedla to bardzo niski udział kredytów bankowych w finansowaniu ich działalności – 6% dla kapitału pracującego oraz 5% dla inwestycji. Badanie zostało przeprowadzone z udziałem 2700 przedsiębiorstw prywatnych w Chinach³⁷. Zarówno Patrick Hess³⁸, jak również Anoop Singh i Papa N'Diaye³⁹ zgadzają się, że polityka funkcjonowania chińskiego systemu finansowego wykazuje wyraźne faworyzowanie przedsiębiorstw państwowych. Z jednej strony jest to dyktando władz, a z drugiej: do niedawna sprzyjały temu odgórnie ustalane stopy depozytów i kredytów, faworyzujące najbardziej wiarygodne podmioty⁴⁰.

Banki funkcjonujące w Chinach można, za Yuan Ménager-Xu, podzielić na państwowe (*state-policy banks*) i komercyjne. Cel banków państwowych (*state-policy banks*), nie sprowadza się do komercyjnej maksymalizacji zysków. Poprzez swoją działalność realizują one oficjalną strategię rozwoju gospodarki, a ich fundusze przewiduje roczny plan budżetowy kraju. W pasywach tychże banków nie widnieje więc pozycja depozytów, a w podejmowaniu decyzji operacyjnych mają kierować się korzyściami dla ogółu społeczeństwa.

Obecnie w Chinach funkcjonują 3 banki państwowe: The Import-Export Bank of China, The Agriculture Development Bank of China oraz China National Development Bank. Do życia powołała je władza centralna w 1994 roku, by przejęły zadania realizowane dotychczas przez 4 banki komercyjne wyodrębnione z Ludowego Banku Chin. Banki państwowe podlegają decyzjom Rady Państwowej i znajdują się pod nadzorem banku centralnego⁴¹.

Celem założenia banków państwowych, według Sandry Heep, było uwolnienie banków komercyjnych „od obowiązku udzielania kredytów oprocentowanych poniżej rynkowej stopy procentowej (tzw. *soft loans*), zgodnie z krajową strategią gospodarczą”⁴². W istocie była to więc próba odseparowania banków komercyjnych od decyzji partyjnych. W efekcie zakres działalności banków obecnie się nie pokrywa.

Drugim rodzajem banków funkcjonujących na chińskim rynku są banki komercyjne. Podobnie jak w innych krajach, banki te działają jak przedsiębiorstwa nastawione

³⁷ 2012 China Enterprise Survey [online], World Bank 2012 [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.enterprisesurveys.org/~media/GIAWB/EnterpriseSurveys/Documents/CountryHighlights/China-2012.pdf>.

³⁸ P. Hess, dz. cyt., s. 30.

³⁹ A. Singh, P. N' Diaye, dz. cyt., s. 178.

⁴⁰ 20 lipca 2013 Ludowy Bank Chin zniósł jednak regulacje dotyczące oprocentowania kredytów. *A small step forward, China's central bank has liberalised lending rates. Does it matter?* [online], The Economist 25.07.2013, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21582290-chinas-central-bank-has-liberalised-lending-rates-does-it-matter-small-step>.

⁴¹ O bankach państwowych na podstawie: S.N. Neftci, M.Y. Menager-Xu, dz. cyt., s. 107-108.

⁴² S. Heep, dz. cyt., s. 37.

na maksymalizację zysku, a swoje czynności opierają na udzielaniu kredytów oraz gromadzeniu depozytów.

Zakres działalności oraz ramy prawne funkcjonowania banków komercyjnych są zastrzeżone w ustawie: *Law of the People's Republic of China on Commercial Banks* z 10 maja 1995 roku. Artykuł 3 wspomnianej ustawy wymienia dozwolone czynności bankowe. Należą do nich między innymi: gromadzenie depozytów, udzielanie krótko-, średnio- i długoterminowych kredytów, rozliczenia krajowe i międzynarodowe, emisja obligacji, kupno i sprzedaż obligacji Skarbu Państwa, kupno i sprzedaż dewiz itp.⁴³ Są to więc czynności typowe dla banków komercyjnych również w innych krajach. Podług artykułu 4 banki komercyjne podlegają własnym regulacjom. Samodzielnie podejmują decyzje operacyjne, a także biorą na siebie odpowiedzialność za podejmowane ryzyko oraz poniesione zyski lub straty⁴⁴.

W artykule 43 wymienionej ustawy ujawnia się natomiast chińska specyfika banków komercyjnych. Zabrania się im „angażowania swojej działalności w fundusze inwestycyjne i handel papierami wartościowymi, a także inwestycji w nieruchomości, których nie zamierzają użytkować. Banki komercyjne nie mogą też inwestować w instytucje bądź przedsiębiorstwa finansowe niebędące bankami w granicach Chińskiej Republiki Ludowej (chyba, że inne ustawy państwowe mówią inaczej)”⁴⁵. Rząd centralny znacznie ograniczył więc działalność banków zaledwie do ich podstawowych funkcji, dążąc prawdopodobnie do zabezpieczenia depozytów ich klientów w obliczu braku takiej instytucji w ramach chińskiego systemu.

Banki komercyjne w Chinach można podzielić na dwie grupy: skomercjalizowane banki państwowe oraz banki prywatne. Do skomercjalizowanych banków państwowych należy tak zwana Wielka Czwórka: Industrial and Commercial Bank of China, Bank of China, China Construction Bank oraz Agricultural Bank of China. Powstały one w latach 80-tych po wydzieleniu ich z Ludowego Banku Chin, a ich obecne funkcje determinuje reforma z 1994 roku. Spośród banków prywatnych, największym jest Bank of Communications.

Oprócz omówionych powyżej banków, w Chinach funkcjonują także: 349 *commercial township banks*, 85 *rural commercial banks*, 223 *rural cooperative banks* oraz około 2650 *rural credit cooperatives*⁴⁶.

Jak zwraca uwagę Sandra Heep, banki państwowe wciąż dominują chiński system finansowy⁴⁷. Jednakże w roku 2010 miały one zaledwie 8% udział w rynku według danych

⁴³ Oświadczenie Ludowego Banku Chin o bankach komercyjnych [online] 10.05.1995 [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengwugongkai/501/1809/18098/18098_.html.

⁴⁴ Tamże.

⁴⁵ Tamże.

⁴⁶ D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 13.

sporządzonych przez Douglasa Elliota i Kai Yan'a na podstawie rocznego raportu Chińskiej Komisji Regulacyjnej ds. banków, co przedstawia Tabela 1:

Udział poszczególnych rodzajów banków w sektorze bankowym w Chinach		
Rodzaj banku	Wartość aktywów (w bilionach yuanów)	Udział w rynku
Banki państwowe	7,652	8,0%
Banki komercyjne	46,894	49,2%
<i>City Commercial Banks</i>	7,853	8,2%
<i>Rural Commercial Banks, Rural Cooperative Banks oraz Rural Credit Cooperatives</i>	10,658	11,2%
Banki komercyjne w formie SA	14,904	15,6%
Banki zagraniczne	1,742	1,8%
Inne	5,602	5,9%

Tabela 1. Porównanie udziału poszczególnych rodzajów banków w sektorze bankowym w Chinach ogółem.
Za: Elliot D.J., Yan K., dz. cyt., s. 13.

Największy udział w rynku w roku 2010 odnotowała tzw. Wielka Czwórka wraz z Bank of Communications. Łącznie miały w swoim posiadaniu blisko 50% aktywów w całym sektorze bankowym. W 2003 roku aż 80% finansowania SOE pochodziło właśnie z największych chińskich banków komercyjnych; to z ich źródeł czerpało także 70% największych inwestycji państwowych⁴⁸.

Banki komercyjne funkcjonujące w formie spółki akcyjnej uplasowały się na drugim miejscu z 15,6% udziałem w rynku. Około 20% rynku uzyskały banki miejskie oraz wiejskie. Najmniejsze znaczenie na chińskim rynku mają natomiast banki zagraniczne, których udział w rynku w 2010 roku nie przekroczył 2%.

Marginalna rola banków zagranicznych wynika przede wszystkim z niekorzystnego dla nich otoczenia prawnego, które uniemożliwia im działanie na dużą skalę. Pierwsze przedstawicielstwo banku zagranicznego na terenie Chin otworzono dopiero w 1979, jednak aż do 1996 roku żaden bank zagraniczny w codziennym obrocie nie mógł oferować usług finansowych w chińskiej walucie⁴⁹. Przełomem dla rozwoju banków zagranicznych na terenie Chin było dopiero wejście Chin do WTO w 2001 roku.

Warto w tym miejscu ponownie podkreślić, że w ciągu ostatnich dwóch dekad nastąpiła dynamiczna ekspansja kredytowa. Pełniła ona funkcję kreacji pieniądza – przyrost depozytów i kredytów w latach 1984-2007 wyprzedził stopę wzrostu PKB, co spowodowało gwałtowne, choć stabilne zwiększenie podaży pieniądza. W efekcie dodatkowy pieniądz w obiegu przysłużył się finansowaniu reform wprowadzania mechanizmów rynkowych⁵⁰.

⁴⁷ S. Heep, dz. cyt., s. 37.

⁴⁸ P.G. Zhang, *Chinese yuan (Renminbi): Derivative Products*, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Singapore 2004, s. 46.

⁴⁹ Tamże, s. 48.

⁵⁰ Akapit na podstawie: J. Zhang, dz. cyt., s. 143.

Taki centralnie sterowany proces kreacji pieniądza wiązał się jednak z ukrytym ryzykiem i ogromnymi kosztami, wśród których Zhang Jie wskazuje wysokość kredytów nieregularnych. Wartość i udział złych kredytów w latach 1994-2007 przedstawia Tabela 2.

Rok	Wartość księgowa kredytów w sytuacji nieregularnej	
	Wskaźnik (%)	Wartość księgowa (100 mln RMB)
1994	20,00	6371,26
1995	21,40	8597,33
1996	24,40	11574,69
1997	27,00	14279,88
1998	35,00	21453,21
1999	39,00	25027,47
2000	29,18	19521,80
2001	25,37	18773,80
2002	26,10	22080,60
2003	19,74	19641,30
2004	15,57	15751,00
2005	10,49	10724,80
2006	9,22	10534,90
2007	8,05	11149,50

Tabela 2. Wartość księgowa kredytów w sytuacji nieregularnej w Chinach w latach 1994-2005.
Za: Zhang J., dz. cyt., s. 147.

W latach 1994-1999 wskaźnik kredytów w sytuacji nieregularnej systematycznie wzrastał. W pierwszym roku oscylował on na poziomie 20%, przekładając się na około 0,64 bln RMB zagrożonych należności banków. Wskaźnik osiągnął historyczne maksimum pod koniec lat 90-tych: w 1999 roku współczynnik złych kredytów wynosił aż 39%, co nominalnie osiągnęło aż 2,5 bln RMB.

W kolejnych latach relacja złych kredytów do kredytów ogółem drastycznie zmalała. W 2000 roku nastąpił ich gwałtowny spadek z 39 do 29,18%. Do roku 2007 wskaźnik kredytów w sytuacji nieregularnej spadł do poziomu 8,05%. Nominalnie, poziom kredytów nieregularnych nie zmieniał się znacząco między 2005 a 2007 rokiem, utrzymując poziom około 1,1 bln RMB.

Elliot i Yan w swoim artykule *The Chinese Financial System. An Introduction and Overview* dowodzą, że wysoki poziom złych kredytów wynikał głównie z nadmiernego kredytowania małych państwowych przedsiębiorstw jeszcze przed rokiem 2000, co było rezultatem rozluźnienia polityki banków, nieobawiających się kredytować nawet mniej wiarygodne, ale państwowe podmioty. Taką sytuację pragnął zmienić Zhu Rongji, inicjując politykę dążącą do zwiększenia efektywności SOE. W efekcie wiele mniejszych SOE zostało zlikwidowanych, a udzielone im kredyty banki musiały uznać za stracone – stąd duży przyrost udziału złych kredytów w puli udzielonych kredytów bankowych ogółem do końca lat 90-tych⁵¹.

⁵¹ Warto również wspomnieć o ostatnim wzroście udziału złych kredytów w portfelu kredytowym na skutek rozluźnionej polityki banków, będącej wynikiem wprowadzonego w 2008 roku pakietu stymulacyjnego. Na podstawie: D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 16.

Wysoki poziom złych kredytów zwiększył ryzyko kryzysu finansowego. Stąd władze zdecydowały się na dwa sposoby przywrócenia bankom płynności finansowej. Pierwszym było wpompowanie rezerw dewizowych w banki komercyjne⁵², a drugim – założenie firm *asset management*, które skupowały nieregularne kredyty za fundusze pozyskane ze sprzedaży *financial bonds*⁵³. Rządowe metody zminimalizowania poziomu nieregularnych kredytów są ze sobą powiązane i dowodzą ogromnej roli, jaką w systemie finansowym pełni rząd centralny. To on bowiem docelowo bierze na siebie straty wynikłe z kredytów straconych, rekompensując je pieniądzem zewnętrznym⁵⁴.

Malejący udział kredytów nieregularnych w liczbie kredytów ogółem oraz ustalane odgórnie poziomy oprocentowania produktów bankowych przyczyniły się do systematycznego wzrostu rentowności chińskiego sektora bankowego⁵⁵. W 2008 roku oparł się on globalnemu kryzysowi finansowemu, co Walter i Howie uważają za schedę po reformach Zhu Rongji⁵⁶. W ostatnim rankingu *Fortune Global 500* natomiast Wielka Czwórka chińskich banków znalazła się w pierwszej setce największych przedsiębiorstw świata⁵⁷, ukazując ogromną skalę chińskiego systemu finansowego.

1.2.2 Nieformalny sektor finansowy

Cechą charakterystyczną chińskiego systemu bankowego jest systematycznie rozrastający się nieformalny sektor finansowy, tzw. *shadow banking*. Uzupełnia on usługi finansowe oferowane przez tradycyjne banki, których funkcjonowanie reguluje władza centralna. Do jego produktów zalicza się m.in. mikropożyczki, *entrusted loans*, *bank acceptance bills* czy usługi leasingowe⁵⁸, które oferowane są za pośrednictwem indywidualnych pożyczkodawców, lombardów czy na wpół legalnych organizacji, takich jak *hehui* (*héhuì*, 合会), *biaohui* (*biāohuì*, 标会) tudzież nielegalnych towarzystw inwestycyjnych o strukturze piramidowej – *taihui* (*táihuì* 抬会)⁵⁹. Elliot i Yan konstatują, że „w zasadzie tacy finansowi pośrednicy działają często

⁵² Odbywało się to za pośrednictwem powołanej w 2003 roku przez Radę Państwa Central Huijin Investment Company. S. Heep, dz. cyt., s. 94.

⁵³ W 1998 roku Ministerstwo Finansów dokapitalizowało banki komercyjne, przekazując im 1,4 bln RMB kapitału, dzięki któremu mogły zakupić wyemitowane przez firmy *asset management* obligacje. Firmy *asset management* z kolei, za otrzymane ze sprzedaży obligacji fundusze dokonały skupu wątpliwych wierzytelności chińskich banków. Za: V. Shih, *Dealing with Non-Performing Loans: Political Constraints and Financial Policies in China*, *The China Quarterly*, No. 180 (Dec., 2004), Cambridge University Press, pp. 922-944, s. 940-941.

⁵⁴ J. Zhang, dz. cyt., s. 148.

⁵⁵ Rentowność wyniosła 1,3% dla banków komercyjnych ogółem w 2012 roku, do czego przyczyniła się rosnąca marża odsetkowa netto oraz zahamowanie wzrostu kredytów nieregularnych. D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 14.

⁵⁶ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 41.

⁵⁷ *Global 500 2014* [online], *Fortune*, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://fortune.com/global500/>.

⁵⁸ P. Hess, dz. cyt., s. 31.

⁵⁹ K. Tanaka, M. Molnar, *What Is Different about Informal Finance? Financing of Private Firms in China*, [W:] *Revue économique*, Vol. 59, No. 6, Finance, institutions et croissance dans les économies émergentes (Nov., 2008), pp. 1131-1143, s. 1135.

niezgodnie z prawem”⁶⁰, ponieważ zajmują się nielegalnymi usługami lichwiarskimi oraz funkcjonują poza zasięgiem chińskich organów nadzoru. Jednakże warto w tym miejscu zaznaczyć, że w praktyce otoczenie prawne często przyzwala na funkcjonowanie szarej strefy. Przykładem mogą być chociażby niektóre rodzaje kredytów kupieckich – *hangye xinyong* (*hángyè xìnyòng*, 行业信用) – które jeszcze w 2004 roku funkcjonowały jako umowy nienazwane: nie zabraniano ich, ale też prawo nie sankcjonowało ich legalności⁶¹.

Mimo to, bankowa szara strefa nie maleje. Zaspokaja ona bowiem ciągle rosnące zapotrzebowanie na finansowanie ze strony prywatnych przedsiębiorstw, które wydają się być lekceważone przez oficjalny sektor bankowy⁶². Jakkolwiek przedsiębiorcy o wiele chętniej korzystaliby z oficjalnych, niższej oprocentowanych kredytów, to jednak wnioski o ich przyznanie są często odrzucane ze względu na brak historii zadłużenia oraz niską dochodowość⁶³. Tanaka i Molnar określają to zjawisko mianem „awersji do ryzyka chińskich banków” wynikającej z nałożonej na banki presji ograniczenia do minimum kredytów w sytuacji nieregularnej⁶⁴.

Podsumowując, powodów, dla których chiński nieformalny system finansowy nie maleje, jest kilka. Po pierwsze, korzystają z nich nierzadko przedsiębiorstwa, które nieskutecznie konkurują z władzami lokalnymi oraz wielkimi SOE o udzielenie im kredytów w oficjalnym sektorze bankowym. Po drugie, nieformalne usługi są zazwyczaj ukierunkowane na potrzeby małych firm, którym wielkie banki zazwyczaj niechętnie udzielają finansowania. W dalszej kolejności, rozwojowi *shadow banking* sprzyja nierozwinięty rynek obligacji korporacyjnych oraz trudność małych przedsiębiorstw w dostępie do rynków kapitałowych ogółem. W końcu, nieformalne usługi finansowe kuszą korzystniejszą ofertą, szczególnie w obliczu częstych w Chinach ujemnych realnych stóp oprocentowania oficjalnych depozytów⁶⁵.

Patrick Hess zastrzega, że tego rodzaju nieformalne usługi finansowe stanowią zagrożenie dla stabilności systemu, podnosząc ryzyko płynności, transparentności czy hazardu moralnego⁶⁶. Z jednej strony rząd centralny podejmuje kroki, by ograniczyć działalność *shadow banking* – 24 grudnia 2012 Ministerstwo Finansów, Ludowy Bank Chin, National Development and Reform Commission oraz China Banking Regulatory Commission (organy nadzoru nad

⁶⁰ D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 29.

⁶¹ Ogólnie rzecz biorąc, praktyki nieformalnego systemu finansowego nie pozostają w sprzeczności z prawem dopóty, dopóki nie proponują oprocentowania wyższego niż to narzucone przez bank centralny. [Trudno jednak określić wpływ zniesienia w 2013 roku limitów dotyczących oprocentowania kredytów oficjalnego sektora bankowego na legalność tych praktyk; przyp. aut]. K.S. Tsai, *Imperfect Substitutes: The Local Political Economy of Informal Finance and Microfinance in Rural China and India*, [W:] World Development, Vol. 32, No. 9, 2004, s. 1487–1507, s. 1493.

⁶² K. Tanaka, M. Molnar, dz. cyt., s. 1131.

⁶³ Tamże.

⁶⁴ Tamże, s. 1133.

⁶⁵ Na podstawie: D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 29-30.

⁶⁶ P. Hess, dz. cyt., s. 31.

chińskim rynkiem finansowym) wystawiły notę dotyczącą potrzeby zaprzestania działalności w sferze nielegalnych usług finansowych⁶⁷. Z drugiej strony jednak, lokalne władze rzadko interweniują w przypadku ujawnienia nielegalnych praktyk, o ile nie działają na szkodę lokalnej gospodarki. W efekcie rynek nieformalnych usług finansowych rozrósł się do ogromnych rozmiarów – szacuje się, że w 2012 roku osiągnął on poziom aż 57% PKB Chin⁶⁸, a pod koniec 2013 roku uplasował się na trzecim miejscu w świecie pod względem wielkości⁶⁹.

Podjęte przez władze środki, mające na celu utrzymanie w ryzach i redukcję chińskiego *shadow banking* przyniosły jednak zamierzony skutek począwszy od 2014 roku. W trzecim kwartale 2014 udział nieformalnego systemu finansowania w długi przedsiębiorstw i osób indywidualnych ogółem skurczył się po raz pierwszy od kryzysu finansowego w 2008 roku⁷⁰. Był to moment, gdy władze zdecydowały się na zupełnie nowe, innowacyjne podejście wobec tego problemu.

Wprowadzone w 2014 roku nowe regulacje rządu, zawarte w tzw. Dokumencie 107, dalekie są od jednoznacznego potępienia sektora *shadow banking* – inicjatorzy regulacji podkreślili raczej korzyści płynące choćby z dywersyfikacji dostępnych na rynku źródeł finansowania, a przy tym dokonali próby definicji sektora nieformalnego.

W artykule *China draws up new rules to curb shadow banking risks* dotyczącym nowych regulacji⁷¹, Rabinovitch wskazuje na trzy typy banków wyszczególnione w Dokumencie 107, które funkcjonują poza oficjalnym nadzorem. Pierwszym są podmioty prowadzące działalność mimo braku licencji, takie jak portale internetowe oferujące atrakcyjne pożyczki. Drugą grupą są przedsiębiorstwa udzielające finansowania bez licencji, jednak objęte częściową kontrolą władz, zaś trzecią: banki posiadające licencję zezwalającą na prowadzenie działalności, jednak znajdujące się poza należytym nadzorem finansowym, takie jak fundusze rynku pieniężnego. Dokument 107 ma więczyć stwierdzenie, że chiński sektor *shadow banking* z całą pewnością nie pozostaje poza zasięgiem kontroli państwowej. Trzeba jednak zauważyć, że Dokument 107 wciąż nie został zatwierdzony jako oficjalny dokument Rady Państwa.

⁶⁷ Oświadczenie Ministerstwa Finansów na temat nielegalnych usług finansowych [online], 24.12.2012, [dostęp 22 maja 2015], dostępne w Internecie: http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengceguizhang/201212/t20121231_723354.html.

⁶⁸ P. Hess, dz. cyt., s. 31.

⁶⁹ *Property, manufacturing woes help trim China's shadow banking* [online] Reuters, 23.11.2014, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.cnbc.com/id/102211065>.

⁷⁰ Tamże.

⁷¹ S. Rabinovitch, *China draws up new rules to curb shadow banking risks* [online], Financial Times, 6.01.2014, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cbfc9e1a-76a0-11e3-a253-00144feabdc0.html#axzz3TqGqsU4u>.

1.2.3 Rynek kapitałowy

Alternatywne dla banków i instytucji finansowych źródło finansowania chińskich przedsiębiorstw stanowią rynki kapitałowe. W Chinach nie są one równie rozwinięte jak rynki obserwowane na przykład w państwach europejskich czy w Stanach Zjednoczonych. Mimo to, przyciągają one przedsiębiorców niższymi kosztami niż w przypadku kredytów bankowych.

Na chińskim rynku przedmiotem obrotu są cztery rodzaje papierów dłużnych: obligacje skarbowe, *financial bonds*, obligacje korporacyjne oraz obligacje banku centralnego. Handel obligacjami rozgrywa się zarówno na giełdach papierów wartościowych, jak i na rynku międzybankowym.

Obecnie najważniejszym produktem w obrocie są skarbowe papiery dłużne, których udział w rynku przekroczył 60%⁷². Są one emitowane przez Ministerstwo Finansów i stanowią najstarszy tego typu produkt dostępny dla chińskich przedsiębiorców.

Pierwsze obligacje Skarbu Państwa wyemitowano dopiero w 1981 roku. Do ich skupu rząd zobligował SOE, ponieważ tylko one *de facto* posiadały wystarczającą ilość środków do ich nabycia⁷³. Wkrótce Ministerstwo Finansów zaczęło wywierać nacisk na banki, aby te również skupowały obligacje skarbowe – przy oprocentowaniu niewiele wyższym od stopy oprocentowania depozytów na rynku detalicznym. W ten sposób państwo pragnęło zagwarantować sobie łatwy i tani dostęp do finansowania wprost z depozytów obywateli. W efekcie, rynek obligacji skarbowych został zdominowany przez banki⁷⁴ i został określony przez Waltera i Howie mianem „zakamuflowanego rynku kredytowego”⁷⁵. W 2012 roku aż 66% wszystkich obligacji skarbowych znalazło się w rękach banków⁷⁶.

Oprócz obligacji skarbowych, na chińskim rynku występują jeszcze: *financial bonds* oraz obligacje korporacyjne. Emitentem pierwszego z wymienionych produktów są instytucje państwowe, w szczególności banki państwowe (*state-owned banks*). Służą one finansowaniu projektów zgodnych z wytycznymi oficjalnej strategii rozwoju gospodarczego. Obligacje korporacyjne natomiast są w większości wprowadzane na rynek przez SOE⁷⁷. Ich struktura własności jest również wyraźnie zdominowana przez banki: w 2012 roku były one właścicielem 84% *financial bonds* oraz 35% obligacji korporacyjnych⁷⁸. Mniejszym, choć również istotnym graczem na rynku obligacji są firmy ubezpieczeniowe.

⁷² P.G. Zhang, dz. cyt., s. 62.

⁷³ S. Heep, dz. cyt., s. 41.

⁷⁴ Tamże, s. 42.

⁷⁵ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 103.

⁷⁶ D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 20.

⁷⁷ Na podstawie: P.G. Zhang, s. 62.

⁷⁸ D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 20.

Ostatnim rodzajem obligacji występujących na chińskim rynku są obligacje banku centralnego. Są to krótkoterminowe papiery dłużne, emitowane przez Ludowy Bank Chin (*zhōngguó rénmin yínháng*, 中国人民银行) i skierowane do banków komercyjnych w celu zarządzania bazą monetarną państwa⁷⁹.

Chiński rynek obligacji różni się od zachodnich bardzo niskim udziałem obligacji korporacyjnych w sumie emitowanych obligacji ogółem. Wynika to najprawdopodobniej z regulacji rządowych, które jeszcze do niedawna utrudniały przedsiębiorstwom ich emisję, przede wszystkim przez skomplikowaną biurokrację. Dopiero od roku 2010 instytucje nadzoru podjęły kroki zmierzające do uproszczenia zasad emisji obligacji korporacyjnych: obecnie należy jedynie spełnić konkretne warunki określone przez Ludowy Bank Chin⁸⁰. W efekcie, liczba obligacji korporacyjnych gwałtownie wzrasta, ukazując ogromny potencjał tego rynku. Liczba obligacji korporacyjnych podwoiła się w latach 2008-2012, osiągając prawie 30% udział w rynku obligacji⁸¹.

Ogólnie rzecz biorąc, rynek papierów dłużnych w Chinach wykazuje ogromny potencjał wzrostu. Obecnie bowiem rynek obligacji wynosi zaledwie około 30% PKB Chin, co wypada niekorzystnie w porównaniu do innych państw, gdzie udział obligacji w PKB oscyluje w granicach 80-100% (15 wybranych krajów UE – 82%, Japonia – 96%), a w USA sięga nawet 143% PKB⁸². Jest to jednak równocześnie rynek, który Walter i Howie uważają za prymitywny ze względu na brak rynkowego mechanizmu mierzenia i wyceniania ryzyka, to znaczy – ceny ustalane są na podstawie dyktowanej centralnie praktyki ustalania cen obligacji na podstawie stopy oprocentowania kredytów bankowych, zamiast na mechanizmie popytu i podaży⁸³.

W podobnej sytuacji znajdują się rynki akcji – są one wciąż na etapie rozwoju, są płytkie, charakteryzuje je wysoka zmienność i w dużej mierze służą finansowaniu SOE, a więc projektom realizującym oficjalną politykę gospodarczą państwa⁸⁴. Ponadto stworzono je raczej w celu złagodzenia niepokojów społecznych, wywołanych m.in. wysoką inflacją i „gorączką zakupu akcji” w latach 80-tych⁸⁵.

W Chinach kontynentalnych funkcjonują obecnie dwie giełdy papierów wartościowych: Shanghai Stock Exchange (SHSE) i Shenzhen Stock Exchange (SZSE), założone w 1990 roku. Obecnie są one jednymi z największych rynków na świecie. Pod

⁷⁹ S.N. Neftci., M.Y. Menager-Xu, dz. cyt., s. 141.

⁸⁰ Na podstawie: D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 20.

⁸¹ Tamże, s. 21.

⁸² P.G. Zhang, dz. cyt., s. 64.

⁸³ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 97.

⁸⁴ P. Hess, dz. cyt., s. 30.

⁸⁵ C.E. Walter, F.J.T. Howie, dz. cyt., s. 168.

koniec 2007 roku SHSE uplasowała się na szóstym miejscu pod względem kapitalizacji, natomiast SZSE była na miejscu dwunastym. Łączna wartość kapitalizacji w Chinach plasuje kraj na drugim miejscu, zaraz za Stanami Zjednoczonymi⁸⁶.

Chińskie przedsiębiorstwa emitują trzy rodzaje akcji: państwowe (*guójiā gǔ*, 国家股), osoby prawnej (*fǎrén gǔ*, 法人股) oraz indywidualne. Akcje państwowe oraz akcje osób prawnych nie podlegają swobodnemu handlowi na rynku wtórnym.

Według Neftci, na chińskich giełdach aktywni są: inwestorzy indywidualni, pośrednicy finansowi (np. brokerzy), rodzimi inwestorzy instytucjonalni oraz gracze zagraniczni.

Największą rolę odgrywają tutaj inwestorzy indywidualni, których rachunki w 2004 roku stanowiły 99% ogółu rachunków na SHSE⁸⁷. Nie mogą oni mieć jednak skutecznego wpływu na rynek, ponieważ ich decyzje, choć często nieracjonalne, są rozproszone i niespójne. Na kształt rynku wpływają rodzimi inwestorzy instytucjonalni, do których Neftci zalicza SOE, przedsiębiorstwa prywatne, fundusze *private equity*, firmy *asset management* oraz firmy notowane na giełdzie.

Przedsiębiorstwa państwowe oraz prywatne nie podlegają żadnym limitom związanym z maksymalną skalą inwestycji w rynki finansowe. Mogą swobodnie inwestować w akcje A i B, zabrania im się jednak zakupu akcji H⁸⁸. Nierzadko jednak zdarza się, że przedsiębiorstwa inwestują w akcje notowane na hongkońskiej giełdzie w sposób pośredni, umykając obostrzeniom prawnym.

Do 2001 roku najważniejszymi graczami na chińskim rynku kapitałowym pozostawały fundusze *private equity*, których kadry zaliczały się do najwybitniejszych specjalistów w swoim fachu, choć nie zawsze pozostawały w zgodzie z prawem (to znaczy: absorbowały również nielegalny kapitał)⁸⁹. Obecnie jednak ich rolę przejęły w pełni legalne i oficjalne firmy *asset management*.

⁸⁶ J.R. Barth, J.A. Tatom, G. Yago, *China's Emerging Financial Markets: Challenges and Opportunities*, Springer 2009, s. 33.

⁸⁷ S.N. Neftci, M.Y. Menager-Xu, dz. cyt., s. 193.

⁸⁸ Akcje A, B oraz H są rodzajami akcji dostępnymi na chińskich rynkach kapitałowych. Akcje A trafiają do obiegu na SHSE oraz SZSE, są emitowane przez chińskie przedsiębiorstwa i denominowane w renminbi. Akcje B to akcje chińskich przedsiębiorstw o wartości nominalnej w yuanie, jednak sprzedawane są głównie inwestorom zagranicznym w walutach obcych. Akcje H to papiery wartościowe denominowane w HKD w obiegu na Hong Kong Stock Exchange. Na podstawie: *What are A shares, B shares, H Shares?* [online], China Daily, 17.03.2006, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2006-03/17/content_543430.htm.

⁸⁹ Według Neftci, jeden fundusz *private equity* zazwyczaj sprawia kontrolę nad wieloma przedsiębiorstwami notowanymi na giełdzie, tworząc tzw. *Xi*, czyli grupę inwestycyjną. Tego rodzaju podmioty zarabiają poprzez spekulację lub powiększanie sumy bilansowej kontrolowanych spółek poprzez zaciąganie kredytów w kilku różnych bankach, aby za otrzymaną gotówkę przeprowadzić kolejne M&A. Na podstawie: S.N. Neftci, M.Y. Menager-Xu, dz. cyt., s. 195.

W przypadku graczy zagranicznych, ich działalność może odbywać się poprzez jeden z czterech dozwolonych kanałów inwestowania w chińskie giełdy papierów wartościowych. Inwestorzy indywidualni zazwyczaj mogą swobodnie inwestować w akcje B oraz H (1), z kolei inwestorom instytucjonalnym umożliwiono dodatkowo inwestowanie w akcje A oraz obligacje skarbowe, o ile działają poprzez wprowadzony w grudniu 2002 roku program QFII (2)⁹⁰. Innym, mniej oczywistym sposobem inwestycji jest utworzenie spółki *joint venture* z chińską instytucją finansową już inwestującą w chińskie rynki kapitałowe (3). Od 2003 roku prawo umożliwia również inwestorom zagranicznym nabywanie *non-negotiable shares* od przedsiębiorstw notowanych na chińskich giełdach (4)⁹¹.

Struktura inwestorów, z dominującym głosem inwestorów indywidualnych, ma pewien wpływ na skalę spekulacji na chińskim rynku finansowym. Jej przyczyny wymieniają Elliot i Yan⁹². Ich zdaniem wysoka skłonność do spekulacji wynika z otoczenia prawnego, a także ograniczonej działalności inwestorów instytucjonalnych.

Jednym z powodów spekulacji jest ograniczenie akcjonariuszom możliwości realnego wpływania na decyzje strategiczne spółki poprzez zakupiony pakiet akcji, jak również pozbawienia ich możliwości kupna lub sprzedaży całego przedsiębiorstwa, ponieważ często to państwo jest jego głównym właścicielem. Dodatkowo, przedsiębiorstwa niechętnie dzielą się z inwestorami zyskiem w formie dywidendy. Taka sytuacja zmienia zachowania inwestorów, którzy przedkładają krótkoterminowy zysk nad długoterminowy związek z przedsiębiorstwem. Stąd szukają oni raczej anomalii cenowych, które pozwoliłyby im odnieść zyski w krótkim okresie.

Na spekulację wpływa również ograniczona działalność inwestorów instytucjonalnych, którzy – jako duzi i profesjonalni gracze – podejmują o wiele bardziej racjonalne decyzje niż inwestorzy indywidualni, zmniejszając ryzyko *noise trading*. Ich stosunkowo małe znaczenie – obroty inwestorów instytucjonalnych są wciąż o 40% niższe niż inwestorów indywidualnych⁹³ - osłabia możliwości korekty na chińskich giełdach.

Zarówno rynek instrumentów dłużnych, jak i rynek kapitałowy służą przede wszystkim jako alternatywny dla bankowych kredytów kanał finansowania rodzimych chińskich przedsiębiorstw. Władze nie dążą do pełnego otwarcia rynku kapitałowego dla zagranicznych

⁹⁰ Program QFII umożliwia kwalifikowanym inwestorom zagranicznym dokonanie transferu obcej waluty do Chin zgodnie z odpowiednimi przepisami i regulacjami oraz wymianę ją na yuany. Z tak pozyskanym kapitałem przedsiębiorca może inwestować w chiński rynek papierów wartościowych, a po uprzednim uzyskaniu zgody przetransferować zyski za granicę. Program został wprowadzony w 2002 roku przez SAFE oraz Chińską Komisję Regulacyjną ds. Papierów Wartościowych i funkcjonuje za użyciem specjalnego rachunku inwestycyjnego, podlegającego kontroli władz. Na podstawie: Y. Chen, dz. cyt., s. 133.

⁹¹ Akapity na podstawie: S.N. Neftci, M.Y. Menager-Xu, dz. cyt., s. 193-197.

⁹² D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 4-5.

⁹³ Tamże, s. 24.

inwestorów. Liberalizacja przepływów kapitałowych wiązałaby się bowiem z konsekwencjami, wymienionymi przez Chena Yulu: obniżeniem efektywności polityki monetarnej banku centralnego, zwiększeniem wahań koniunkturalnych i w końcu do destabilizacji kursu walutowego⁹⁴. Równocześnie jednak, rynki te wykazują duży potencjał wzrostu i prawdopodobnie będą odgrywały coraz większą rolę w chińskim systemie finansowym.

1.3 Podsumowanie

System finansowy Chin znacznie się rozwinął od czasów pierwszych reform, zainicjowanych przez Denga Xiaopinga. Równocześnie jednak wydaje się, że wciąż pozostał dość płytki – zdominowany przez decyzje Partii i największych graczy, czyli banki. Można mieć więc wątpliwości, czy chiński system finansowy faktycznie realizuje wszystkie wymienione we wstępie podstawowe funkcje każdego systemu finansowego. Prawdą jest, że chiński system finansowy sprzyja rozrostowi SOE i pomaga w ich działalności, a także okazuje się skuteczny w kontroli ryzyka systemowego⁹⁵. Ogólnie rzecz biorąc nie hamuje wciąż szybkiego rozwoju chińskiej gospodarki⁹⁶. Nie przyczynia się jednak do efektywnej alokacji kapitału i jego skuteczność opiera się głównie na dodatnim bilansie handlowym – co jest fundamentem kruchym⁹⁷.

Specyfika chińskiego systemu finansowego wpływa na pozycję chińskiej waluty, która nie jest w pełni wymienialna. Pragnienie utrzymania bezkryzysowego wzrostu gospodarczego determinuje obecny rząd do odizolowania chińskiego systemu finansowego od rynków zewnętrznych⁹⁸, przekształcając go, według niektórych autorów, w „system represji finansowej” oraz „filar władzy partyjnej”⁹⁹. Wszystkie te uwarunkowania, a w szczególności monopol sektora bankowego, czynią renminbi walutą egzogeniczną, której wartość i podaż nie jest determinowana poprzez mechanizmy rynkowe, a raczej przez politykę centralną¹⁰⁰.

⁹⁴ Y. Chen, dz. cyt., s. 122.

⁹⁵ A. Kroeber, dz. cyt.

⁹⁶ D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 1.

⁹⁷ A. Kroeber, dz. cyt.

⁹⁸ P. Hess, dz. cyt., s. 32.

⁹⁹ S. Heep, dz. cyt., s. 3.

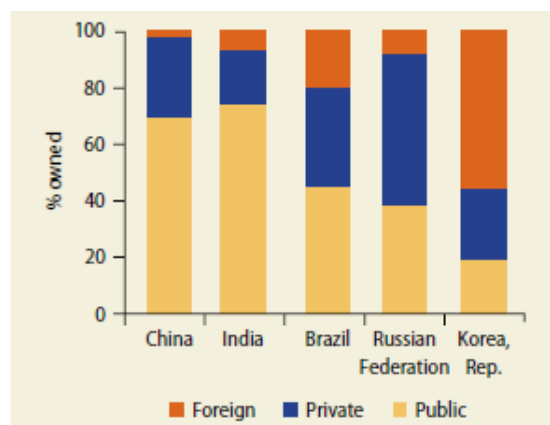
¹⁰⁰ J. Zhang, dz. cyt., s. 149.

ROLA YUANA NA RYNKU WEWNĘTRZNYM I MIĘDZYNARODOWYM

Rozważania nad cechami charakterystycznymi systemu finansowego prowokują do refleksji nad rolą państwa w kształtowaniu pozycji chińskiej waluty. Państwo posiada ogromny wpływ na rozwój sektora finansowego oraz na decyzje operacyjne jego podmiotów, a także ustala wielkość podaży pieniądza oraz ściśle reguluje wartość samej waluty. Niniejszy rozdział w pierwszej kolejności poświęcony więc został określeniu czynników, które determinują duży udział władz centralnych w polityce pieniężnej Chin. Następnie omówiony zostanie kurs wymiany yuana oraz modyfikacje, jakim podlegał od 2005 roku. Na zakończenie omówione będą kontrowersje związane z realną wartością chińskiej waluty.

2.1. Państwo a waluta. Chińska polityka monetarna

Państwo w ustroju demokracji ludowej, pomimo prorynkowych reform już w latach 2000-nych, wpływa w zasadzie na każdy aspekt funkcjonowania gospodarki¹⁰¹. Państwo skutecznie kształtuje system finansowy poprzez trzy główne kanały. Po pierwsze, państwo jest głównym właścicielem chińskich instytucji finansowych.



Rysunek 2. Struktura własności w wybranych sektorach bankowych w 2005 roku.
Za: *China 2030*, s. 115.

¹⁰¹ Wu Jinglian oraz Fan Shitao wymieniają dwa zasadnicze powody, dla których zwiększyła się rola państwa w gospodarce na przełomie XX i XXI wieku. Po pierwsze, lokalne samorządy usankcjonowały swoją uprzywilejowaną pozycję na początku lat 2000-nych cenach dzięki preferencyjnym dla nich instrumentom wyłączeniowym. Według chińskiego prawa, grunty rolne należą do kolektywów, z kolei grunty miejskie są państwowe. W licznych przypadkach lokalne władze mogły ziemię przejmować własność ziemi w zamian za bardzo niskie zadośćuczynienie i w ten sposób pozyskiwać aktywa warte biliony renminbi. Po drugie natomiast, nieudana próba prywatyzacji SOE we wspomnianym okresie doprowadziła do ugruntowania roli państwa jako głównego gracza w gospodarce. Aktywa SOE miały zostać bowiem przejęte głównie przez najbardziej wpływowych urzędników państwowych, co spotkało się z ostrym sprzeciwem wielu grup społecznych i interesu. Ostatecznie reforma nie doszła do skutku. Więcej: Rada Państwa wydała w 2006 zarządzenie, według którego kluczowe gałęzie gospodarki Chin mają być zdominowane przez sektor państwowy. Na podstawie: J. Wu, S. Fan, *China's economic reform: processes, issues, and prospects (1978–2012)* [W:] *Routledge Handbook of the Chinese Economy*, Routledge, edited by Gregory C. Chow and Dwight H. Perkins, New York 2015, pp. 55-75, s. 69.

Na podstawie Rysunku 2 można stwierdzić, że udział państwa w strukturze własności chińskiego systemu bankowego wyróżnia się na tle innych państw w podobnym stadium rozwoju. Większą rolę państwo odgrywa jedynie w Indiach. Mimo że władze centralne promują efektywną alokację zasobów i podejmują racjonalne decyzje, tego rodzaju struktura własności jest nadużywana przez władze lokalne. Ulegają negatywnym bodźcom (np. kierują się prywatnym interesem), czego wyrazem jest przede wszystkim nieuzasadniony i kontrproduktywny rozrost biurokracji¹⁰².

Po drugie, rola władzy centralnej uwidacznia się w doborze personelu chińskiego nadzoru finansowego. Na pierwszy rzut oka struktura nadzoru nie odbiega od schematów znanych z innych państw. Najważniejszymi graczami są w niej Ludowy Bank Chin, Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Zasobów Ludzkich i Ubezpieczeń Społecznych, a także podlegające bezpośrednio Radzie Państwa komisje zajmujące się kontrolą poszczególnych segmentów rynku¹⁰³. To, co czyni chiński nadzór finansowy specyficznym, to wpływ Komunistycznej Partii Chin na wybór pracowników i personelu w poszczególnych instytucjach, a nierzadko nawet na pojedyncze decyzje operacyjne banków¹⁰⁴. Najważniejsze посады instytucji finansowych są często traktowane jako klucz do kariery politycznej na najwyższych szczeblach.

Po trzecie, podaż i kurs renminbi ustala chińska polityka monetarna, która ulegała ewolucji i progresywnym zmianom. Rząd centralny stopniowo zmniejszał rolę bezpośrednich regulacji na rzecz pośrednich instrumentów kontroli polityki gospodarczej. Politykę monetarną realizowano w systemie centralnego planowania (1979-1983)¹⁰⁵ oraz w systemie zarządzania makroekonomicznego (1984-1992), by potem skierować ją na walkę z inflacją (1993-1997) i deflacją (1998-2002)¹⁰⁶. W latach 90-tych XX wieku powstał jednolity krajowy rynek międzybankowy (styczeń 1996)¹⁰⁷ oraz system rezerw (marzec 1998)¹⁰⁸. Między rokiem 2003

¹⁰² J.R. Barth, J.A. Tatom, G. Yago, dz. cyt., s. 172.

¹⁰³ Banki reguluje Komisja Nadzoru Bankowego (CBRC), z kolei rynki finansowe – Komisja Nadzoru Papierów Wartościowych (CSRC). Bank Centralny – Ludowy Bank Chin – pełni funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji, ustala politykę monetarną państwa oraz kontroluje *State Administration of Foreign Exchange*, która ustala poziom kursu walutowego. Ministerstwo Finansów z kolei wpływa na decyzje bankowe poprzez udziały w bankach komercyjnych. D.J. Elliot, K. Yan, dz. cyt., s. 10.

¹⁰⁴ Tamże, s. 11.

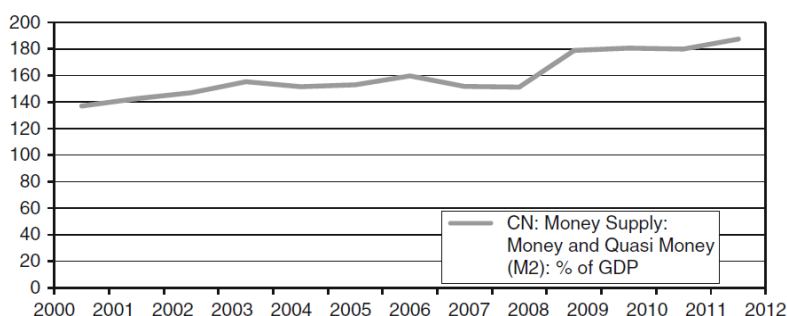
¹⁰⁵ Z systemem centralnego planowania wiąże się specyficzny dla Chin plan kredytowy, który był ważnym instrumentem banku centralnego, kontrolującym podaż pieniądza. Sprowadzał się w istocie do racjonowania kredytów przez chiński bank centralny i tym samym znacząco obniżał efektywność poszczególnych banków. Y. Chen, dz. cyt., s. 72-73.

¹⁰⁶ Na podstawie: Y. Chen, dz. cyt., s. 69-70.

¹⁰⁷ Stopa procentowa chińskiego rynku międzybankowego jest nazywana *China Interbank Loan Offered Rate* (CHIBOR) i ustala się ją codziennie na podstawie popytu i podaży kredytów 12 banków komercyjnych i 15 centrów finansowych. Na podstawie: Y. Yu, *Macroeconomic management of the Chinese economy since the 1990s* [W:] *Routledge Handbook of the Chinese Economy*, Routledge, edited by Gregory C. Chow and Dwight H. Perkins, New York 2015, pp. 138-156, s. 143.

a 2008 głównym zadaniem rządu stało się zapobieganie negatywnym konsekwencjom przegrzewania się gospodarki.

Chińską politykę monetarną od 2009 roku Chen Yulu definiuje jako ekspansywną, ukierunkowaną na utrzymanie wzrostu gospodarczego. Rząd centralny wdrożył proaktywną politykę fiskalną, a także wpompował w rynek 4 bln RMB w celu stymulowania popytu wewnętrznego. Według autora, przyjęta w 2009 roku polityka monetarna była najbardziej akomodatywna w ciągu ostatniej dekady. Podaż pieniądza M2 wzrosła o 27%, aż o 20 punktów bazowych więcej niż suma stóp wzrostu PKB i CPI¹⁰⁹.



Rysunek 3. Relacja agregatu M2 do PKB w latach 2000-2012.
Za: Wu J., Fan S., dz. cyt., s. 71.

W efekcie w 2009 roku gwałtownie zwiększyła się relacja agregatu M2 do PKB Chin, co przedstawia powyższy wykres. Relacja ta była windowana dodatkowo przez skup obcej waluty. Towarzyszyły temu banki spekulacyjne, głównie na rynku nieruchomości¹¹⁰. Dwukrotnie wzrosła również całkowita kwota nowych pożyczek udzielonych w renminbi (osiągnęła ona poziom 10 bln RMB¹¹¹).

Aby móc w pełni zrozumieć przebieg reform chińskiej polityki monetarnej, wydaje się konieczne w pierwszej kolejności zdefiniować jej zadania. W ramach polityki monetarnej wyróżnia się cele: finalny, pośredni oraz operacyjne. Cel finalny obejmuje rezultat, jaki chce osiągnąć bank centralny w sferze makroekonomicznej. Cel pośredni wyznacza sposób, w jaki cel finalny ma zostać osiągnięty. Z kolei cele operacyjne odnoszą się do administracyjnej kontroli systemu finansowego oraz instrumentów finansowych¹¹².

¹⁰⁸ W 1998 roku zarządzeniem Ludowego Banku Chin doszło do połączenia rachunku rezerw obowiązkowych oraz rachunku nadmiernych rezerw. Wszystkie rezerwy zdeponowane w banku centralnym podlegały ujednoliconemu oprocentowaniu, z kolei od 2005 roku stopa procentowa rezerw obowiązkowych i nadmiernych wynosi odpowiednio 1,89% i 0,99%, Stopa rezerw obowiązkowych w 2012 roku wynosiła 20%. Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 143.

¹⁰⁹ Y. Chen, dz. cyt., s. 71.

¹¹⁰ J. Wu, S. Fan, dz. cyt., s. 70.

¹¹¹ Y. Chen, dz. cyt., s. 71.

¹¹² J.R. Barth, J.A. Tatom, G. Yago, dz. cyt., s. 177.

Cel finalny chińskiej polityki monetarnej określa artykuł 3 ustawy o Ludowym Banku Chin, ponieważ to on realizuje politykę monetarną państwa. Polityka monetarna ma zapewnić przede wszystkim stabilność chińskiej waluty, co z kolei ma przekładać się na wzrost gospodarczy kraju¹¹³. Według niektórych autorów, tak sformułowany cel finalny implikuje przynajmniej trzy nadrzędne zadania polityki monetarnej: utrzymanie wzrostu gospodarczego, stabilności cen oraz stabilności kursu walutowego¹¹⁴. Inni autorzy wskazują jednak inne główne cele chińskiej polityki monetarnej: mają być nimi nie tylko stabilizacja cen oraz wzrost gospodarczy, ale również pełne zatrudnienie i zrównoważenie bilansu płatniczego¹¹⁵.

Doświadczenie rozwoju chińskiej gospodarki pozwala sformułować wniosek o zależności między wysokością inflacji a tempem wzrostu gospodarczego¹¹⁶. Wyższa inflacja wiąże się z pobudzeniem gospodarki, zaś deflacja jest zjawiskiem raczej anormalnym. Chiński bank centralny bardzo często przeprowadza operacje sterylizacji, czyli ograniczenia wpływu deficytu lub nadwyżki w bilansie płatniczym na podaż pieniądza na rynku wewnętrznym, aby realizować cele inflacyjne i wzrostu gospodarczego bez trudności związanych z dostosowaniem do kursu walutowego¹¹⁷. Przyrost zatrudnienia uważany jest za cel drugorzędny. Wydaje się, że pozostawał bardziej istotny w okresie gospodarki centralnie planowanej, a obecnie stracił na znaczeniu.

Ustanowienie i udoskonalenie systemu celów pośrednich chińskiej polityki monetarnej, według niektórych autorów, było kamieniem milowym reformy mechanizmu regulacji chińskiej waluty¹¹⁸. Od 1998 roku celem pośrednim jest właściwa podaż pieniądza M2, którego pożądana wysokość jest ustalana rokrocznie przez bank centralny. Jednakże Ludowy Bank Chin rzadko spełnia ogłoszony przez siebie cel co do wysokości M2, co wykazuje Tabela 3. Docelowa i rzeczywista wartość agregatu służy więc raczej jako narzędzie informacyjne¹¹⁹.

¹¹³ *Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China* [online], China Internet Information Center, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.china.org.cn/business/laws_regulations/2007-06/22/content_1214826.htm.

¹¹⁴ Wskazane cele finalne chińskiej polityki monetarnej obejmują: minimalny wzrost gospodarczy na poziomie 7%, stopę inflacji na poziomie około 3% (definiowaną jako średnia w średnim okresie aniżeli konkretna stopa procentowa) oraz stabilność yuana, który choć cieszy się obecnie pewną swobodą zmienności, to jednak wciąż odnosi się do koszyka walut. Na podstawie: Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 144.

¹¹⁵ Y. Chen, dz. cyt., s. 75.

¹¹⁶ Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 144.

¹¹⁷ Należy jednak zauważyć, że między wskazanymi celami finalnymi może wystąpić sprzeczność. Przykładowo, jeśli bank centralny zdecyduje się na restrykcyjną politykę monetarną, wówczas musi liczyć się z tym, że wpłynie ona bezpośrednio na kurs wymiany renminbi. Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 144.

¹¹⁸ Y. Chen, dz. cyt., s. 79.

¹¹⁹ J.R. Barth, J.A. Tatom, G. Yago, dz. cyt., s. 135.

Rok	Wzrost M2 (w %)	
	Docelowo	W rzeczywistości
1998	16-18	15,3
1999	14-15	14,7
2000	14-15	12,3
2001	15-16	14,4
2002	13	16,8
2003	16	19,6
2004	17	14,6
2005	15	17,6
2006	14	16,9
2007	16	16,7

Tabela 3. Docelowe i rzeczywiste wartości agregatu M2 w Chinach w latach 1998-2007.

Za: Barth James R, Tatom John A., Yago Glenn, dz. cyt., s. 136.

Od 1998 roku zamierzoną wartość agregatu M2 osiągnięto tylko pod koniec lat 90-tych. Powodów takiej sytuacji jest kilka. Po pierwsze, bank centralny wdraża bardziej restrykcyjną lub ekspansywną politykę monetarną przy, odpowiednio, wzroście lub spadku inflacji – niezależnie od poziomu podaży pieniądza. Po drugie, jeżeli gospodarka doświadcza przegrzania lub deflacji, rząd będzie korzystać z perswazyjnych, a nie ilościowych metod wpływania na decyzje banków komercyjnych dotyczących polityki kredytowej. Po trzecie, trudności związane z prędkością obiegu renminbi wiążą się między innymi z rozwojem pieniądza elektronicznego i innowacji płatniczych¹²⁰.

Instrumenty chińskiej polityki monetarnej omawiają Chen Yulu¹²¹ oraz Yu Yongding¹²². Wymieniają oni 6 głównych instrumentów: 4 ilościowe oraz 2 cenowe. Pierwszym instrumentem ilościowym są operacje otwartego rynku, które obecnie zaliczają się do najczęściej stosowanych przez bank centralny instrumentów finansowych. Ich historia rozpoczęła się w 1996 roku. Obecnie służą „zabezpieczeniu przed nadmierną płynnością spowodowaną zakupem zbyt dużej ilości obcej waluty”¹²³. Pełnią więc w istocie funkcję sterylizacyjną¹²⁴. Celem operacyjnym w przypadku tego instrumentu jest poziom depozytów w Ludowym Banku Chin.

Drugim instrumentem ilościowym jest stopa rezerw obowiązkowych. Pełni ona kluczową rolę w okresach trudności gospodarczych, szczególnie w przypadku kontroli nadmiernej płynności w warunkach gospodarki przegrzewającej się. Zwiększa się wówczas stopę rezerw obowiązkowych i zmienia w ten sposób mnożnik kreacji pieniądza.

¹²⁰ Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 144.

¹²¹ Y. Chen, dz. cyt., s. 82-83.

¹²² Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 145-146.

¹²³ Y. Chen, dz. cyt., s. 82.

¹²⁴ Y. Yu, *Macroeconomic management...*, s. 145.

Innymi instrumentami ilościowymi są refinansowanie i dyskontowanie, służące przede wszystkim redukcji podaży pieniądza¹²⁵, a także skuteczny nacisk ze strony banku centralnego dotyczący podaży kredytów w bankach komercyjnych.

Do instrumentów cenowych zalicza się stopy procentowe oraz kursy walutowe. Stanowią one narzędzia regulacji pośredniej. Ludowy Bank Chin korzysta z benchmarkowych stóp procentowych i ustala roczne oprocentowanie kredytów i depozytów. Zmiany w stopach procentowych mają bezpośrednie przełożenie na realne PKB i inflację poprzez wpływ na koszty pozyskania kapitału przedsiębiorstw oraz zachowania konsumpcyjne gospodarstw domowych¹²⁶.

W ostatnim czasie Ludowy Bank Chin intensywnie przekształca swoją politykę monetarną, dostosowując ją do obecnej fazy rozwoju gospodarki. Od 2013 roku stworzył szereg narzędzi, dzięki którym realizuje cele finalne i pośrednie. Rozwinął przede wszystkim kanały udzielania finansowania bankom w przypadku braku płynności: *Short-term Liquidity Operation*, SLO, na okres jednego do trzech dni, *Standing Lending Facility*, SLF, na okres jednego do trzech miesięcy, a także podobny do SLF instrument, w którym zabezpieczeniem finansowania są wysokiej jakości kredyty banków komercyjnych¹²⁷.

Ostatnio realizacja chińskiej polityki monetarnej uległa drastycznej zmianie. Wcześniej głównym wyzwaniem banku centralnego była sterylizacja w celu ograniczenia nadmiernego wzrostu podaży pieniądza. Obecnie jednak do Chin napływa mniej kapitału niż z niego wypływa, a zadaniem Ludowego Banku Chin jest zapewnić rynkowi płynność. Spadek zagranicznych aktywów zmusza bank centralny do interwencjonizmu, a jego celem jest ograniczenie spadku wartości renminbi. Tego rodzaju interwencje ograniczają podaż pieniądza na rynku wewnętrznym: z rynku odprowadzana jest waluta rodzima na rzecz dolara. Konsekwencją takich zmian przepływu kapitału jest to, że choć niegdyś zastrzyki płynności były uznawane za znak luzowania ilościowego, teraz są raczej oznaką walki o zachowanie *status quo*¹²⁸.

2.2 Kurs wymiany renminbi

Chiński rząd modyfikował kurs wymiany renminbi, przekształcając go z systemu kursów stałych do systemu determinowanego przez rynek. Przed okresem reform z końca lat

¹²⁵ Chen Yulu podaje za przykład refinansowanie wiejskich spółdzielni kredytowych w ramach wspierania rolnictwa, co ma również przełożyć się na rozwój gospodarki wiejskiej. Y. Chen, dz. cyt., s. 82.

¹²⁶ W ostatnich latach bank centralny daje bankom komercyjnym coraz więcej swobody w ustalaniu ich oprocentowania kredytów i depozytów. Obecnie funkcjonuje minimalna stopa oprocentowania kredytów oraz maksymalna stopa oprocentowania depozytów. Pod koniec lutego 2015 roku Ludowy Bank Chin obniżył obie stopy oprocentowania i wynoszą one odpowiednio 5,35% oraz 2,5%. Na podstawie: L. Wei, *China's Central Bank Cuts Interest Rates* [online], The Wall Street Journal, 28.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.wsj.com/articles/china-pboc-central-bank-cuts-benchmark-lending-deposit-rates-1425121038>.

¹²⁷ G. Wildau, *Chinese monetary Policy undergoes big shift* [online], Financial Times, 11.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/baee0b5c-b1b1-11e4-8396-00144feab7de.html>.

¹²⁸ Tamże.

70-tych, kurs wymiany yuana był jednolity, ściśle kontrolowany przez państwo. Po roku 1979 przekształcenie systemu wymiany chińskiej waluty stało się częścią składową pakietu reform Denga Xiaopinga, które miały otworzyć Chiny na resztę świata. Aby wzbudzić zainteresowanie zagranicznych inwestorów, rząd zdecentralizował wówczas kontrolę nad kursem walutowym i zaczął eksperymentować z wprowadzeniem systemu opartego na rynkowych prawach podaży i popytu¹²⁹. W tym okresie powołano do życia Państwową Administrację Wymiany Dewizowej – SAFE, która do dzisiaj zajmuje się zarządzaniem i prowadzeniem polityki w zakresie kursów walutowych w Chinach¹³⁰.

W latach 1981-1984, w Chinach współistniały równocześnie dwa kursy walutowe: oficjalny kurs walutowy oraz kurs wymiany dla wewnętrznych rozliczeń w handlu. Następnie, do 1993 roku, funkcjonował kurs dualny, to znaczy w tym samym czasie obowiązywał oficjalny kurs wymiany oraz kurs wymiany dewiz. Wysokość tego drugiego nie była jednakowa w całym kraju: regulowały go w poszczególnych prowincjach tzw. *swap centers*, które podlegały nadzorowi SAFE¹³¹. Jednakże takie rozwiązanie sprzyjało spekulacji i wkrótce stało się zagrożeniem dla dalszego stabilnego wzrostu gospodarczego oraz dla powodzenia reform systemu finansowego. Stąd w 1993 roku rząd zdecydował się na połączenie obu kursów i korzystanie z jednolitego płynnego kursu walutowego.

1 grudnia 1996, Chiny podpisały zgodę na obowiązywanie w kraju artykułu VIII statutu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, zgadzając się na wymienialność renminbi i zobowiązując do zniesienia ograniczeń płatności bieżących na rynku międzynarodowym¹³². Niektórzy autorzy uznają ten krok za kamień milowy w transformacji całego systemu gospodarczego¹³³. Jednakże w obliczu zagrożenia ze strony azjatyckiego kryzysu finansowego, rząd ponownie związał kurs renminbi z kursem dolara, aby zapobiec dewaluacji i niestabilności gospodarczej¹³⁴.

Po zażegnaniu kryzysu, Chiny ponownie wstąpiły na ścieżkę zrównoważonego rozwoju gospodarczego, który umożliwił im dalszą ekspansję rynku walutowego. Stąd

¹²⁹ T. Hall, *Controlling for Risk: An Analysis of China's System of Foreign Exchange and Exchange Rate Management* [W:] 17 Colum. J. Asian L. 433 2003-2004, pp. 434-481, s. 438-439.

¹³⁰ SAFE zdobyła także wyłączne prawo do rozporządzania licencją obrotu dewizami, odbierając tym samym monopol na tego rodzaju operacje Bank of China. Do jej głównych zadań należy obecnie: opracowanie wytycznych, strategii, ustaw i regulacji dotyczących zarządzania wymianą walut, uczestnictwo w planowaniu przepływów pieniężnych wynikających z obrotu dewizami, planowanie wykorzystania kapitału zagranicznego, przygotowywanie raportów na temat bilansu płatniczego, przygotowywanie strategii związanych z zarządzaniem krajowymi rezerwami walutowymi, obsługa długu zagranicznego, zatwierdzanie i nadzorowanie operacji walutowych instytucji finansowych. Na podstawie: Y. Chen, dz. cyt., s. 99-100.

¹³¹ T. Hall, dz. cyt., s. 441.

¹³² J. Zhang, dz. cyt., s. 177.

¹³³ T. Hall, dz. cyt., s. 447.

¹³⁴ Y. Chen, dz. cyt., s. 106.

w 2005 roku dokonano reformy kursu walutowego yuana, sprowadzając go z powrotem na tory waluty płynnej, choć z pewnymi modyfikacjami. Przed omówieniem znaczenia samej reformy, należy jednak najpierw zwrócić uwagę na kontekst, w którym ją osadzono.

Jest ogólnie przyjęte, że wysoki poziom rezerw dewizowych danego państwa demonstrowa jego potęgę gospodarczą. Optymalnie, powinien pokrywać trzymiesięczny popyt importowy danego kraju. W 2006 roku, suma importu Chin wynosiła 660 mld USD, co przekłada się na sumę 165 mld USD trzymiesięcznego zapotrzebowania na obcą walutę. Poziom rezerw dewizowych kształtował się wówczas na o wiele wyższym poziomie, bo aż 800 mld USD¹³⁵. Tak wielkie pokłady rezerw dewizowych wiążą się z szeregiem ukrytych zagrożeń. Zaliczają się do nich starcia na tle handlowym z zagranicznymi partnerami, obniżający się dobrobyt społeczeństwa, wzrastająca presja inflacyjna, ryzyko dewaluacji rezerw, przyrost kapitału niepracującego. Wszystkie wymienione czynniki, według niektórych autorów, przyczyniły się do wzrostu międzynarodowej presji rewaluacji renminbi, szczególnie silnej ze strony Japonii oraz Stanów Zjednoczonych. Oba państwa zarzuciły Chinom przyczynienie się do globalnej inflacji i wywierały nacisk na aprecjację chińskiej waluty¹³⁶.

W obliczu takich nastrojów, 21 lipca 2005 roku Chiny wprowadziły reformę kursu walutowego. Uzasadnieniem reformy była „chęć rozwoju systemu gospodarczego Chin, umożliwienie systemowi finansowemu efektywnej alokacji zasobów oraz umocnienie kierowanego kursu płynnego, opartego na prawach popytu i podaży na rynku”¹³⁷. Na jej podstawie kurs wymiany renminbi nie był już związany z wartością jednej waluty, a wartością koszyka różnych walut. Odtąd wartość dolara nie była już jedynym punktem odniesienia w kształtowaniu kursu wymiany yuana, który też uzyskał większą elastyczność w kreowaniu swojej wartości.

21 lipca 2005 roku o godzinie 19:00, kurs wymiany RMB/USD dostosowano do poziomu 8,11 RMB¹³⁸, co oznaczało jego natychmiastowy wzrost o 2,1%¹³⁹. Od czasu reformy, każdego dnia roboczego ogłaszany jest kurs wymiany RMB/USD, ustalany na podstawie ceny zamknięcia na krajowym międzybankowym rynku walutowym z dnia poprzedniego. Wówczas każdy z banków może wyznaczyć własne notowania kursu. Bezpośrednio po wprowadzeniu reformy, kurs RMB/USD banków mógł oscylować

¹³⁵ J. Zhang, dz. cyt., s. 177.

¹³⁶ Tamże.

¹³⁷ *Public Announcement of the People's Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime* [online], The People's Bank of China, 21.07.2005, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2001/20014/20014_.html.

¹³⁸ Tamże.

¹³⁹ Y. Chen, dz. cyt., s. 96.

w widełkach $\pm 0,3\%$, zaś wobec innych walut: $\pm 1,5\%$ ¹⁴⁰. Już wkrótce jednak, bo 23 września 2005 roku, Ludowy Bank Chin zmienił zakres fluktuacji dla walut innych niż dolar i zwiększył widełki z $\pm 1,5\%$ do $\pm 3\%$. Dzięki temu umiarkowanie pogłębiły się różnice w publikowanych przez banki kursach walutowych¹⁴¹. Z czasem zwiększono również swobodę kształtowania się kursów bankowych wokół dolara. 18 maja 2007 zwiększono zakres fluktuacji z $\pm 0,3\%$ do $\pm 0,5\%$, począwszy od 21 maja 2007 roku¹⁴².

Tego rodzaju prorynkowe zmiany zostały jednak szybko cofnięte w obliczu nowego, tym razem globalnego kryzysu finansowego. W 2008 roku yuan znów został sztywno powiązany z dolarem amerykańskim. Ustalono oficjalny kurs RMB/USD na poziomie 6,83. Tego rodzaju posunięcie banku centralnego było motywowane chęcią ustabilizowania sytuacji między podmiotami zajmującymi się handlem zagranicznym. Ustalając sztywny kurs RMB/USD, niwelowano ryzyko walutowe nawet w sytuacji, gdy dolar podlegał gwałtownym wahaniom pod koniec 2008 roku¹⁴³.

Chiny nie były w stanie jednak całkowicie obronić się przed wahaniami panującymi na rynku. Od czerwca do grudnia 2008 TWI yuana wzrosło o 9,7%, choć był to znikomy wzrost w porównaniu z innymi walutami w regionie: TWI jena wzrosło o 28,9%, a koreańskiego wona o 21,8%¹⁴⁴.

Kolejną reformę, której celem było usprawnienie systemu kursu walutowego, Ludowy Bank Chin wprowadził 19 czerwca 2010 roku. Jej celem było ustabilizowanie kursu walutowego oraz zrównoważenie bilansu płatniczego i wzmocnienie stabilności rynku finansowego. Chińskiego yuana ponownie określono w stosunku do koszyka walut, a nie samego dolara¹⁴⁵. W efekcie, pod koniec 2010 roku wartość renminbi wzrosła o około 2,4% w stosunku do dolara. Więcej, w 2012 roku Ludowy Bank Chin ponownie zwiększył zakres widełek, w granicach których mógł poruszać się kurs RMB/USD, z 0,5% do 1%¹⁴⁶. W ten sposób chiński rząd zdołał przywrócić renminbi na tory wiodące do jego liberalizacji, unikając przy tym jakichkolwiek szoków związanych z nadmierną rewaluacją.

¹⁴⁰ *Public Announcement of the People's Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime.*

¹⁴¹ J. Zhang, dz. cyt., s. 178.

¹⁴² Y. Chen, dz. cyt., s. 106.

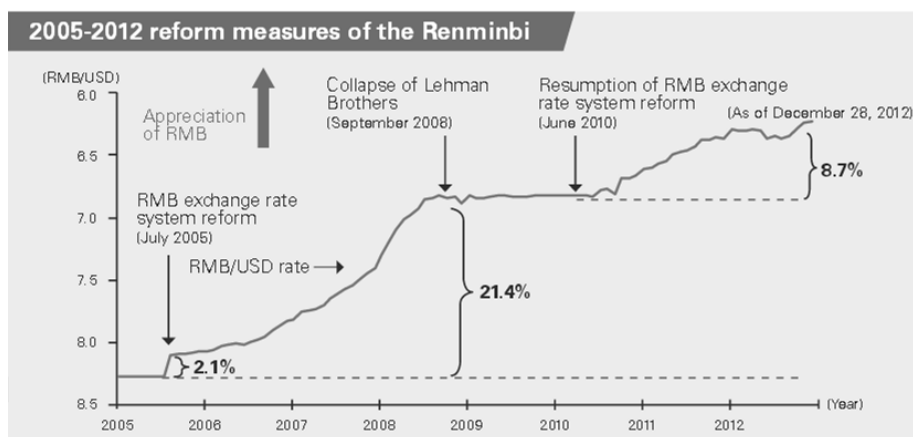
¹⁴³ R. Minikin R., K. Lau, *The Offshore Renminbi: The Rise of the Chinese Currency and Its Global Future* [online], Wiley, Singapore 2013, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=d54dd80efb7af342f9c3f9c2e5fdcc8f>.

¹⁴⁴ Tamże.

¹⁴⁵ Y. Chen, dz. cyt., s. 107.

¹⁴⁶ *China 360. The Renminbi Goes Global?* [online], KPMG Global China Practice, December 2012, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Newsletters/China-360/Documents/China-360-Issue4-201212-Renminbi-goes-global.pdf>.

Reforma przyczyniła się do aprecjacji yuana. Od czasów reformy do końca 2013 roku, wartość renminbi wzrosła o 34,86% w stosunku do dolara, o 16,67% w stosunku do euro, o 41,56% w stosunku do funta oraz o 25,12% w stosunku do jena¹⁴⁷. W tym samym czasie nominalny efektywny kurs walutowy wzrósł o 28%, a realny: o 37%¹⁴⁸. Ścieżkę aprecjacji yuana od czasów reformy z 2005 roku przedstawia poniższy wykres.



Rysunek 4. Reforma kursów wymiany renminbi w latach 2005-2012.
Za: China 360. *The Renminbi Goes Global?*

Obecnie kurs wymiany renminbi jest zależny nade wszystko od popytu i podaży na rynku, choć wciąż jest to kurs kontrolowany. Zasady ustalania kursu Ludowy Bank Chin ogłosił 1 lipca 2014 roku. Od tej pory Chiński System Obrotu Dewizami codziennie o godzinie 9:15 publikuje kurs wymiany yuana w stosunku do dolara i innych walut z koszyka¹⁴⁹ na podstawie ich kursu zamknięcia na rynku *spot* z dnia poprzedniego. Kurs ten musi być wpierw zatwierdzony przez bank centralny. Oblicza się go jako średni ważony kurs RMB/USD po odrzuceniu wartości skrajnych, gdzie wagi ustalane są przez Chiński System Obrotu Dewizami zgodnie z wysokością obrotów podanych przez animatorów rynku na międzybankowym rynku walutowym. Po ustaleniu oficjalnego kursu, banki komercyjne mogą ustalać własne kursy, które przedstawiają swoim klientom. Kursy te na rynku *spot* muszą jednak mieścić się w określonym tunelu wokół kursu głównego, obecnie $\pm 2\%$ dla dolara oraz $\pm 3\%$ lub $\pm 5\%$ dla innych walut¹⁵⁰.

Ludowy Bank Chin nie pozwala jednak na zupełnie swobodny wybór kursu przez banki. Często korzysta on z odpowiednich narzędzi, aby utrzymać względnie stabilny poziom

¹⁴⁷ Na podstawie danych zawartych na stronie SAFE: www.safe.gov.cn.

¹⁴⁸ Na podstawie danych zawartych na stronie Bank for International Settlements: www.bis.org.

¹⁴⁹ Tymi walutami są: EUR, JPY, HKD, GBP, MYR, RUB, AUD, CAD i NZD.

¹⁵⁰ *Circular of the People's Bank of China on Issues Concerning Management of the Trading Rates in the Interbank Foreign Exchange Market and the Exchange Rates Posted by Banks* [online], SAFE, 6.08.2014, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.safe.gov.cn/wps/portal/!ut/p/c4/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gPZxdnX293QwN_f0tXA08zR9PgYGd3Yx8fE_2CbEdFAM9sw9Y!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/safe_web_store/state+administration+of+foreign+exchange/rules+and+regulations/126b7a00450008779a739bf683a4b761.

kursu walutowego we wszystkich instytucjach finansowych. Czyni to głównie za pośrednictwem operacji otwartego rynku, to znaczy kupuje bądź sprzedaje dewizy na międzybankowym rynku walutowym¹⁵¹.

Banki, które otrzymały od SAFE zezwolenie na prowadzenie operacji z udziałem obcych walut, oferują kursy walutowe, podając cenę kupna i sprzedaży danej waluty (*bid* i *ask*). *Spread* między nimi wynosi 0,56%. W przypadku transakcji gotówkowych, cena zakupu waluty obcej jest niższa o około 0,2-0,3%, zaś cena sprzedaży nie różni się od ceny normalnej¹⁵².

Co ważne, obecnie istnieją zaledwie dwie waluty, które mogą być bezpośrednio wymienione na renminbi: są to dolar amerykański oraz jen japoński¹⁵³. Chiński rząd zapewnia jednak, że pełna wymienialność yuana zostanie wprowadzona już do końca 2020 roku¹⁵⁴. Wydaje się zresztą potwierdzać zapewnienia konkretnymi rozwiązaniami: m.in. zezwolił na wykorzystywanie renminbi w transakcjach handlowych w poszczególnych państwach, np. w Brazylii. Zgodził się także na przyjmowanie depozytów w yuanach przez banki w Hong Kongu od 2004 roku. Bank of China z kolei realizuje obecnie depozyty w renminbi w tych państwach, w których prowadzi swoje oddziały¹⁵⁵. Mimo to, według niektórych autorów, Chiny wciąż dalekie są od wprowadzenia pełnej wymienialności waluty. Państwo nie ma bowiem wystarczająco płynnych i głębokich rynków finansowych ani narzędzi i regulacji, których wymagałoby wprowadzenie wolnej waluty¹⁵⁶.

Reforma mechanizmu wymienialności chińskiej waluty stanowi obecnie centrum zainteresowania inwestorów i partnerów handlowych Chin, szczególnie w obliczu możliwości przekształcenia yuana w walutę międzynarodową. Jest także ważnym elementem reformy całości systemu gospodarczego. Według Chena Yulu, reformy kursu walutowego na przestrzeni ostatnich dekad były prowadzone w myśl trzech zasad: niezależności, kontrolowalności i progresywności¹⁵⁷. Niezależność oznacza, że to rząd ustala zarówno metody jak i treść zmian, jak również ich harmonogram, co przeczy w zasadzie tezie innych autorów¹⁵⁸ o działaniu pod presją międzynarodowych nastrojów choćby bezpośrednio przed wprowadzeniem reformy z 2005 roku. Kontrolowalność obejmuje możliwość

¹⁵¹ Y. Chen, dz. cyt., s. 96.

¹⁵² Y. Chen, dz. cyt., s. 96-97.

¹⁵³ *China 360. The Renminbi Goes Global?*, s. 2.

¹⁵⁴ *How long before China's Renminbi becomes fully convertible* [online], Forbes, [dostęp 10 kwietnia 2015], dostępny w Internecie: <http://www.forbes.com/sites/rogeraitken/2014/07/30/how-long-before-chinas-renminbi-becomes-fully-convertible/>.

¹⁵⁵ R. Johnson, dz. cyt., s. 234.

¹⁵⁶ Tamże, s. 235.

¹⁵⁷ Y. Chen, dz. cyt., s. 113.

¹⁵⁸ R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt..

przeprowadzenia reformy w sposób bezbolesny dla całej gospodarki. Z kolei progresywność oznacza, że „Chiny realizują reformy krok po kroku, dostosowując się do zmian na rynku, oraz biorą pod uwagę wrażliwość na nie wszystkich interesariuszy”¹⁵⁹.

Z biegiem czasu oblicze renminbi jednak drastycznie się zmienia, tak jak zmienia się w ostatnim czasie profil bilansu handlowego Chin. W 2014 roku Ludowy Bank Chin, w celu zniwelowania spekulacji na rynku walutowym, zwiększył możliwość fluktuacji renminbi. W rezultacie aprecjacja chińskiej waluty znacznie spowolniła, a w 2014 roku odnotowano pierwszy od dwóch dekad spadek wartości waluty w ujęciu rocznym o 2,5%. 27 lutego 2015 kurs RMB/USD osiągnął najwyższy poziom od ponad dwóch lat. Zanotowano dzienny spadek wartości yuana o 0,17% i ostatecznie kurs ustabilizował się na poziomie 6,269, po tym, jak chiński bank centralny osłabił kurs o 0,16%. Spadek renminbi uderza przede wszystkim w chińskie przedsiębiorstwa, które pożyczyły dolary w wysoko lewarowanych produktach w nadziei na zysk z aprecjacji yuana. Zysk wydawał się łatwy, ponieważ 13 miesięcy wcześniej kurs RMB/USD osiągnął poziom 6,0406. Oczekiwano wówczas stabilnego wzrostu wartości chińskiej waluty¹⁶⁰. W rzeczywistości renminbi osiągnęło poziom jeszcze niższy. 3 marca za jednego dolara należało zapłacić aż 6,275 yuana. Można więc stwierdzić, że renminbi dewaluuje. Wykazuje to Rysunek 5, na którym wyraźnie widać trend spadkowy wartości chińskiej waluty od 2014 roku, po w zasadzie jednostajnym okresie aprecjacji.



Rysunek 5. Kurs wymiany RMB/USD w latach 2010-2015.
Za: XE Currency Authority: <http://www.xe.com/currencycharts/?from=USD&to=CNY&view=5Y>.

¹⁵⁹ Tamże.

¹⁶⁰ P. McGee, *China's renminbi Falls to 28-month low* [online], Financial Times, 27.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4320050a-be43-11e4-8036-00144feab7de.html>.

2.3 Kontrowersje

O chińskiej walucie coraz częściej mówi się, że wkroczyła na nowe tory. Niemal monotonna aprecjację yuana zastąpiła w ostatnim czasie wyraźnie dewaluacja. Spadek wartości renminbi nie został jednak zainicjowany przez Ludowy Bank Chin, a przez siły popytu i podaży. Nie dowodzi to jednak prorynkowej postawy chińskiego rządu, ale raczej niezdolności chińskiej polityki monetarnej do przeciwdziałania coraz gorszym prognozom makroekonomicznym. Co więcej, inwestorzy i spekulanci oczekują spadku wartości renminbi nawet po opublikowaniu informacji o dodatnim saldzie bilansu płatniczego w styczniu i lutym bieżącego roku – choć zazwyczaj tego rodzaju informacje pozwalają prognozować aprecjację waluty, ponieważ eksporterzy będą zamieniać obcą walutę na rodzime yuany¹⁶¹.

Renminbi stało się więc walutą pełną niuansów i niejasności. Kontrowersji dostarcza jednak od wielu lat, a dotyczą one głównie dwóch zagadnień. Po pierwsze, czy renminbi jest niedowartościowane? I po drugie: czy yuana należy poddać aprecjacji czy dewaluacji? W literaturze trwają na ten temat rozliczne dyskusje, w których autorzy próbują odpowiedzieć na oba te pytania.

Niedowartościowanego renminbi dowodził w 2006 roku Morris Goldstein. Skorzystał on z dwóch podejść do obliczenia punktu równowagowego kursu wymiany: bilansu podstawowego oraz globalnych płatności¹⁶². Efektem jego kalkulacji było stwierdzenie, że chińska waluta była niedoszacowana w skali od 20 do 35%, na stan z 2005 roku¹⁶³.

Autor dowodził również, że aprecjacja yuana była zjawiskiem pożądanym. Obalił on powszechne wówczas argumenty, według których należy uniknąć wzrostu wartości renminbi. Jego zdaniem aprecjacja waluty nie byłaby destruktywna dla chińskiej gospodarki: sama aprecjacja nie ma wprost proporcjonalnego przełożenia na tempo wzrostu gospodarczego, czego dowodzi 30-procentowa aprecjacja yuana w latach 1994-2002 i równoczesny wzrost gospodarczy na poziomie aż 9% w skali roku¹⁶⁴. Nie jest również argumentem obrona interesów eksporterów, ponieważ głównym determinantem wzrostu PKB były, jego zdaniem, konsumpcja i inwestycje, które łącznie aż w 80% przyczyniały się do budowania PKB¹⁶⁵. Autor zastrzega przy tym, że sterowanie wartością rodzimej waluty to nie jedyny instrument

¹⁶¹ J. Noble, *Renminbi settles into reverse gear* [online], Financial Times, 11.03.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cde43d36-c79f-11e4-9e34-00144feab7de.html>.

¹⁶² Pierwsze podejście bierze pod uwagę, jaki realny poziom efektywnego kursu wymiany stworzyłyby równowagę dla bilansu płatniczego. Drugie zaś stawia pytanie, jaką rolę powinna odgrywać waluta w korekcie nierównowagi płatności na świecie. Na podstawie: Goldstein Morris, *Renminbi Controversies*, [W:] Cato Journal, Vol. 26, No. 2 (Spring/Summer 2006), Cato Institute, 2006, pp. 251 – 266, s. 251-254.

¹⁶³ Tamże, s. 254.

¹⁶⁴ Tamże, s. 255.

¹⁶⁵ Tamże, s. 257.

polityki monetarnej państwa. Aprecjacja niekoniecznie miałaby więc jednoznaczne i dające się zmierzyć skutki makroekonomiczne.

Kilka lat później Singh oraz N'Diaye konstatowali, że trudno jest oszacować prawdziwą wartość waluty w państwie, w którym właśnie przeprowadzane są reformy gospodarcze. Mimo to wymienili trzy powody, dla których ich zdaniem chiński yuan był niedoszacowany na stan z 2011 roku. Po pierwsze, wskazywali oni na stale rosnące w Chinach rezerwy walutowe, które przekroczyły poziom właściwy dla celów zabezpieczających. W takiej sytuacji renminbi powinien dynamicznie zyskiwać na wartości, co jednak nie miało miejsca. Po drugie, w kategoriach realnych, wartość yuana w 2011 roku nie zmieniła się zasadniczo od wartości odnotowanej pod koniec lat 90-tych. Po trzecie, zdaniem autorów, nie pojawiła się tendencja do systematycznego obniżania nadwyżki rachunku obrotów bieżących¹⁶⁶. Wszystkie te czynniki, zdaniem autorów, stanowiły dowód na sztucznie zaniżaną przez państwo wartość chińskiej waluty.

Przynajmniej do roku 2014, teza o niedowartościowaniu chińskiej waluty wydawała się być potwierdzona przez zachowania inwestorów i napływ kapitału spekulacyjnego. Niedowartościowana waluta staje się bowiem magnesem, przyciągającym do państwa tzw. *hot money*, a więc kapitał spekulacyjny. Ponadto przyczynia się do wzrostu nadwyżki w bilansie płatniczym, co z kolei razem wpływa na rozrost rezerw walutowych państwa. Zagrożenie, które czai się w tego rodzaju sytuacji, wiąże się ze skłonnością do nadmiernego kredytowania, co z kolei wiąże się z niebezpieczeństwem utraty stabilności przez cały sektor finansowy¹⁶⁷. W 2014 roku przeciwdziałał temu Ludowy Bank Chin, pośrednio doprowadzając do dewaluacji renminbi w skali rocznej.

Niedopuszczenie yuana do aprecjacji i utrzymywanie go na sztucznie niskim poziomie jawiło się w oczach autorów jako wręcz nieuzasadnione niewykorzystanie szansy przez chiński rząd na poprawę sytuacji makroekonomicznej państwa. Aprecjacja renminbi miała być bowiem kluczowym elementem rozwoju chińskiej gospodarki. Jako jedną z zalet wzrostu wartości renminbi, adekwatnych na rok 2011, autorzy wymienili między innymi możliwość prowadzenia przez bank centralny bardziej niezależnej i skuteczniejszej polityki monetarnej. Ludowy Bank Chin mógłby o wiele efektywniej walczyć z inflacją, a także zmniejszyłby zależność płynności rynku od wysokości rezerw obowiązkowych i emisji papierów skarbowych. Wyższe stopy procentowe, większa niezależność chińskiego banku centralnego

¹⁶⁶ A. Singh, P. N' Diaye, dz. cyt., s. 181-182.

¹⁶⁷ Goldstein Morris, dz. cyt., s. 260.

oraz skuteczne zarządzanie płynnością na rynku pieniężnym miałyby z kolei pozytywny wpływ na wdrażanie kolejnych reform, dążących do liberalizacji sektora finansowego¹⁶⁸.

Tak sformułowanym zaletom aprecjacji yuana przeczy jednak Chen, którego zdaniem nagła aprecjacja renminbi spowodowałaby spadek eksportu i zatrudnienia, co unicestwiłoby główne determinanty stabilnego wzrostu gospodarczego. W związku z tym niekontrolowana aprecjacja chińskiej waluty, jak również jej uwolnienie i upłynnienie, jest obecnie zupełnie niewskazane¹⁶⁹.

Zmiana trendu z aprecjacji na deprecjację w ostatnim okresie stawia jednak nowe pytania dotyczące potrzeby rewaluacji chińskiej waluty. Choć teoretycznie renminbi jest powiązane z koszykiem różnych walut, w rzeczywistości wciąż dominującą rolę w kształtowaniu jego kursu pełni dolar: od lipca 2014 roku wartość dolara wzrosła o 18% w stosunku do siedmiu najczęściej używanych w handlu walut świata, lecz zaledwie o 0,6% w stosunku do renminbi. Coraz częściej pojawiają się spekulacje, że w najbliższym czasie bank centralny zdecyduje się na kontrolowaną deprecjację chińskiej waluty¹⁷⁰. Wydaje się jednak, że tak jak do tej pory władze nie dopuściły do dynamicznej zmiany wartości yuana od czasów reformy z 2005 roku, tak i teraz nie zdecydowały się na jego gwałtowną dewaluację.

Na przestrzeni ostatnich miesięcy pojawiły się również zupełnie nowe zarzuty: yuan jest w istocie sztucznie utrzymywany na zbyt wysokim poziomie, nieadekwatnym do sytuacji gospodarczej państwa. Chiny przez wiele lat nieefektywnie alokowały kapitał i pompowały go nierzadko w nieproduktywne sektory, a teraz stoją w obliczu nowej sytuacji makroekonomicznej: spadających cen nieruchomości, coraz słabszej produkcji przemysłowej i zwalniającej polityki kredytowej. Zmniejszają się też ich poziomy rezerw walutowych. Szczególnie to ostatnie ma stanowić ostateczny dowód na przeszacowanie renminbi, które niszczy konkurencyjność podmiotów gospodarczych oraz zwiększa koszty produkcyjne¹⁷¹. Stąd władze chińskiego banku centralnego muszą zmierzyć się z nowym dylematem: czy powinny obniżyć stopy procentowe i zwiększyć podaż kredytów, osłabiając tym samym yuana, czy może utrzymać walutę na sztucznie wysokim poziomie i ryzykować tym samym osłabienie gospodarki? Risvas taki dylemat nazywa wybieraniem mniejszego zła¹⁷².

¹⁶⁸ A. Singh, P. N' Diaye, dz. cyt., s. 183.

¹⁶⁹ Y. Chen, dz. cyt., s. 103.

¹⁷⁰ *Currency Peace. Devaluing the yuan would do China more harm than good* [online], The Economist, 21.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21644205-devaluing-yuan-would-do-china-more-harm-good-currency-peace?fsrc=rss>.

¹⁷¹ A. Risvas, *Guest post: how the China carry trade could unwind* [online], Financial Times, 9.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2015/02/09/guest-post-how-the-china-carry-trade-could-unwind/>.

¹⁷² A. Risvas, dz. cyt.

Większość autorów nie widzi szczególnych korzyści dewaluacji yuana w najbliższym czasie. Zalicza się do nich przede wszystkim wzrost konkurencyjności chińskich eksporterów oraz możliwość skuteczniejszej walki z deflacją¹⁷³.

O wiele częściej przytaczane są zagrożenia związane z dewaluacją renminbi. Deprecjacja chińskiej waluty stworzy problemy płynnościowe dla podmiotów, które zadłużyły się w walutach obcych, co może skutkować spadkiem wartości ich aktywów. Dla banków oraz podmiotów objętych terminem *shadow banking* szczególnie odczuwalny byłby spadek wartości nieruchomości¹⁷⁴.

Co więcej, dewaluacja yuana w średnim okresie znów pociągnęłaby za sobą krytykę o manipulacji kursem walutowym przez rząd centralny, zwiększając tym ryzyko podjęcia środków czy instrumentów zaradczych. W dłuższej perspektywie natomiast, dewaluacja przekreśliłaby wysiłki władz, które do tej pory konsekwentnie dążyły do uczynienia yuana walutą konkurencyjną dla dolara w obrocie międzynarodowym¹⁷⁵.

2.4 Podsumowanie

W realiach chińskich, o roli rodzimej waluty zarówno na rynku wewnętrznym, jak i międzynarodowym, decyduje państwo. Partia dyktuje kształt polityki monetarnej Chin, wpływa na decyzje operacyjne banków, osadza zaufanymi ludźmi najwyższe stanowiska instytucji finansowych oraz nadzoru finansowego. Niechętnie uwalnia yuana, by mógł poddać się prawom popytu i podaży na międzynarodowym rynku. Wartość renminbi oraz jego kurs względem innych walut stanowi raczej narzędzie władz, dzięki którym państwo może prowadzić wygodną dla siebie politykę i zapewnić sobie w dużej mierze bezkryzysowy wzrost. Wykazuje tym samym ogromną awersję do ryzyka, ale również wewnętrzne sprzeczności. Z jednej strony Chiny pragną jawić się jako państwo nowoczesne, skore do nowych rozwiązań finansowych. Z drugiej strony – pragną za wszelką cenę chronić swoich eksporterów, hołubiąc tym samym konserwatywnej polityce zwiększania nadwyżki w bilansie płatniczym. Dlatego wszelkie kroki w stronę zwiększonej elastyczności kursu walutowego, jak chociażby zwiększenie widełek kursu RMB/USD pojawiały się stosunkowo późno¹⁷⁶. Chiński rząd nie pragnie liberalizacji swojej gospodarki. Dzień po dniu trzyma pieczę nad wartością i kursem własnej waluty i nie pozwala na gwałtowne zmiany jego wartości.

¹⁷³ Currency Peace. *Devaluing the yuan would do China more harm than good*.

¹⁷⁴ A. Risvas, dz. cyt.

¹⁷⁵ Currency Peace. *Devaluing the yuan would do China more harm than good*.

¹⁷⁶ R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt.

YUAN JAKO WALUTA MIĘDZYNARODOWA

O perspektywach chińskiej waluty najczęściej mówi się w kontekście nie tylko potrzeby jej dewaluacji, wspomnianej w poprzednim rozdziale, ale również w kontekście jej umiędzynarodowienia oraz utworzenia z niej waluty rezerwowej innych państw. Obecnie nie pełni ona decydującej roli w świecie handlu, a Chiny są jedynym państwem spośród pięciu największych gospodarek świata, którego waluta nie jest walutą międzynarodową¹⁷⁷. Wydaje się jednak, że ta sytuacja będzie się zmieniać, a zmiany prowokuje sytuacja międzynarodowa.

Niniejszy rozdział jest poświęcony rosnącemu znaczeniu yuana oraz ocenie możliwości uczynienia go walutą międzynarodową. W pierwszej kolejności podana zostanie definicja takiej waluty oraz jej uwarunkowania. Następnie omówione zostaną przesłanki chińskiego rządu oraz chińskich instytucji finansowych do globalizacji renminbi, a także kondycja chińskiej waluty na arenie międzynarodowej. Na zakończenie przedstawione zostaną działania, które podjęto w celu uczynienia yuana walutą międzynarodową.

3.1 Definicja waluty międzynarodowej i jej uwarunkowania

Tradycyjne funkcje ekonomiczne pieniądza obejmują pełnienie przez niego funkcji środka płatniczego, środka wymiany, miernika wartości oraz tezauryzacji, czyli gromadzenia oszczędności¹⁷⁸. Kiedy pieniądź zaczyna pełnić swoje funkcje poza granicami państwa, w którym pieniądź wyemitowano, wówczas staje się walutą międzynarodową, a proces nazywa się umiędzynarodowieniem tejże waluty.

Według publikacji Narodowego Banku Polskiego, waluta międzynarodowa pełni funkcje pieniądza w dwóch sferach: oficjalnej oraz prywatnej¹⁷⁹. W sferze oficjalnej, waluta międzynarodowa zostaje wykorzystana w polityce monetarnej państw trzecich jako referencyjna, interwencyjna oraz rezerwowa. W drugim przypadku staje się walutą fakturowania, przejścia oraz walutą inwestycyjną. Zostało to przedstawione w Tabeli 4.

	Sfera oficjalna	Sfera prywatna
Środek wymiany	Waluta interwencyjna Służy do bezpośrednich i pośrednich interwencji na rynkach walutowych, podejmowanych w celu osiągnięcia równowagi w bilansie płatniczym	Waluta przejścia Służy do rozliczeń transakcji międzynarodowych

¹⁷⁷ E. Prasad, L. Ye, *The Renminbi's Prospects as a Global Reserve Currency*, 33 Cato J. 563 2013, pp. 563-570, s. 563.

¹⁷⁸ S. Owsiak, *Bank Centralny*, [W:] *Bankowość*, pod red. Małgorzaty Zaleskiej, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 13-35, s. 13.

¹⁷⁹ *Międzynarodowa rola euro III* [online], Narodowy Bank Polski, Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE), lipiec 2011, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: https://www.nbp.pl/publikacje/o_euro/euro_III.pdf, s. 4.

Miernik wartości	Waluta referencyjna Określa parytet wymiany walut i funkcjonuje jako „kotwica” stabilizacyjna dla płynnych kursów walutowych	Waluta fakturowania Służy jako jednostka rozliczeniowa w transakcjach handlowych i finansowych
Środek tezauryzacji	Waluta rezerwowa	Waluta inwestycyjna Służy jako waluta do prywatnych inwestycji w aktywa finansowe

Tabela 4. Funkcje waluty międzynarodowej.
Na podstawie: *Międzynarodowa rola euro III*, s. 4; Chen Y., dz. cyt., s. 165.

Globalizacja waluty jest procesem dynamicznym i może mieć inne tempo w różnych krajach. Waluta międzynarodowa może mieć też różnoraki zasięg: począwszy od peryferyjnego, poprzez regionalny i globalny. Ograniczone umiędzynarodowienie danej waluty ma miejsce wówczas, gdy dana waluta spełnia tylko kilka funkcji na arenie międzynarodowej.

Nie każda waluta jednak może przekształcić się w walutę międzynarodową. Istnieje wiele kryteriów i uwarunkowań, które muszą spełnić zarówno dana waluta, jak i gospodarka państwa, która ją emituje. Proces globalizacji waluty jest determinowany przez siłę gospodarczą państwa-emitenta i nie może być narzucony sztucznie¹⁸⁰. Jest funkcja zachowań inwestorów, przedsiębiorców oraz poszczególnych państw, choć oczywiście skuteczna polityka gospodarcza może proces umiędzynarodowienia przyspieszyć.

Strange wyróżnia kilka kategorii walut międzynarodowych¹⁸¹, które klasyfikuje podług kryterium ekonomicznej atrakcyjności oraz siły politycznej państwa emitującego. Czynniki ekonomiczne determinują powstanie waluty *top* oraz neutralnej. *Top currency* jest walutą państwa dominującego w systemie międzynarodowym i obecnie wielu autorów za taką walutę uznaje amerykańskiego dolara¹⁸². Waluta neutralna, w literaturze anglojęzycznej funkcjonująca jako *neutral currency*, to waluta, której globalizacja wynika z silnej pozycji gospodarczej państwa emitującego.

Od czynników politycznych zależy powstanie: *master currencies* oraz *negotiated currencies*. Walutą określaną mianem *master* jest waluta nałożona arbitralnie przez państwo imperialne na podstawie zależności politycznych. Waluta negocjowana z kolei powstaje na skutek przekształcenia waluty *master* w następstwie słabnięcia siły politycznej państwa-emitenta. Niektórzy autorzy wykazują jednak, że waluta negocjowana może być także walutą państwa, które dopiero zyskuje potęgę gospodarczą i polityczną na arenie międzynarodowej¹⁸³.

¹⁸⁰ J. Zhang, dz. cyt., s. 205.

¹⁸¹ S. Strange, *Sterling and British policy: A political study of an international currency in decline*, Oxford University Press 1971, s. 4-5.

¹⁸² B. Cohen, *Money and Power in World Politics* [online], [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.polisci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/moneypower.html>.

¹⁸³ E. Helleiner, *Political Determinants of International Currencies*, Routledge 2008, pp. 354-378, s. 366.

Kryteria, które musi spełnić waluta, aby mogła stać się walutą globalną, można podzielić na ekonomiczne oraz polityczne. Spośród ekonomicznych determinantów waluty międzynarodowej autorzy wyróżniają cztery kluczowe aspekty gospodarcze.

Po pierwsze, umiędzynarodowienie danej waluty jest zależne przede wszystkim od jej stabilności¹⁸⁴. Dotyczy to jednak nie tylko faktycznej, mierzalnej stabilności wyrażonej poprzez wartość inflacji – w tym kontekście autorzy nie wymieniają kryterium ilościowego. Źródłem siły danej waluty jest raczej wiara podmiotów zagranicznych w jej stabilność, przy czym stabilność postrzegają przez pryzmat niskiej inflacji oraz niewielkiej zmienności inflacji w państwie emitującym¹⁸⁵. Przy wysokiej inflacji i wysokiej zmienności inflacji, waluta straci na swojej wartości i będzie fluktuować. Straci w ten sposób rolę wiarygodnego miernika wartości, ponieważ ceny nie będą jej trafnie odzwierciedlać. Stąd najbezpieczniejszą walutą będzie taka, której dynamika jest najbardziej przewidywalna dla inwestorów¹⁸⁶.

Po drugie, niezwykle ważnym determinantem waluty międzynarodowej jest obecność rozwiniętych rynków finansowych, które charakteryzuje odpowiednio duża płynność i głębokość¹⁸⁷. Tylko tego rodzaju rynek finansowy może przyciągać zagranicznych inwestorów w takiej skali, by waluta państwa emitującego miała szansę być używana w skali globalnej. Według niektórych autorów, sama płynność nie determinuje jednak potencjału waluty międzynarodowej. Rynki finansowe winny być dodatkowo liberalne, a także nieograniczone prawnie ani produktowo. Zhang Jie stwierdza, że warunkiem waluty międzynarodowej jest stabilny sektor bankowy państwa-emitenta, niski poziom kontroli przepływów kapitałowych oraz liberalne otoczenie prawne¹⁸⁸. Jeżeli rynek walutowy danego państwa będzie płynny, wówczas inwestorzy zagraniczni będą skłonni posiadać walutę tego państwa jako instrument rynku pieniężnego. Otwarty rynek finansowy zmotywuje zagranicznych inwestorów do inwestowania kapitału w walucie obcej, ponieważ będą mieć oni gwarancję łatwego przekonwertowania na walutę rodzimą, gdyby zaszła taka potrzeba. I w końcu, rozwinięty rynek walutowy państwa-emitenta będzie zachęcał inwestorów zagranicznych do korzystania z instrumentów pochodnych, korzystających z danej waluty¹⁸⁹. Liberalne i rozwinięte rynki finansowe będą przyciągać zagranicznych inwestorów ograniczaniem ryzyka i dywersyfikacją portfela¹⁹⁰.

¹⁸⁴ W. Peng, C. Shu, *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*, Palgrave Macmillan, Great Britain 2010, s. 120.

¹⁸⁵ S. Heep, dz. cyt., s. 56.

¹⁸⁶ J. Zhang, dz. cyt., s. 205.

¹⁸⁷ S. Heep, dz. cyt., s. 57.

¹⁸⁸ J. Zhang, dz. cyt., s. 206.

¹⁸⁹ Tamże, s. 207.

¹⁹⁰ W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 118.

Po trzecie, państwo i sektor prywatny powinny utrzymywać rozległe powiązania płatnicze z zagranicą¹⁹¹. Jest to kryterium, określane w literaturze anglojęzycznej jako *network externalities*¹⁹², które jest determinowane przez lojalność podmiotów zagranicznych. Otwarte i głębokie rynki finansowe zachęcają inwestorów do korzystania z waluty państwa-emitenta, z kolei ci przyzwyczajają się do konkretnej, dobrze znanej im platformy. Z czasem inspirują innych do korzystania z tej samej platformy i tej samej waluty, zwiększając liczbę podmiotów, które korzystają z danej waluty w trakcie rozliczeń międzynarodowych. Wygoda korzystania z takiej waluty, którą wybrała większość inwestorów, motywuje potem następnych graczy do jej wykorzystania. Stąd w momencie, gdy dana waluta zdobędzie tytuł waluty międzynarodowej, istnieje bardzo małe prawdopodobieństwo utraty tego miana w krótkim okresie¹⁹³.

I w końcu po czwarte, ważnym kryterium umiędzynarodowienia waluty jest rozmiar gospodarki państwa-emitenta. Niektórzy autorzy wymieniają to kryterium za kluczowe¹⁹⁴. Zdaniem autora, dynamiczny wzrost gospodarczy oraz przyrost PKB *per capita* stanowi źródło siły gospodarczej, która determinuje globalizację danej waluty. O jej sukcesie ma decydować również wielkość gospodarki – która powinna znajdować się w ścisłej czołówce największych gospodarek świata¹⁹⁵. Rozmiar gospodarki przekłada się bowiem na udział państwa emitującego w światowej produkcji i handlu, co stanowi ważne kryterium oceny potencjału globalizacji waluty. Szerokie powiązania państwa-emitenta z zagranicą wiążą się z użyciem jego waluty przez podmioty zagraniczne i w ten sposób zwiększają jej szanse na przekształcenie w walutę międzynarodową¹⁹⁶.

Oprócz kryteriów ekonomicznych, istnieją również polityczne determinanty waluty międzynarodowej. Przede wszystkim, polityka niskoinflacyjna państwa, według niektórych autorów, nie jest wiarygodna dla podmiotów zagranicznych przy braku czynników instytucjonalnych ograniczających politykę pieniężną do takiej, która gwarantuje niski poziom inflacji¹⁹⁷. Do tego rodzajów instytucji należeć może między innymi niezależny bank centralny tudzież organy promujące raczej konserwatywną politykę pieniężną¹⁹⁸.

¹⁹¹ S. Heep, dz. cyt., s. 57.

¹⁹² W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 120.

¹⁹³ J. Zhang, dz. cyt., s. 207.

¹⁹⁴ G. Shilling, *The Dollar Will Remain on First [W:] Currencies After the Crash: The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*, edited by Sara Eisen, The McGraw-Hill Companies, United States of America 2013, pp. 1-72, s. 21.

¹⁹⁵ Tamże.

¹⁹⁶ S. Heep, dz. cyt., s. 57.

¹⁹⁷ Tamże.

¹⁹⁸ A. Walter, *Domestic Sources of International Monetary Leadership [W:] International Monetary Power*, David M. Andrews, ed., Cornell University Press 2006, pp. 51-71, s. 57.

Czynniki polityczne determinują też kształt rynków finansowych danego państwa, stąd niektórzy autorzy wskazują na brak ograniczeń prawnych w przepływie kapitałowym jako czynnik determinujący globalizację waluty danego państwa. W takim państwie nie powinien także funkcjonować system centralnego planowania, ponieważ, zdaniem niektórych autorów, ogranicza rozwój rynków finansowych¹⁹⁹. Państwo może również ułatwić użycie własnej waluty na arenie międzynarodowej poprzez promocję systemów płatniczych i rozliczeniowych²⁰⁰.

3.2 Chiny a umiędzynarodowienie renminbi

O globalizacji renminbi szczególnie często zaczęto dyskutować po światowym kryzysie gospodarczym z 2008 roku. Do tej pory, zdaniem niektórych autorów, Ludowy Bank Chin prowadził raczej nieskrępowaną politykę monetarną, jednak w obliczu następstw światowego kryzysu finansowego posądzono jego władze o nieudolność przeciwdziałania skutkom kryzysu. W tej sytuacji decyzje dotyczące polityki monetarnej miały zostać przesunięte z banku centralnego do nieformalnego organu partyjnego: *Central Leading Small Group for Finance*²⁰¹. W reakcji na tego rodzaju postępowanie rządu centralnego, władze Ludowego Banku Chin rozpoczęły lobbing globalizacji renminbi.

Punktem zwrotnym okazał marzec 2009 roku, kiedy prezes chińskiego banku centralnego, Zhou Xiaochuan, wydał esej nawołujący do reformy obecnego systemu finansowego. Zhou zadał w nim pytanie, jakiego rodzaju międzynarodowa waluta rezerwowa powinna zostać użyta w celu zapewnienia równowagi i stabilności światowej gospodarki, dzięki której można byłoby zagwarantować długotrwały wzrost gospodarczy²⁰².

Esej prezesa Ludowego Banku Chin ujawnia antyamerykańskie nastroje chińskiego rządu, a przynajmniej ich niechęć do utrzymania dolara jako waluty międzynarodowej. Autor stwierdza w eseju, że „kryzys gospodarczy z 2008 roku odzwierciedlił wrażliwość i ryzyko systemowe obecnego światowego systemu monetarnego”²⁰³. Mimo że Zhou nie pisze wprost o dolarze amerykańskim, wydaje się jasne, że krytykuje jego obecną rolę na arenie międzynarodowej i niezdolność do zagwarantowania odpowiedniej płynności na rynkach zagranicznych ze względu na walkę z nadmierną inflacją w samych Stanach Zjednoczonych²⁰⁴. Zhou szczególną uwagę poświęca specjalnym prawom ciągnięcia (SDR)

¹⁹⁹ S. Heep, dz. cyt., s. 57.

²⁰⁰ E. Helleiner, dz. cyt., s. 362.

²⁰¹ S. Heep, dz. cyt., s. 69.

²⁰² X. Zhou, *Reform the international monetary system* [online], 23.03.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>, s. 1.

²⁰³ Tamże.

²⁰⁴ S. Heep, dz. cyt., s. 66.

Międzynarodowego Funduszu Walutowego, których rola, jego zdaniem, powinna zostać zwiększona. Zaproponował też większy udział renminbi w kształtowaniu SDR²⁰⁵.

Do reformy międzynarodowego systemu monetarnego nawoływał nie tylko prezes chińskiego banku centralnego, ale również wicepremier Chin. Dai Bingguo (*Dài Bǐngguó*, 戴秉国) na spotkaniu z przedstawicielami G8 i G5 w lipcu 2009 roku przekonywał do zmian w światowych finansach. Jego zdaniem należy stworzyć lepszy system waluty rezerwowej i system regulacji, aby w ten sposób móc promować dywersyfikację międzynarodowych walut rezerwowych²⁰⁶. Dai zaatakował w ten sposób dominującą rolę amerykańskiego dolara na arenie międzynarodowej.

Dyskusja podjęta przez prezesa Ludowego Banku Chin sprowokowała do refleksji nad modyfikacją światowego systemu monetarnego, w którym chińska waluta miałaby odgrywać coraz większą rolę. Chen, przykładowo, proponuje w tym zakresie między innymi dywersyfikację walut rezerwowych lub zbudowanie nowego, zdywersyfikowanego międzynarodowego systemu monetarnego²⁰⁷. Równoważenie różnych walut w światowej gospodarce prowadziłoby, zdaniem autora, w prostej linii do gwałtownego wzrostu znaczenia renminbi na arenie międzynarodowej²⁰⁸. Horesh wykazuje siłę renminbi w słabościach innych walut: dolara, który okazał się nieskuteczny jako jedyna waluta światowa, tudzież euro, po kryzysie w strefie euro w 2010 roku²⁰⁹. Yu natomiast dowodzi, że rola yuana w istocie już zwiększyła się po światowym kryzysie finansowym w 2008 roku i będzie rosła przy okazji budowy nowego, światowego systemu monetarnego, choć jego zdaniem Chiny nie zdecydowały się jeszcze na to, w jakiej roli postawią siebie w procesie reformowania światowych finansów²¹⁰.

3.2.1 Przesłanki globalizacji renminbi

W tym miejscu pojawia się pytanie, jakie są motywy chińskiego rządu oraz chińskich instytucji finansowych, przez które Chiny dążą do globalizacji swojej waluty.

Kryzys 2009 roku ujawnił słabości obecnego światowego systemu finansowego, jednak według niektórych autorów, Chiny odczuły kryzys tylko w ograniczonym stopniu. Więcej, Huang i Lynch zauważają, że kryzys finansowy powinien zwrócić chiński rząd raczej w kierunku

²⁰⁵ X. Zhou, dz. cyt., s. 3.

²⁰⁶ S. Rabinovitch, Falloon Matt, *China demands currency reform at G8, Britain skeptical* [online], Reuters, 9.07.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://in.reuters.com/article/2009/07/09/us-china-economy-currencies-idUSTRE56840F20090709>.

²⁰⁷ W istocie autor proponuje trzy rozwiązania: utworzenie światowego banku centralnego i światowej waluty, powrót do systemu walutowego opartego na dobrach fizycznych oraz utworzenie zdywersyfikowanego systemu monetarnego. Przy czym dwie pierwsze opcje Chen uważa za mniej prawdopodobne, a wizję wprowadzenia banku światowego z jedną światową walutą traktuje jako utopijną. Y. Chen, dz. cyt., s. 160.

²⁰⁸ Autor za szczególnie prawdopodobny uważa scenariusz równowagi trzech walut: euro, dolara amerykańskiego oraz renminbi. Y. Chen, dz. cyt., s. 161.

²⁰⁹ N. Horesh, *The People's or the World's: RMB Internationalisation in Longer Historic Perspective*, Hindawi Publishing Corporation, Economics Research International, Volume 2011, s. 9.

²¹⁰ Y. Yu, *Revisiting the Internationalization of the Yuan*, ADBI Working Paper Series, No. 366, July 2012, s. 11.

konserwatywnej polityki monetarnej, nie zaś w kierunku jej liberalizacji²¹¹. Krytyka Zhou Xiaochuana oraz Dai Bingguo była jednak motywowana zaniepokojeniem o poziom chińskich rezerw walutowych. W momencie, gdy Stany Zjednoczone zdecydowały się na wprowadzenie luzowania ilościowego, chińskie władze obawiały się deprecjacji dolara, które prowadziłoby do obniżenia wartości rezerw²¹². Krytyka amerykańskiego dolara i *statusu quo* była więc dyktowana chęcią Chin do odgrywania poważniejszej roli w światowej gospodarce. Promocja renminbi jako waluty międzynarodowej spowolniłaby proces obniżania wartości rezerw i pozwoliłaby Chinom udzielanie pożyczek we własnej walucie w przyszłości²¹³.

Motywy i przesłanki uczynienia renminbi walutą międzynarodową, można podzielić na ekonomiczne oraz polityczne, tudzież wizerunkowe. Wszystkie pełnią ważną rolę dla chińskiego rządu i wydają się stanowić skuteczne argumenty za globalizacją yuana.

Umiedzynarodowienie yuana w pierwszej kolejności przyniosłoby korzyści ekonomiczne. Należy do nich między innymi zwiększona efektywność w handlu międzynarodowym. Mnóstwo rozliczanych w regionie transakcji dotyczy pochodzących z innych krajów Azji półproduktów, które potem są przetwarzane w Chinach i przeznaczone na eksport dalej na Zachód. Wiele z tych transakcji jest obecnie rozliczanych za pośrednictwem amerykańskiego dolara. Stąd chęć chińskiego rządu do umiedzynarodowienia renminbi przynajmniej w skali regionalnej. Zmniejszyłoby to koszty transakcji, a partnerzy handlowi unikaliby nadmiernego ryzyka kursowego, wynikającego z kilkukrotnego przewalutowania²¹⁴. Nawet, jeżeli w krótkim ani średnim okresie renminbi nie zastąpiłoby całkowicie dolara, podmioty gospodarcze w regionie korzystałyby z alternatywnego sposobu rozrachunku, co wpłynęłoby korzystnie na ich wolumen eksportu²¹⁵.

Często cytowaną w literaturze zaletą waluty międzynarodowej jest przejęcie przez państwo międzynarodowego senioratu. Wynikające z niego korzyści to różnica między wartością nominalną pieniądza a kosztem jego produkcji. Seniorat międzynarodowy ma miejsce wówczas, gdy daną walutę mają w posiadaniu inne państwa. Wówczas definiuje się go jako iloraz przyrostu podaży pieniądza w posiadaniu innych państw oraz stopy inflacji²¹⁶. Na poziomie makroekonomicznym, korzyści generuje każde nabycie przez partnera zagranicznego rodzimej

²¹¹Y. Huang, C. Lynch, *Does Internationalizing the RMB Makes Sense for China?*, 33 Cato J. 571 2013, pp. 571-585, s. 573.

²¹²S. Heep, dz. cyt., s. 67.

²¹³Tamże.

²¹⁴Y. Huang, C. Lynch, dz. cyt., s. 574.

²¹⁵W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 148.

²¹⁶Tamże, s. 143.

waluty za zakup towarów lub usług²¹⁷. Wzrost dochodu płynącego z senioratu można wykorzystać choćby na finansowanie bieżących wydatków sektora publicznego.

Korzystanie z yuana jako waluty międzynarodowej okazałoby się korzystne także dla chińskich inwestorów oraz podmiotów gospodarczych. Waluta międzynarodowa zwiększyłaby ich możliwości inwestycji poza granicami Chin, a inwestowanie w rodzimej walucie za granicą byłoby dla nich zarówno wygodne, jak i mniej kosztowne²¹⁸. Ten aspekt wydaje się szczególnie ważny, biorąc pod uwagę rozmach chińskich inwestycji zagranicznych, plasujący Chiny w czołówce państw rozwijających się.

Zaletą posiadania przez Chiny waluty globalnej byłoby także umożliwienie państwu osiągnięcia optymalnej struktury gospodarczej. Z jednej strony, pozyskiwanie obcej waluty w celach rezerwowych przestałoby być priorytetem dla chińskiego eksportu. Z drugiej zaś, schemat produkcji oraz handlu międzynarodowego bazowałby bardziej niż obecnie na przewagach konkurencyjnych Chin oraz ich stadium rozwoju²¹⁹. Główną zaletą waluty międzynarodowej byłaby możliwość łatwiejszego i tańszego pozyskiwania surowców z zagranicy przez chińskie podmioty gospodarcze.

Umieźdzynarodowienie renminbi niesłoby za sobą jednak nie tylko korzyści czysto ekonomiczne, ale również prestiżowe. Mimo wielkości gospodarki Chin, są one wciąż niedoceniane na arenie międzynarodowej w kwestii światowych finansów. Waluta międzynarodowa dałaby chińskiemu rządowi możliwość ekspansji chińskiej *soft power*²²⁰. W ten sposób, zdaniem niektórych autorów, Chiny miałyby szansę na promocję swojego państwa i przekształcenia go w państwo „silne i bogate” (*fù qiángguó*, 富 强 国), które z czasem prześcignęłoby dobrobytem Stany Zjednoczone²²¹.

Niektórzy autorzy zauważają dodatkowo, że umieźdzynarodowienie yuana pełni na chińskiej scenie politycznej podobną rolę do wejścia Chin do WTO. Ma być to katalizator nowych reform, a także próba ich legitymizacji²²². Globalizacja renminbi miałaby przyczynić się do rozwoju chińskiego sektora finansowego oraz zapewnić w dłuższej perspektywie system płynnego kursu walutowego. Waluta międzynarodowa stałaby się także ważną kartą przetargową w tworzeniu globalnego centrum finansowego w Szanghaju do 2020 roku²²³.

²¹⁷ B. Cohen, dz. cyt., s. 4.

²¹⁸ W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 148.

²¹⁹ Tamże, s. 149.

²²⁰ Y. Huang, C. Lynch, dz. cyt., s. 573.

²²¹ S. Heep, dz. cyt., s. 68.

²²² W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 150.

²²³ R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt.

3.2.2 Ryzyko płynące z umiędzynarodowienia renminbi

Umiędzynarodowienie waluty niesie za sobą jednak szereg pośrednich i ukrytych kosztów, które chińska gospodarka prawdopodobnie musiałaby ponieść. Wspomniane w poprzednim rozdziale kontrowersje związane z rewaluacją chińskiej waluty związane są pośrednio z kwestią umiędzynarodowienia renminbi i jego perspektyw. Podczas, gdy niektórzy ekonomiści promowali aprecjację yuana, inni zwracali uwagę na jej gospodarcze konsekwencje dla Chin. Niektórzy autorzy zwracali uwagę, że w dłuższej perspektywie aprecjacja chińskiej waluty uderzy w wartość eksportu netto, obniży tempo wzrostu gospodarczego, utrudni sprowadzanie zagranicznych inwestorów, obniży wartość portfela kredytowego chińskich banków oraz spowoduje straty związane z poziomem rezerw walutowych²²⁴. Równocześnie, większość realizowanych przez Chiny bieżących płatności w handlu międzynarodowym odbywa się za pośrednictwem głównie dolara amerykańskiego oraz euro, co z kolei prowadzi do wzrostu poziomu rezerw walutowych i tym samym, do nadmiernej płynności. Z tej perspektywy, umiędzynarodowienie renminbi mogłoby stworzyć błędne koło: wzrostu poziomu rezerw walutowych skutkujących nadmierną płynnością, co prowadziłoby do wzrostu poziomu inwestycji, nadmiaru produkcji, nadwyżki eksportowej, i znów wzrostu poziomu rezerw walutowych²²⁵.

Ponadto, globalizacja renminbi mogłaby prowadzić do tak zwanego dylematu Triffina²²⁶. Używanie waluty rodzimej na arenie międzynarodowej może doprowadzić do jej nadpłynności i, w efekcie, do deficytu na rachunku obrotów bieżących. Nie jest to zgodne z polityką Chin, gdzie dodatni bilans płatniczy to katalizator wzrostu gospodarczego i stabilności²²⁷. Warto zaznaczyć jednak, że paradoks Triffina jest często cytowanym kontrargumentem wobec każdej waluty międzynarodowej i nie jest charakterystyczny tylko dla Państwa Środka.

Innym zagrożeniem płynącym z umiędzynarodowienia yuana jest wzrost zmienności kursu walutowego oraz wzmożona ekspozycja na zewnętrzne wstrząsy finansowe²²⁸. Chociaż umiarkowane wpływy finansowe niewątpliwie stymulują wzrost gospodarczy, to jednak

²²⁴ J. Zhang, dz. cyt., s. 192.

²²⁵ Tamże, s. 193.

²²⁶ Robert Triffin opisał sprzeczność zakorzenioną w Systemie z Bretton Woods. Ponieważ dolar amerykański pełnił rolę głównej waluty rozliczeniowej na arenie międzynarodowej, w długiej perspektywie doszłoby do nadpodaży dolara poza granicami Stanów Zjednoczonych oraz do utworzenia deficytu na rachunku obrotów bieżących USA. Równocześnie jednak, aby dolar mógł utrzymać swoją wyjątkową pozycję, musiał być spełniony warunek ciągłej nadwyżki w bilansie handlowym. Oba te warunki okazały się ze sobą sprzeczne – stąd paradoks Triffina. Y. Chen, dz. cyt., s. 152.

²²⁷ Y. Huang, C. Lynch, dz. cyt., s. 575.

²²⁸ Tamże.

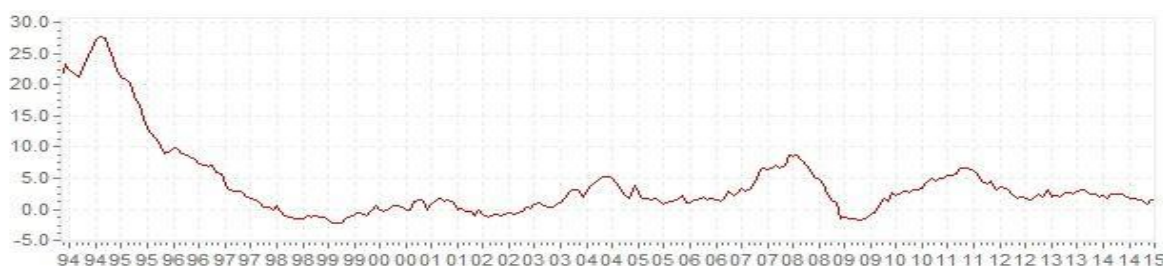
otwarcie rynku ułatwia napływ kapitału spekulacyjnego, który w Chinach mógłby zagrozić stabilności gospodarczej. Kapitał ten najprawdopodobniej, według niektórych autorów, skoncentrowałby się na chińskim rynku nieruchomości, w którym już istnieje poważna bańka spekulacyjna²²⁹.

Nadmierne przepływy gotówkowe między państwem-emitentem a resztą świata mogłyby dodatkowo spowodować gwałtowny wzrost zmienności kursu walutowego renminbi oraz zmiany w stopach procentowych na chińskim rynku kapitałowym²³⁰. Wysoki przyływ kapitału do Chin oznaczałby wzrost podaży waluty obcej na rodzimym rynku i w ten sposób wywierałby presję na aprecjację yuana; ucieczka kapitału z Chin doprowadziłaby do sytuacji odwrotnej. Przepływy kapitałowe miałyby też przełożenie na wartość stóp procentowych, ponieważ mają one wpływać na kontrolę płynności rynków finansowych.

3.3 Uwarunkowania globalizacji renminbi

Proces umiędzynarodowienia waluty w Chinach nabrał szczególnego charakteru. Rzadko zdarza się, by globalizację waluty promowała na wpół zamknięta gospodarka, z bardzo wyraźnie zaznaczonym wpływem rządu na decyzje sektora finansowego. Umiędzynarodowienie yuana tylko w części będzie więc kierowane zasadami wolnego rynku.

W tym miejscu należy przyjrzeć się jednak potencjałowi renminbi do umiędzynarodowienia – a więc sprawdzić, czy spełnia kryteria waluty międzynarodowej. Pierwszym kryterium waluty globalnej była jej stabilność. Decyduje o niej poziom inflacji, który został przedstawiony na poniższym wykresie.



Rysunek 6. Poziom inflacji w Chinach w latach 1994-2015.

Źródło: Inflation.eu, Worldwide Inflation Data: <http://www.inflation.eu/inflation-rates/china/historic-inflation/cpi-inflation-china.aspx>.

Mimo wysokiej inflacji, sięgającej aż 25,5% w 1994 roku, lata 90-te były świadkiem raczej deflacji: w latach 1997 i 1998 deflacja wynosiła 1%. Od początku lat 2000-nych wartość inflacji w Chinach zaczęła się stabilizować na raczej niskim poziomie, oscylując

²²⁹ N. Horesh, dz. cyt., s. 8.

²³⁰ W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 161.

w granicach od 1,58% w roku 2005, poprzez maksimum 6,58% w 2007 roku, do 1,6% w roku 2014²³¹. Można więc powiedzieć, że mając na uwadze kryterium inflacyjne, chińska waluta spełnia wymogi globalizacji.

Czynnikiem, który zdaniem Heep może osłabić wiarę inwestorów w stabilność chińskiej waluty jest jednak brak w pełni niezależnego od rządu banku centralnego, a także brak mechanizmów hamujących nadmierną inflację²³². Choć do tej pory Chinom udało się prowadzić raczej skuteczną politykę monetarną, to jednak autorka wyraża wątpliwość, czy państwo będzie w stanie zmierzyć się z ewentualnym kryzysem²³³.

Drugim kryterium waluty globalnej jest obecność rozwiniętych rynków finansowych. Choć Zhang Jie stwierdza, że w ostatnich latach reforma rynków finansowych w Chinach znacznie przyspieszyła i doprowadziła do ich otwarcia na graczy zagranicznych²³⁴, to jednak wydaje się być to wciąż najslabsze ogniwo chińskiego systemu. Chen i Peng wykazują, że chiński rynek finansowy pozostaje daleko w tyle za państwami rozwiniętymi w dwóch obszarach. Po pierwsze, chiński rynek finansowy wciąż podlega kontroli i restrykcjom ze strony rządu, co wyraża się w maksymalnych i minimalnych dozwolonych wartościach stóp oprocentowania kredytów i depozytów. Po drugie, zdaniem autorów, rynek jest raczej zamknięty dla zagranicznych inwestorów²³⁵. Mimo to, autorzy dostrzegają potencjał reform rynku finansowego: zwracają uwagę na dynamiczny rozwój rynku akcji oraz krótkoterminowych obligacji korporacyjnych²³⁶.

Trzecim kryterium międzynarodowej waluty są rozległe powiązania płatnicze z zagranicą. W przypadku Chin powiązania te mogą okazać się kluczowe ze względu na promowanie korzystania z renminbi jako waluty księgowania i rozliczania transakcji. Z tej perspektywy, autorzy zgadzają się, że potencjał chińskiej waluty jest znaczący. Powiązania płatnicze oraz wolumen transakcji wykazuje między innymi wartość eksportu i importu państwa, przedstawiona na Rysunku.7

²³¹ Inflation.eu: <http://www.inflation.eu/inflation-rates/china/historic-inflation/cpi-inflation-china.aspx>.

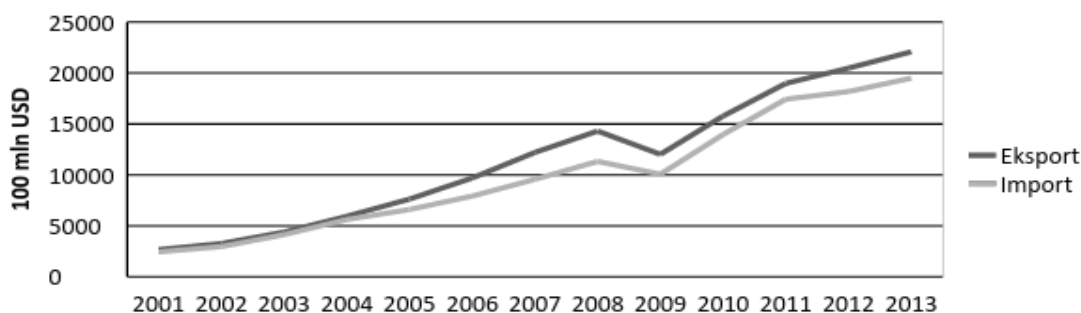
²³² S. Heep, dz. cyt., s. 71.

²³³ Tamże, s. 72.

²³⁴ Autor zaznacza około 10-procentowy przyrost liczby graczy na międzybankowym rynku walutowym w latach 2000-2007. W roku 2007 liczba graczy miała wynieść 379. Podkreśla również znaczenie rozwoju rynku spot oraz rynku kontraktów terminowych. J. Zhang, dz. cyt., s. 195-196.

²³⁵ W. Peng, C. Shu, dz. cyt., s. 118.

²³⁶ Tamże.

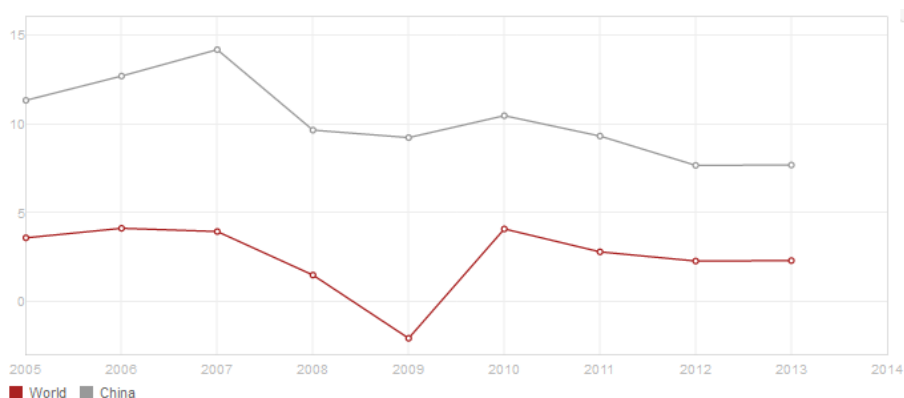


Rysunek 7. Wartość importu i eksportu Chin w 100 mln USD w latach 2001-2013
Na podstawie: *China Statistical Yearbook 2014* [online], National Bureau of Statistics of China, [dostęp 22 maja 2014], dostępny w Internecie: <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm>.

W latach 2001-2013 wartość nominalna zarówno eksportu, jak i importu Chin systematycznie wzrastała, osiągając poziom odpowiednio 2,209 bln USD i 1,9499 bln USD w 2013 roku. Spadek wolumenu handlu międzynarodowego nastąpił w 2009 roku na skutek światowego kryzysu finansowego²³⁷.

Wyjątkowo silne powiązania płatnicze Chiny posiadają z państwami sąsiednimi. Podpisały one liczne umowy bilateralne, na podstawie których rozliczenia między państwami oraz Chinami następują w yuanie²³⁸. W ten sposób, przykładowo w 2005 roku aż 85% transakcji z Wietnamem i 94% transakcji z Mongolią odbywało się przy użyciu renminbi²³⁹. Kryterium powiązań płatniczych z innymi państwami Chiny spełniają więc znakomicie.

Czwartym kryterium globalnej waluty jest rozmiar gospodarki państwa-emitenta. Również i to kryterium wykazuje duży potencjał chińskiej waluty na jej drodze do umiędzynarodowienia. Obecnie gospodarka Chin plasuje się na pierwszym miejscu pod względem wielkości na świecie – w 2014 roku wyprzedziły Stany Zjednoczone.



Rysunek 8. Roczny wzrost PKB na świecie i w Chinach w latach 2005-2013.
Za: World Bank: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/1W-CN?display=graph>.

²³⁷ *China Statistical Yearbook 2014* [online], National Bureau of Statistics of China, [dostęp 22 maja 2014], dostępny w Internecie: <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm>.

²³⁸ W 2005 roku takimi umowami bilateralnymi objęte były m.in.: Wietnam, Mongolia, Korea Północna, Rosja, Laos i Nepal. Na podstawie: J. Zhang, dz. cyt., s. 194.

²³⁹ Tamże.

Tempo wzrostu PKB Chin jest znacznie wyższe niż przyrost światowego PKB. Widać też wyraźnie, że światowy kryzys gospodarczy nie wpłynął na Chiny w takim stopniu, jak na inne państwa. Na stan z 2013 roku, tempo wzrostu PKB Chin wyniosło 7,7%, zaś sama wartość PKB oscylowała na poziomie 9,24 bln USD²⁴⁰.

Dodatkowymi kryteriami warunkującymi utworzenie waluty międzynarodowej są czynniki polityczne. Do takich należy wolny rynek oraz zezwolenie na pełną płynność renminbi, a także obecność niezależnego banku centralnego prowadzącego niskoinflacyjną politykę monetarną. Huang i Lynch zauważają, że Chiny stanowią osobliwy przypadek, w którym państwo z częściowo zamkniętym sektorem finansowym aktywnie promuje globalizację własnej waluty²⁴¹. Ogólnie autorzy zgadzają się, że wymagania polityczne nie ograniczają potencjału yuana. Wydaje się, że choć innowacje będą pojawiać się w Chinach ewolucyjnie, a nie rewolucyjnie, to będą one na tyle skuteczne, by nie stanąć na drodze do utworzenia z renminbi waluty międzynarodowej²⁴².

3.3.1 Obecne stadium globalizacji renminbi

W bardzo ograniczonym pojęciu korzystania z waluty rodzimej za granicą, renminbi w zasadzie już jest walutą międzynarodową²⁴³. Umożliwienie w grudniu 2003 roku przewalutowywania depozytów na renminbi poza granicami Chin było w istocie wstępem do uczynienia yuana walutą globalną²⁴⁴. Po lekcji wyciągniętej ze skutków kryzysu finansowego, władze Chin podejmowały od 2009 roku szereg działań, promujących renminbi na rynkach zagranicznych²⁴⁵.

Jedną z pierwszych podjętych przez chiński bank centralny decyzji było wprowadzenie programu pilotażowego w grudniu 2008 roku, który dotyczył posługiwania się yuanem jako walutą transakcyjną w rozliczeniach międzynarodowych²⁴⁶. Począwszy od 2009 roku, wybranym przedsiębiorstwom z Szanghaju, Guangzhou, Shenzhen, Zhuhai oraz Dongguan zezwolono na rozliczanie transakcji w renminbi z partnerami z Hong Kongu, Makau i państwami członkowskimi ASEAN. Program ten poszerzono trzykrotnie. W 2010

²⁴⁰ Dane ze strony Banku Światowego: <http://data.worldbank.org/country/china?display=graph>.

²⁴¹ Y. Huang, C. Lynch, dz. cyt., s. 576.

²⁴² Niektórzy autorzy zaznaczają jednak, że choć spełnienie kryteriów waluty międzynarodowej przez chińskiego yuana nie powinno przysporzyć trudności w długim okresie, to jednak o wiele trudniejszym zadaniem okazać się może próba utworzenia z renminbi waluty rezerwowej. R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt.

²⁴³ R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt.

²⁴⁴ Tamże.

²⁴⁵ Warto jednak zauważyć, że chińskie władze początkowo patrzyły dość nieufnie na możliwość umiędzynarodowienia rodzimej waluty. Rząd nie propagował, ani też nie ograniczał zakresu posługiwania się renminbi w państwach sąsiednich. Dopiero po kryzysie finansowym rozpoczął działania w kierunku globalizacji waluty. Na podstawie: P. Bottelier, *International monetary reform and the future of the renminbi* [online], The Jamestown Foundation, China Brief Volume: 9 Issue: 11, 27.05.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: [http://www.jamestown.org/single/?no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=35039#.VUe1g_D9xOY](http://www.jamestown.org/single/?no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=35039#.VUe1g_D9xOY).

²⁴⁶ S. Heep, dz. cyt., s. 74.

roku w programie uczestniczyło 20 chińskich prowincji i miast, które miały możliwość rozliczania swojej działalności w renminbi z partnerami handlowymi z całego świata. W 2011 roku program objął teren całego kraju. W roku 2012 zaś Ludowy Bank Chin zniósł wszelkiego rodzaju restrykcje związane z użyciem yuana we wszystkich aspektach działalności przedsiębiorstw, handlujących z partnerami zagranicznymi²⁴⁷.

Począwszy od 2009 roku, Chiny podpisały również liczne umowy swapu walutowego z państwami rozwijającymi się. Do państw objętych umowami należą m.in. Malezja, Białoruś, Indonezja, Korea Południowa, Tajlandia, Pakistan, Turcja czy Mongolia, a łączna wartość swapów wyniosła ponad 100 mld USD. I choć uważa się te umowy w większości za symboliczne, to jednak, zdaniem niektórych autorów, ich celem ma być również blokowanie amerykańskiego dolara jako środka wymiany na rynku międzynarodowym z udziałem Chin²⁴⁸.

Globalizacji renminbi mają służyć także nowe możliwości inwestycyjne, głównie na rynku *offshore* w Hongkongu, zaproponowane przez chiński rząd. Poszerzono między innymi program QFII (*Qualified Foreign Institutional Investor program*), który od 2002 roku umożliwia licencjonowanym inwestorom kupno i sprzedaż udziałów na giełdach papierów wartościowych w Chinach. Ostatni program pilotażowy, tak zwany RQFII (*Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor program*) umożliwia chińskim przedsiębiorcom tworzenie w Hongkongu funduszy denominowanych w yuanach w celu inwestowania na rynku kontynentalnym²⁴⁹. Ponadto, utworzono tzw. „most” między Shenzhen a Hongkongiem, który umożliwia bezpośrednie pożyczki w yuanie pomiędzy dwoma regionami²⁵⁰. W 2010 roku natomiast zezwolono podmiotom zagranicznym otwieranie rachunku bankowego w renminbi w Hongkongu oraz swobodną wymianę waluty²⁵¹. W tym okresie powstał tzw. rynek obligacji *Dim Sum*²⁵², który służy emisji obligacji denominowanych w yuanie na rynku w Hongkongu.

W tym miejscu należy dodać, że globalizacji renminbi służą nie tylko reformy dotyczące używalności i pewnego rodzaju „inwestowalności”²⁵³ chińskiej waluty na rynku *offshore*. Przyczyniają się do niej w ogromnym stopniu omówione w poprzednich rozdziałach reformy

²⁴⁷ Na podstawie: S. Heep, dz. cyt., s. 74-75.

²⁴⁸ Na podstawie: Y. Huang, C. Lynch, dz. cyt., s. 576-577.

²⁴⁹ Y. Huang, C. Lynch, dz. cyt., s. 577.

²⁵⁰ Tamże.

²⁵¹ S. Heep, dz. cyt., s. 76.

²⁵² Rynek ten powstał w 2010 roku, choć w istocie sprzedaż obligacji denominowanych w yuanie w Hongkongu była możliwa już od 2007 roku. Kiedy chiński rząd zezwolił na swobodne posiadanie RMB na rynku *offshore*, w Hongkongu wytworzył się zasób depozytów w renminbi, który miał odpowiadać potencjalnej podaży obligacji *Dim Sum*. W 2012 roku sprzedano ich łączną wartość sięgającą aż 76,3 mld USD. Na podstawie: R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt.

²⁵³ R. Minikin R., K. Lau, dz. cyt..

systemu finansowego w Chinach kontynentalnych, dzięki którym yuan staje się coraz łatwiej wymienialny oraz coraz mniej zależny od amerykańskiego dolara. Tego rodzaju działania stymulują użycie renminbi w celach rozliczeniowych, choć tempo umiędzynarodowienia chińskiej waluty nie postępuje w takim samym stopniu, jak rozrost chińskiej gospodarki.

Ogólnie rzecz biorąc, dotychczasowe podjęte przez chiński rząd kroki w celu umiędzynarodowienia renminbi wydają się skuteczne, przynajmniej w skali regionalnej. Wartość handlu zagranicznego Chin rozliczanego w yuanie wzrosła z 2,081 mld RMB w 2011 roku do 2,938 mld RMB w roku następnym i tym samym transakcje rozliczane w rodzimej walucie miały 10-procentowy udział w wartości handlu zagranicznego Chin ogółem²⁵⁴. Mimo to, transakcje rozliczane w renminbi stanowiły w 2011 roku mniej niż 1% światowego dziennego obrotu, co dowodzi wciąż jeszcze niewielkiej roli yuana w porównaniu do innych walut światowych, w tym amerykańskiego dolara. Działania podjęte przez chiński rząd na rynku *offshore* sprawdziły się tylko w skali lokalnej – o pełnej globalizacji renminbi decydować będą działania podjęte na rynku *onshore*²⁵⁵.

3.3.2 Możliwe scenariusze globalizacji renminbi

Umiędzynarodowienie renminbi nie jest możliwe poprzez wprowadzenie pojedynczej reformy, która z dnia na dzień ustanowiłaby yuana walutą międzynarodową. Jest to długofalowy proces wymagający koordynacji wielu omówionych w rozdziale czynników ekonomicznych oraz politycznych. Będzie on zależny w głównej mierze od statusu i siły Chin na arenie międzynarodowej, a także od ich zdolności do zliberalizowania przepływów kapitałowych między rynkami *offshore* oraz *onshore*²⁵⁶.

Proces umiędzynarodowienia renminbi najprawdopodobniej będzie zachodził w sposób stopniowy i zawierać się będzie w trzech etapach: regionalizacji, „azjatyizacji”²⁵⁷ i w końcu globalizacji. Każdy z wymienionych etapów realizować powinien inne zadania, przekształcając, tudzież poszerzając funkcje chińskiej waluty, jakie będzie pełnić na arenie międzynarodowej. Chen Yulu ocenia, że każdy z tych etapów powinien trwać około dziesięciu lat²⁵⁸.

Etap	Okres	Zadania
Regionalizacja renminbi	2010-2020	Renminbi jako waluta rozliczeń międzynarodowych
„Azjatyizacja” renminbi	2020-2030	Renminbi jako waluta inwestycji międzynarodowych
Globalizacja renminbi	2030-2040	Renminbi jako waluta globalna

Tabela 5. Trzyetapowa strategia umiędzynarodowienia yuana.
Za: Chen Y., dz. cyt., s. 169.

²⁵⁴ S. Heep, dz. cyt., s. 75.

²⁵⁵ E. Prasad, L. Ye, dz. cyt., s. 566.

²⁵⁶ Tamże.

²⁵⁷ J. Zhang, dz. cyt., s. 199.

²⁵⁸ Y. Chen, dz. cyt., s. 169.

Etap pierwszy, a więc regionalizacja chińskiej waluty, trwa już od kilku lat, a jej efekty widoczne są w coraz powszechniejszym korzystaniu z yuana jako waluty rozliczeniowej pomiędzy państwami sąsiadującymi z Chińską Republiką Ludową. Jej ogólnym celem była akceptacja renminbi przez sąsiednie państwa.

Regionalizację waluty autorzy dzielą w istocie na dwa rodzaje – determinowaną przez siły rynkowe oraz powodowaną przez zarówno rynki finansowe, jak i politykę rządu. Umiedzynarodowienie rynkowe opiera się przede wszystkim na rosnącym popycie handlowym, przejawiającym się rosnącym popytem na rozliczenia handlowe w chińskiej walucie. Umiedzynarodowienie yuana powodowane siły rynkowe oraz politykę rządu jest z kolei determinowane także przez politykę gospodarczą państwa-emitenta²⁵⁹. W tym kontekście wydaje się, że Chiny powinny nie tylko rozwijać relacje handlowe z krajami sąsiadującymi, ale również utrzymywać z nimi trwałe relacje dyplomatyczne. W ten sposób przyczynią się do wzrostu zaufania państw do własnej waluty.

Etap drugi, a więc „azjatyzcja” renminbi, ma na celu rozpowszechnienie użycia yuana w skali kontynentu. Etap ten powinien przebiegać dwutorowo.

Po pierwsze, Chiny powinny wspierać zawieranie bilateralnych porozumień z państwami azjatyckimi oraz lobbować zawiązanie strefy wolnego handlu w regionie. Na tym etapie Chiny powinny również podjąć bardziej zdecydowane kroki w celu zwiększenia swobody wymienialności renminbi, aby chińska waluta mogła służyć w całym regionie zarówno jako waluta transakcyjna, jak i waluta inwestycyjna. Kanał ten miałby służyć próbie utworzenia yuana walutą dominującą w regionie, a także uczynienia go walutą rezerwową państw azjatyckich²⁶⁰.

Po drugie, etap „azjatyzcji” renminbi miałby na celu przekształcenie renminbi w walutę o wartości zbliżonej do japońskiego jena. Według niektórych autorów, takie zadanie wymagałoby ustanowienia azjatyckiego mechanizmu, systemu walutowego, w której stopniowo zwiększałyby się wpływy chińskiego yuana²⁶¹.

Ostatni etap umiedzynarodowienia renminbi miałby ostatecznie uczynić go walutą globalną, która byłaby powszechnie używana przez resztę świata jako jedna z walut rezerwowych²⁶². Według Chena Yulu, jest to scenariusz możliwy do osiągnięcia w perspektywie najbliższych trzydziestu lat.

²⁵⁹ J. Zhang, dz. cyt., s. 199.

²⁶⁰ Tamże.

²⁶¹ J. Zhang, dz. cyt., s. 199.

²⁶² Y. Chen, dz. cyt., s. 170.

3.4 Podsumowanie

Obserwacja reform, jakim poddawany jest chiński yuan, a także jego sytuacja na rynku międzynarodowym daje podstawy przypuszczać, że proces umiędzynarodowienia renminbi już się rozpoczął. Zainicjował go w rzeczywistości ostatni kryzys gospodarczy, który zweryfikował zasady obowiązujące w obecnym światowym systemie finansowym. Trudno jest jednak ustalić faktyczny kurs umiędzynarodowienia chińskiej waluty – będzie on prawdopodobnie przedmiotem eksperymentów ze strony chińskiego rządu i instytucji finansowych. Chiny są bowiem państwem wschodzącym i historia nie odnotowała do tej pory przypadku waluty globalnej, która wywodziłaby się z państwa o ograniczonym statusie gospodarczym.

Chiny są pod tym względem jednak wyjątkowe – promują globalizację rodzimej waluty również za pośrednictwem bodźców niezwiązanych z ekonomiczną atrakcyjnością renminbi. Lobują więc umiędzynarodowienie waluty negocjowanej, to znaczy oferują wsparcie finansowe, militarne oraz polityczne innym państwom, w zamian za co te pogłębiają zaufanie pokładane w renminbi²⁶³. Chiny jawią się w obecnym świecie finansowym jako przeciwwaga dla hegemonii Stanów Zjednoczonych, co może okazać się silną kartą przetargową w pozyskiwaniu przychylności innych państw i wybieraniu przez nich renminbi jako waluty rozliczeniowej i rezerwowej.

²⁶³ S. Heep, dz. cyt., s. 74.

ZAKOŃCZENIE

Rola renminbi na arenie międzynarodowej jeszcze do niedawna wydawała się rosnać w tempie nieproporcjonalnym do bardzo dynamicznego wzrostu gospodarki Państwa Środka. Ujawniały to częściowo tylko skuteczne reformy systemu finansowego, który pozostawał w tyle wprowadzanych reform gospodarczych. Chiński system finansowy pozostaje płytki i zdominowany przez nastroje partyjne, a największą rolę odgrywają w nim wielkie banki. Państwo kontroluje kształt systemu poprzez mianowanie zaufanych osób na najwyższe stanowiska w sektorze bankowym i instytucjach nadzoru finansowego. Państwo jest również większościowym właścicielem największych chińskich instytucji finansowych. Samą walutę, renminbi, chiński rząd traktuje natomiast jako jedno z narzędzi polityki władzy centralnej, dlatego nie decyduje się na pełną jej wymienialność.

Taka sytuacja prowadzi do licznych spekulacji na temat realnej wartości renminbi. Trwają spory o to, czy chińska waluta jest niedowartościowana i jeśli tak, to w jakim stopniu. Bezpieczne wydaje się stwierdzenie, że do roku 2014 yuan był niedowartościowany, a jego aprecjacja względem dolara amerykańskiego była stabilna i pozbawiona znacznych fluktuacji. Od kilkunastu miesięcy widoczny jest jednak wyraźny trend dewaluacyjny. Pojawiają się również głosy, że chińska waluta tym razem jest przewartościowana.

Sytuacja, w której państwo pełni dominującą rolę w procesie podejmowania decyzji związanych z kursem walutowym rodzimej waluty oraz w której istnieje niepewność co do realnej jej wartości, znajduje swoje odzwierciedlenie w relatywnie niskiej pozycji chińskiej waluty na arenie międzynarodowej. Międzynarodowa opinia publiczna traktuje bowiem kurs walutowy oparty na decyzjach partyjnych nieufnie, a także niechętnie przyjmuje wartości hołubione przez kulturę obcego kręgu cywilizacyjnego.

Jednakże światowy kryzys finansowy z 2008 roku otworzył chińskiej walucie drzwi na rynek międzynarodowy. Coraz częściej w środowiskach akademickich, ekonomicznych i politycznych podejmowany jest problem zmiany międzynarodowego systemu finansowego, który pozbawiłby amerykańskiego dolara hegemonii w światowych finansach na rzecz systemu multilateralnego, w którym harmonijnie koegzystowałyby obok siebie waluty innych państw.

W budowie światowego systemu finansowego Chiny dostrzegają swoją szansę. W październiku 2013 roku prezydent Chińskiej Republiki Ludowej, Xi Jinping (*Xī Jīnpíng*, 习近平) oraz premier Li Keqiang (*Lǐ Kèqiáng*, 李克强) ogłosili chęć stworzenia międzynarodowej instytucji finansowej, wielostronnego banku rozwoju, który – choć na chwilę obecną wydaje się to jeszcze twierdzenie na wyrost – według niektórych mediów

można traktować jako alternatywę Banku Światowego²⁶⁴. W efekcie w październiku 2014 roku powstał Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (AIIB) z siedzibą w Pekinie, łączący 22 państw azjatyckich, które podpisały *Memorandum of Understanding*²⁶⁵. Jest to instytucja realizująca w zasadzie trzy cele chińskiego rządu – propaguje renminbi jako waluty światowej, tworzy przeciwwagę dla amerykańskiego hegemonu w regionie oraz rozwija chińską *soft power* na arenie międzynarodowej. Wydaje się, że Chiny odniosły sukces, zyskując poparcie również państw nieazjatyckich, w tym Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec i Włoch²⁶⁶. Państwo Środka budowę nowego ładu w świecie globalnych finansów wzięło w swoje ręce. Chiński rząd aktywnie przekonuje świat, że jest partnerem, który może dorównywać, a nawet rywalizować, z największymi potęgami finansowymi na świecie.

W ciągu najbliższych dekad najprawdopodobniej wykrystalizuje się nowy układ sił na scenie światowych finansów. Aspiracją chińskiej władzy centralnej jest umiejscowić swoje państwo w ścisłej czołówce krajów o największym znaczeniu dla światowej gospodarki. Ich zadaniem jest uczynić yuana walutą międzynarodową o zasięgu regionalnym, a z czasem – uczynić renminbi powszechnie przyjętą walutą rezerwową. Będzie to długi proces, wymagający wzmoczonego wysiłku i odpowiedniego nastawienia każdej następnej elity na najwyższych szczeblach władzy. Jednak sukcesywne i stopniowe podążanie do celu wpisane jest w kulturę Państwa Środka. Istnieje w Chinach powiedzenie: „Otóż uczeni [urzędnicy] muszą być wytrwali. Ich obowiązki są ciężkie, a droga daleka” (*shì, bù kěyǐ bù hóngyì, rèn zhòng ér dào yuǎn*, 士，不可以不弘毅，任重而道远). Chiński rząd najprawdopodobniej będzie więc wytrwale dążył do tego, by renminbi wreszcie w pełni odzwierciedlało wzmacniającą się rolę Chin w światowej gospodarce i stanowiło kluczowy element w nowym, wielobiegunowym świecie.

²⁶⁴T. Branigan, *Support for China-led development bank grows despite US opposition* [online], The Guardian, 14.03.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.theguardian.com/world/2015/mar/13/support-china-led-development-bank-grows-despite-us-opposition-australia-uk-new-zealand-asia#img-1>.

²⁶⁵ Strona AIIB: <http://www.aiibank.org/html/aboutus/AIIB/>.

²⁶⁶ *The infrastructure gap: Development finance helps China win friends and influence American allied* [online], The Economist, 19.03.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.economist.com/news/asia/21646740-development-finance-helps-china-win-friends-and-influence-american-allies-infrastructure-gap>.

SPIS TABEL I RYSUNKÓW

Rysunek 1. Struktura chińskiego systemu finansowego w porównaniu do innych państw w 2009 roku.	12
Rysunek 2. Struktura własności w wybranych sektorach bankowych w 2005 roku.	26
Rysunek 3. Relacja agregatu M2 do PKB w latach 2000-2012.....	28
Rysunek 4. Reforma kursów wymiany renminbi w latach 2005-2012.....	35
Rysunek 5. Kurs wymiany RMB/USD w latach 2010-2015	37
Rysunek 6. Poziom inflacji w Chinach w latach 1994-2015.....	51
Rysunek 7. Wartość importu i eksportu Chin w 100 mln USD w latach 2001-2013	53
Rysunek 8. Roczny wzrost PKB na świecie i w Chinach w latach 2005-2013.	53
Tabela 1. Porównanie udziału poszczególnych rodzajów banków w sektorze bankowym w Chinach ogółem. ...	16
Tabela 2. Wartość księgowa kredytów w sytuacji nieregularnej w Chinach w latach 1994-2005.....	17
Tabela 3. Docelowe i rzeczywiste wartości agregatu M2 w Chinach w latach 1998-2007.....	30
Tabela 4. Funkcje waluty międzynarodowej.	43
Tabela 5. Trzyetapowa strategia umiędzynarodowienia yuana.	56

BIBLIOGRAFIA

2012 China Enterprise Survey [online], World Bank 2012 [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.enterprisesurveys.org/~media/GIAWB/EnterpriseSurveys/Documents/CountryHighlights/China-2012.pdf>.

A small step forward, China's central bank has liberalised lending rates. Does it matter? [online], The Economist 25 lipca 2013, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21582290-chinas-central-bank-has-liberalised-lending-rates-does-it-matter-small-step>.

Barth J., Tatom J.A., Yago G., *China's Emerging Financial Markets: Challenges and Opportunities*, Springer 2009.

Bolesta A., *Chiny w okresie transformacji*, Wydawnictwo Akademickie Dialog, Warszawa 2006.

Bottelier P., *International monetary reform and the future of the renminbi* [online], The Jamestown Foundation, China Brief Volume: 9 Issue: 11, 27.05.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: [http://www.jamestown.org/single/?no_cache=1&tx_ttnews\[tt_news\]=35039#.VUe1g_D9xOY](http://www.jamestown.org/single/?no_cache=1&tx_ttnews[tt_news]=35039#.VUe1g_D9xOY).

Branigan T., *Support for China-led development bank grows despite US opposition* [online], The Guardian, 14.03.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.theguardian.com/world/2015/mar/13/support-china-led-development-bank-grows-despite-us-opposition-australia-uk-new-zealand-asia#img-1>.

Central Intelligence Agency, *The World Factbook: World*, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/xx.html>.

Chen Y., *Chińska waluta a świat*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2012.

China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society, International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank and the Development Research Center of the State Council, P. R. China, Washington 2013.

China 360. The Renminbi Goes Global? [online], KPMG Global China Practice, December 2012, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Newsletters/China-360/Documents/China-360-Issue4-201212-Renminbi-goes-global.pdf>.

China Statistical Yearbook 2014 [online], National Bureau of Statistics of China, [dostęp 22 maja 2014], dostępny w Internecie: <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm>.

Circular of the People's Bank of China on Issues Concerning Management of the Trading Rates in the Interbank Foreign Exchange Market and the Exchange Rates Posted by Banks [online], SAFE, 6.08.2014, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.safe.gov.cn/wps/portal/!ut/p/c4/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3gPZxdnX293QwN_f0tXA08zR9PgYGd3Yx8fE_2CbEdFAM9sw9Y!?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/safe_web_store/state+administration+of+foreign+exchange/rules+and+regulations/126b7a00450008779a739bf683a4b761.

Cohen B., *Money and Power in World Politics* [online], [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/moneypower.html>.

Currency Peace. Devaluing the yuan would do China more harm than good [online], The Economist, 21.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21644205-devaluing-yuan-would-do-china-more-harm-good-currency-peace?fsrc=rss>.

Elliot D. J., Yan K., *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*, Washington, John L. Thornton China Center Monograph Series, No. 6, 2013.

Global 500 2014 [online], Fortune, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://fortune.com/global500/>.

M. Goldstein, *Renminbi Controversies*, [W:] *Cato Journal*, Vol. 26, No. 2 (Spring/Summer 2006), Cato Institute, 2006, s. 251 – 266.

Hall T., *Controlling for Risk: An Analysis of China's System of Foreign Exchange and Exchange Rate Management* [W:] 17 Colum. J. Asian L. 433 2003-2004, pp. 434-481.

Heep S., *China in Global Finance: Domestic Financial Repression and International Financial Power*, Springer, Freiburg 2014.

Helleiner E., *Political Determinants of International Currencies*, Routledge 2008, pp. 354-378.

Hess P., *China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State*, [W:] F. Rövekamp and H. G. Hilpert (eds.), *Currency Cooperation in East Asia, Financial and Monetary Policy Studies*, 38, Springer International Publishing, Switzerland 2014.

Horesh N., *The People's or the World's: RMB Internationalisation in Longer Historic Perspective*, Hindawi Publishing Corporation, Economics Research International, Volume 2011.

How long before China's Renminbi becomes fully convertible [online], Forbes, [dostęp 10 kwietnia 2015], dostępny w Internecie: <http://www.forbes.com/sites/rogeraitken/2014/07/30/how-long-before-chinas-renminbi-becomes-fully-convertible/>.

Huang Y., Lynch C., *Does Internationalizing the RMB Makes Sense for China?*, 33 Cato J. 571 2013, pp. 571-585.

Johnson R., *China* [W:] *Currencies After the Crash: The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*, edited by Sara Eisen, The McGraw-Hill Companies, United States of America 2013, pp. 219-240.

Tanaka K., Molnar M., *What Is Different about Informal Finance? Financing of Private Firms in China*, [W:] *Revue économique*, Vol. 59, No. 6, Finance, institutions et croissance dans les économies émergentes (Nov., 2008), pp. 1131-1143.

Kroeber A., *China's Accelerating Financial Reform* [online], *Financial Times*, 24.06.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8fe40a72-6056-11de-a09b-00144feabdc0.html#axzz1v8osjof8>

Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China [online], China Internet Information Center, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.china.org.cn/business/laws_regulations/2007-06/22/content_1214826.htm.

Marszk A., *The Transformation of Chinese Stock Market between 1990 and 2012*, [W:] *International Business and Global Economy*, 33/2014, s. 340-351.

Maidment P., *China Announces Massive Stimulus Package* [online], Forbes, 11.09.2008, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://web.archive.org/web/20081112053515/http://www.forbes.com/business/2008/11/09/china-stimulus-economy-biz-cx_pm_1109notes.html

McGee P., *China's renminbi Falls to 28-month low* [online], *Financial Times*, 27.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4320050a-be43-11e4-8036-00144feab7de.html>.

Międzynarodowa rola euro III [online], Narodowy Bank Polski, Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE), lipiec 2011, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: https://www.nbp.pl/publikacje/o_euro/euro_III.pdf.

Minikin R., Lau K., *The Offshore Renminbi: The Rise of the Chinese Currency and Its Global Future* [online], Wiley, Singapore 2013, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=d54dd80efb7af342f9c3f9c2e5fdcc8f>.

Neftci S. N., Menager-Xu M.Y., *China's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*, Elsevier Academic Press, United States of America 2007.

Noble J., *Renminbi settles into reverse gear* [online], *Financial Times*, 11.03.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cde43d36-c79f-11e4-9e34-00144feab7de.html>.

Owsiak S., *Bank Centralny*, [W:] *Bankowość*, pod red. Małgorzaty Zaleskiej, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 13-35.

Peng W., Shu C., *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for the Renminbi*, Palgrave Macmillan, Great Britain 2010.

Prasad E., Ye L., *The Renminbi's Prospects as a Global Reserve Currency*, 33 Cato J. 563 2013, pp. 563-570.

Property, manufacturing woes help trim China's shadow banking [online] Reuters, 23.11.2014, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.cnbc.com/id/102211065>

Public Announcement of the People's Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime [online], The People's Bank of China, 21.07.2005, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2001/20014/20014_.html.

Rabinovitch S., *China draws up new rules to curb shadow banking risks* [online], *Financial Times*, 6.01.2014, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cbfc9e1a-76a0-11e3-a253-00144feabdc0.html#axzz3TqGqsU4u>.

Rabinovitch S., Falloon M., *China demands currency reform at G8, Britain skeptical* [online], Reuters, 9.07.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://in.reuters.com/article/2009/07/09/us-china-economy-currencies-idUSTRE56840F20090709>.

Risvas A., *Guest post: how the China carry trade could unwind* [online], Financial Times, 9.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2015/02/09/guest-post-how-the-china-carry-trade-could-unwind/>.

Shih V., *Dealing with Non-Performing Loans: Political Constraints and Financial Policies in China*, The China Quarterly, No. 180 (Dec., 2004), Cambridge University Press, pp. 922-944.

Shilling G., *The Dollar Will Remain on First [W:] Currencies After the Crash: The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*, edited by Sara Eisen, The McGraw-Hill Companies, United States of America 2013, pp. 1-72.

Singh A., N'Diaye P., *Rebalancing Growth in China: The Role of the Yuan in the Policy Package [W:] Currencies After the Crash: The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*, edited by Sara Eisen, The McGraw-Hill Companies, United States of America 2013, pp. 161-186.

Strange S., *Sterling and British policy: A political study of an international currency in decline*, Oxford University Press 1971.

The infrastructure gap: Development finance helps China win friends and influence American allied [online], The Economist, 19.03.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.economist.com/news/asia/21646740-development-finance-helps-china-win-friends-and-influence-american-allies-infrastructure-gap>.

Tsai K. S., *Imperfect Substitutes: The Local Political Economy of Informal Finance and Microfinance in Rural China and India*, [W:] World Development, Vol. 32, No. 9, 2004, s. 1487-1507.

Walter A., *Domestic Sources of International Monetary Leadership [W:] International Monetary Power*, David M. Andrews, ed., Cornell University Press 2006, pp. 51-71.

Walter C.E., Howie F. J. T., *Red Capitalism, The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, John Wiley & Sons, Singapore 2012.

Wei L., *China's Central Bank Cuts Interest Rates* [online], The Wall Street Journal, 28.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.wsj.com/articles/china-pboc-central-bank-cuts-benchmark-lending-deposit-rates-1425121038>.

What are A shares, B shares, H Shares? [online], China Daily, 17.03.2006, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2006-03/17/content_543430.htm.

Wildau G., *Chinese monetary Policy undergoes big shift* [online], Financial Times, 11.02.2015, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/baee0b5c-b1b1-11e4-8396-00144feab7de.html>.

Wu J., Fan S., *China's economic reform: processes, issues, and prospects (1978-2012) [W:] Routledge Handbook of the Chinese Economy*, Routledge, edited by Gregory C. Chow and Dwight H. Perkins, New York 2015, pp. 55-75.

Yu Y., *Macroeconomic management of the Chinese economy since the 1990s [W:] Routledge Handbook of the Chinese Economy*, Routledge, edited by Gregory C. Chow and Dwight H. Perkins, New York 2015, pp. 138-156.

Yu Y., *Revisiting the Internationalization of the Yuan*, ADBI Working Paper Series, No. 366, July 2012.

Zhang J., *Internationalization of the Renminbi*, tom 1, Enrich Professional Publishing, Hong Kong 2011.

Zhang P.G., *Chinese yuan (Renminbi): Derivative Products*, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Singapore 2004.

Zhou X., *Reform the international monetary system* [online], 23.03.2009, [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.

Oświadczenie Ludowego Banku Chin o bankach komercyjnych [online] 10.05.1995 [dostęp 22 maja 2015], dostępny w Internecie: http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengwugongkai/501/1809/18098/18098_.html.

Oświadczenie Ministerstwa Finansów na temat nielegalnych usług finansowych [online], 24.12.2012, [dostęp 22 maja 2015], dostępne w Internecie: http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengceguizhang/201212/t20121231_723354.html.

Oświadczenie Rady Państwa z 25 marca 2005 roku [online], [dostęp 22 maja 2015], dostępne w Internecie:
http://www.gov.cn/ldhd/2009-03/25/content_1268570.html

AIIB: <http://www.aiibank.org/html/>.

Bank for International Settlements: www.bis.org.

Bank Światowy: <http://www.worldbank.org/>.

Inflation.eu, Worldwide Inflation Data: <http://www.inflation.eu/>.

Trading Economics: <http://www.tradingeconomics.com/>.

SAFE: www.safe.gov.cn.

XE Currency Authority: <http://www.xe.com/>.

STRESZCZENIE

Sukces Chin na arenie międzynarodowej przypisać można m.in. manipulacji kursem renminbi. Jednakże problemy w sferach tempa wzrostu gospodarczego, jak również malejącej nadwyżki bilansu płatniczego stawiają chiński rząd przed koniecznością redefiniowania polityki walutowej. Niniejsza praca, motywowana wyżej wymienionymi procesami, ma na celu odpowiedź na pytanie o przyszłość yuana, a także ustalenie kierunku polityki rządu centralnego wobec kursu renminbi. Opisane zostaną zmiany w polityce rządu i banku centralnego od 2005 roku. Niniejsza analiza składa się z trzech rozdziałów. Pierwszy dotyczy systemu finansowego ChRL. Zawierają się w nim opis reform systemu finansowego od końca lat 70-tych XX wieku, oraz przedstawienie sektora bankowego wraz z *shadow banking*. Drugi traktuje o roli renminbi na rynku wewnętrznym i międzynarodowym. Przedstawia ewolucję chińskiej polityki monetarnej oraz kursu yuana. Rozdział trzeci stanowi omówienie perspektyw renminbi jako waluty międzynarodowej.