

Narodowy Bank Polski

Departament Integracji ze Strefą Euro (DISE)

**Raport na temat
zjawisk zachodzących
w Międzynarodowym Systemie Walutowym
(MSW)**

Grudzień 2010

Spis treści

Cele i struktura dokumentu	3
Rozdział I Kryzys a przemiany w międzynarodowym systemie walutowym	5
1.1. Przyczyny i perspektywy przemian w MSW	5
1.1.1. Słabości systemu z kluczową rolą dolara amerykańskiego	5
1.1.2. Problemy euro jako drugiej waluty MSW	7
1.1.3. System dwubiegunowy i wielowalutowy	12
1.1.4. Perspektywy rozwoju SDR	13
1.2. Czynniki wpływające na kursy walutowe i stabilność systemu	15
1.2.1. Eskalacja napięć w systemie walutowym	15
1.2.2. Kurs walutowy jako instrument ochrony rynku wewnętrznego?	17
1.2.3. Determinanty zmian kursów walut w kryzysie	22
Podsumowanie	33
Rozdział II Perspektywy wzrostu znaczenia renminbi jako waluty międzynarodowej.....	36
2.1. Czynniki sprzyjające umiędzynarodowieniu renminbi	36
2.1.1. Wzrost znaczenia gospodarki Chin	36
2.1.2. Charakterystyka i komponenty wzrostu gospodarczego	39
2.1.3. Integracja inwestycyjna i handlowa ze światem.....	45
2.2. Czynniki zmniejszające szanse na szybkie umiędzynarodowienie waluty	56
2.2.1. Sektor finansowy: rozwój i regulacje	56
2.2.2. Znaczenie renminbi w globalnych obrotach rynków walutowych	69
2.2.3. Słabości chińskiego modelu wzrostu gospodarczego	72
Podsumowanie	77
Zakończenie i wnioski	79
Bibliografia	84

Cele i struktura dokumentu

Głównym celem opracowania jest przedstawienie najważniejszych zjawisk zachodzących w międzynarodowym systemie walutowym (MSW), ze szczególnym uwzględnieniem zdarzeń, które miały miejsce w 2010 r. oraz próba sformułowania potencjalnych scenariuszy przemian w kolejnych latach. Dokument składa się z dwóch rozdziałów.

W części wprowadzającej do pierwszego rozdziału przedstawiono potencjalne scenariusze przemian w międzynarodowym systemie walutowym w następstwie kryzysu, który wyeksponował słabe strony systemu zdominowanego przez jedną walutę. Ocenie poddano możliwości funkcjonowania systemu dwuwalutowego opartego na parze dolar–euro, systemu wielowalutowego, a także zdolność SDR do przejęcia funkcji waluty międzynarodowej. Pierwszą część dokumentu kończy relacja z dyskusji na temat niedowartościowania chińskiej waluty i jego wpływu na gospodarkę światową.

Wnioski wypływające z tej części rozdziału sugerują, że **w krótkim okresie należy oczekiwać utrzymania w MSW *status quo* z dolarem amerykańskim i euro w roli głównych walut. Jednak w konsekwencji kryzysu, w średnim i długim okresie system walutowy może ewoluować w kierunku modelu wielowalutowego. Wynika to zarówno z ryzyka systemowego, związanego z dominacją jednej waluty, jak i ze wzrostu znaczenia krajów rozwijających się. Historia gospodarcza pokazuje jednak, że zmiana statusu jednostki pieniężnej w systemie walutowym to proces charakteryzujący się dużą inercją, wobec czego w krótkiej perspektywie nie należy oczekiwać istotnych zmian.**

W drugiej części pierwszego rozdziału opisano główne czynniki eskalacji napięć w MSW w okresie kryzysu. Ponadto, przedstawiono zmianę zakresu wykorzystywanych instrumentów polityki makroekonomicznej, ze szczególnym uwzględnieniem polityki kursu walutowego. Następnie zaprezentowano najważniejsze czynniki decydujące o sytuacji na globalnych rynkach walutowych w analizowanym okresie.

Teza sformułowana na podstawie obserwacji wynikających z drugiej części rozdziału sugeruje, że **wojny walutowe, przejawiające się dumpingiem kursowym (*currency depreciation*) bądź działaniami chroniącymi przed nadmierną i nieuzasadnioną aprecjacją (*competitive non-appreciation*), to z jednej strony element walki o wzrost gospodarczy, a z drugiej instrument ochrony rynku wewnętrznego. Intensywność działań interwencyjnych w zakresie polityki makroekonomicznej może przybierać na sile w przypadku pojawienia się trudności z pobudzeniem wzrostu gospodarek wysoko rozwiniętych i utrzymaniem napływu kapitału do gospodarek rozwijających się.**

W drugim rozdziale ocenie poddano zdolność Chin do wykreowania waluty regionalnej, a następnie globalnej. Dynamicznie rosnąca rola Państwa Środka w gospodarce światowej¹ stanowi silny argument na rzecz internacjonalizacji chińskiej waluty. Próbę oceny gotowości Chin do kreacji waluty międzynarodowej podjęto, analizując standardowy zestaw wymogów stawianych walutom aspirującym do tej rangi, tj. udział w światowym PKB i handlu, stopień rozwoju rynków finansowych oraz stabilność i wiarygodność międzynarodową.

Teza sformułowana na podstawie analiz zaprezentowanych w rozdziale drugim sugeruje, że **Chiny mimo ogromnego potencjału ekonomicznego będą prowadzić ostrożną politykę umiędzynarodowienia swojej waluty – tak, by nie zaszkodziło to stabilności rozwoju gospodarczego tego państwa.** Niezależnie od intensyfikacji w 2010 r. działań władz chińskich na rzecz zwiększenia wykorzystania renminbi w operacjach trans granicznych, rynek finansowy wciąż charakteryzuje się niskim stopniem rozwoju i małą otwartością, co stanowi najważniejszą barierę w umiędzynarodowieniu waluty.

¹ Chiny miały 12,5% udziału w światowym PKB w 2009 r. oraz odpowiednio 8,8% i 11,3% udziału w światowym handlu i produkcji światowej w 2008 r. (IMF WEO, 2010; OECD, 2010).

Rozdział I

Kryzys a przemiany w międzynarodowym systemie walutowym

1.1. Przyczyny i perspektywy przemian w MSW

1.1.1. Słabości systemu z kluczową rolą dolara amerykańskiego

Kryzys finansowy, który wybuchł w 2007 r., uwydatnił wady systemu opartego na dominującej roli waluty jednego państwa. Stany Zjednoczone, emitujące główną walutę MSW, stoją wobec wyboru między zaspokojeniem światowego zapotrzebowania na rezerwy walutowe a zachowaniem równowagi zewnętrznej i wewnętrznej. Problem ten, określany mianem dylematu Triffina oznacza, że kraj, który chce wykreować walutę międzynarodową, jest skazany na deficyt obrotów bieżących. Utrzymując dług wobec reszty świata, zapewnia płynność międzynarodowym rynkom finansowym oraz gospodarce realnej. Brak deficytu na rachunku obrotów bieżących może prowadzić do małej podaży pieniądza międzynarodowego i rodzić ryzyko deflacji. W przypadku utrzymania systemu opartego na jednej walucie, prawdopodobnie każdy kraj, którego waluta zastąpi dolara amerykańskiego, będzie musiał zmierzyć się z powyższym problemem potęgującym narastanie globalnych nierównowag.

Dolar amerykański utrzymuje swoją dominującą pozycję od czasów systemu z Bretton Woods. Stany Zjednoczone, które notowały wówczas deficyty bilansu płatniczego, zapewniały światową płynność i gwarantowały absorpcję eksportu reszty świata. Japonia i kraje Europy Zachodniej na skutek niedowartościowania swoich walut akumulowały wówczas znaczne ilości rezerw nominowanych w dolarach. Mimo upadku modelu dolarowo-złotego na początku lat 70., siła gospodarki amerykańskiej oraz efekty sieci, wynikające z powszechnego zastosowania dolara w światowym systemie gospodarczym, sprzyjały utrzymaniu jego dominującej pozycji. Status dolara jako pieniądza międzynarodowego, tworzącego nieformalny system Bretton Woods II, funkcjonujący analogicznie do Bretton Woods z lat 50. i 60., przyczynił się również do powstania globalnych nierównowag. W tzw. nowym Bretton Woods rozwijające się gospodarki Azji, w tym głównie Chiny, osiągają korzyści z niedowartościowania swoich walut i akumulują rezerwy dolarowe od przełomu XX i XXI w. (Dooley, Folkerts-Landau Garber, 2009).

Jak zauważa Fratzscher (Fratzscher, 2009), przed kryzysem powszechne oczekiwania uczestników rynków finansowych i życia gospodarczego wskazywały deprecjację dolara amerykańskiego jako jeden z czynników, który pozwoli przywrócić równowagę w międzynarodowym

systemie gospodarczym. Paradoksalnie, ku zaskoczeniu rynków i obserwatorów zjawisk ekonomicznych, wejście w najbardziej dotkliwą fazę zawirowań na rynkach finansowych (od połowy 2008 r.) przyczyniło się do aprecjacji dolara wobec niemal wszystkich walut międzynarodowego systemu finansowego. Należy to wiązać z nadzwyczajnym wzrostem awersji do ryzyka oraz ucieczką do aktywów o wysokiej wiarygodności i płynności (*flight to quality, flight to liquidity*). Zamrożenie globalnego rynku międzybankowego na skutek fali bankructw instytucji finansowych i gwałtownej utraty wzajemnego zaufania uczestników rynku wymiany pieniądza, zwiększyło z jednej strony presję na utrzymanie płynności, a z drugiej poszukiwanie aktywów o tradycyjnie dużej wiarygodności (Elsake, 2009).

Pomimo jednak, że dolar amerykański pokazał swoją siłę we wstępnej fazie kryzysu, stając się najważniejszym aktywem *safe haven*², jego zdolność do utrzymania statusu głównej waluty międzynarodowej może być ograniczona za sprawą kilku czynników.

Po pierwsze, w okresie przed kryzysem w USA zakumulowano ogromne zadłużenie w sektorze prywatnym, a w następstwie kryzysu również w sektorze publicznym. Obecny w systemie finansowym proces delewarowania oraz równoważenia bilansów gospodarstw domowych poprzez wzrost stopy oszczędności, stanowi najważniejszą barierę zwiększenia konsumpcji prywatnej, tradycyjnie kluczowego czynnika wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Deficyt sektora publicznego wzrósł z 9,9% PKB w 2009 r. do 10,6% PKB w 2010 r. (1,56 bln USD). W konsekwencji dług Stanów Zjednoczonych wzrósł z 84% PKB w 2009 r. do ponad 102% PKB w 2012 r. i 115% PKB w 2015 r. (IMF, 2010b), zwiększając zagrożenie wypychania sektora prywatnego z rynku kredytowego na skutek możliwego wzrostu stóp procentowych.

Po drugie, osłabienie dolara, które może prowadzić do zmniejszenia jego dominującej pozycji w MSW, jest pochodną działań antykryzysowych Rezerwy Federalnej, która dąży do rozluźnienia warunków kredytowania³. Podstawowe stopy procentowe obniżono z poziomu nieco ponad 5% w

² Pojęcie aktywów typu *safe haven* obejmuje instrumenty o niskim ryzyku i wysokiej płynności, np. niemieckie 10-letnie obligacje rządowe nabywane przez nierezydentów podczas kryzysu rosyjskiego. *Safe haven* można również definiować jako aktywa zabezpieczające (*hedge assets*), czyli takie, z których zysk jest niezwiązany (lub negatywnie związany) z zyskiem z portfela referencyjnego. Według bardziej restrykcyjnej wersji definicji, aktywa typu *safe haven* przynoszą zyski, podczas gdy portfel referencyjny odnotowuje znaczące straty (por. McCauley, McGuire, 2009, s. 86)

³ W ramach niekonwencjonalnych działań polityki pieniężnej wyróżnia się *credit easing* oraz *quantitative easing*. Działania *credit easing* w odróżnieniu od *quantitative easing* nie koncentrują się na ilości rezerw wygenerowanych wskutek działań polityki pieniężnej, lecz na kompozycji aktywów składających się na sumę bilansową banku centralnego. *Credit easing* obejmuje działania w postaci rozluźnienia warunków kredytowania, które jest osiąganym przez zamianę jednych klas aktywów utrzymywanych przez bank centralny na inne. *Quantitative easing* jest pojęciem szerszym niż *credit easing*. Bank centralny może angażować się w *credit easing* bez *quantitative easing*, natomiast odwrotna sytuacja jest praktycznie niemożliwa. W przypadku *quantitative easing* podstawą jest zwiększenie pasywnej strony bilansu banku centralnego, a zmiany kompozycji strony aktywnej (w tym portfela papierów) pojawiają się jako efekt uboczny, a jedynym ich celem

drugiej połowie 2007 r. do 2% w rok później, a następnie do przedziału 0 - 0,25% w grudniu 2008 r. Oprócz pakietu uruchomionego w marcu 2009 r. (w wysokości 1,7 bln USD) po posiedzeniu FED 4 listopada 2010 r. poinformowano o kolejnej rundzie luzowania ilościowego, o wartości 600 mld USD. Działania te sygnalizują, że poziom wzrostu cen uznawany był za zbyt niski, a wyższa inflacja powinna się przyczynić do pobudzenia koniunktury i zmniejszenia realnej wartości długu publicznego i prywatnego, tym samym rozwiązując problemy amerykańskiej gospodarki kosztem kredytodawców.

Po trzecie, nadzwyczajne działania w polityce pieniężnej i fiskalnej okazały się jak dotąd mało skuteczne. Krótkookresowe prognozy makroekonomiczne są umiarkowanie pozytywne – perspektywy wzrostu na lata 2011-2012 pozostają niepewne, nie zmniejsza się również bezrobocie, utrzymujące się na wysokim poziomie około 10%. Presja inflacyjna pozostaje „zbyt słaba” w stosunku do oczekiwań FED. Trudności w odbudowie wzrostu mogą pogłębić spadek znaczenia gospodarki amerykańskiej, który trwa od 1999 r. Wówczas jej udział w światowym PKB wynosił około 24% i zmniejszył się w 2009 r. do około 20%.

Powyższe czynniki mogą sugerować „nadreprezentację” dolara amerykańskiego w MSW i stanowić argumenty na rzecz zmniejszenia jego roli. Obecny zakres zastosowania USD jako pieniądza międzynarodowego nie odzwierciedla bowiem realnej siły i roli gospodarki USA, a w większym stopniu wynika z efektów sieci i inercji oraz rozwoju rynków finansowych. Dotychczas jednak czynniki te były wystarczające dla utrzymania statusu waluty numer jeden w systemie.

1.1.2. Problemy euro jako drugiej waluty MSW

Z punktu widzenia funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego utworzenie w 1999 r. nowej waluty – euro, stworzyło szansę na zmniejszenie dominacji dolara. Pod wspólnym parasolem euro nastąpiła unifikacja tak ważnych walut jak marka niemiecka, frank francuski czy gulden holenderski.

Mimo to, przez pierwsze dwa lata swojego istnienia euro traciło na wartości względem dolara na skutek dobrej kondycji gospodarki amerykańskiej i początkowo małego zaufania do nowej waluty. Po skoordynowanej interwencji głównych banków centralnych w obronie euro w 2001 r., atakach terrorystycznych z 11 września tegoż roku oraz wprowadzeniu (do obiegu) euro w postaci gotówkowej od 2002 r., wzrosło zaufanie do wspólnej waluty, co rozpoczęło ponad sześcioletni trend aprecjacyjny względem dolara. Czynniki te pozwoliły euro stosunkowo szybko zyskać pozycję drugiej waluty międzynarodowej, przyczyniając się m.in. do:

jest umożliwienie przeprowadzenia operacji zwiększenia wolnych rezerw systemu finansowego. (Pytlarczyk, Mazurek, 2010, 9-10).

- **Utworzenia drugiej (po USA) pod względem absolutnej wartości wytworzonego PKB strefy walutowej.** Jednocześnie strefa euro, wraz z sąsiadującymi i silnie powiązаныmi gospodarczo krajami UE 27 wytwarza największą na świecie część PKB, a sama unia walutowa jest największym eksporterem świata.
- **Integracji rynków finansowych i dywersyfikacji źródeł pozyskania i lokowania kapitału.** W czwartym kwartale 2009 r. euro jako waluta, w której nominowane są międzynarodowe papiery dłużne, miało 31,4% udziału w rynku światowym wg wąskiej miary⁴ i 29,8% udział wg globalnej miary. Warto również wspomnieć, że pod względem całkowitej wielkości emisji prywatnych papierów dłużnych euro jest najważniejszą walutą systemu międzynarodowego.
- **Dywersyfikacji światowych rezerw walutowych.** W ciągu 10 lat funkcjonowania euro uzyskało ponad 26-procentowy udział w światowych rezerwach walutowych⁵ oraz stworzyło możliwość alternatywnego wyboru stabilizacyjnej kotwicy nominalnej dla wielu gospodarek.
- **Stabilizacji globalnego systemu walutowego.** W trakcie kryzysu finansowego 2007/2009 dostęp do drugiej waluty o międzynarodowym zasięgu pozwolił na zmniejszenie ryzyka w transakcjach międzynarodowych. Oceniając zawirowania ze wstępnej fazy kryzysu (do maja 2008 r.), Knight (2008) wskazuje, że kryzys finansowy byłby prawdopodobnie bardziej dotkliwy dla krajów strefy euro, jak i dla świata, gdyby nie waluta euro.

Mimo że z punktu widzenia międzynarodowego systemu walutowego utworzenie nowej waluty okazało się jak dotąd udanym eksperymentem, kryzys ujawnił słabości instytucjonalne funkcjonowania obszaru wspólnej waluty.

Przed wszystkim zarówno przed powstaniem strefy euro, jak i w trakcie jej funkcjonowania szeroko dyskutowano na temat adekwatności wspólnej polityki pieniężnej wobec różnorodnych organizmów gospodarczych (*one size fits all*). Różny poziom rozwoju gospodarczego, brak trwałości spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej oraz odmiennosc struktur gospodarczych krajów strefy

⁴ Według definicji EBC (2007) emisje międzynarodowych papierów dłużnych można mierzyć za pomocą następujących miar:

- **wąska miara** obejmuje emisje w walucie innej niż waluta kraju emitenta (rezydenta), czyli przykładowo obligacje nominowane w jenie emitowane przez podmioty niebędące rezydentami Japonii - np. amerykańskie przedsiębiorstwa. Miara ta pozwala w jednoznaczny sposób zidentyfikować skalę wykorzystania danej waluty na rynkach międzynarodowych,
- **szeroka miara** obejmuje miarę wąską oraz emisje papierów dłużnych w walucie kraju rezydenta przeznaczone na rynek zagraniczny (np. obligacje emitowane przez rezydentów Japonii nominowane w jenie przeznaczone na rynek amerykański),
- **globalna miara** obejmuje całkowitą emisję papierów dłużnych w danej walucie, czyli miarę szeroką wraz z emisjami papierów dłużnych w walucie krajowej przeznaczonymi na rynek krajowy. Z tego powodu miara globalna łącząc rynek krajowy z międzynarodowym nie pozwala na rozróżnienie obrotu krajowego od *stricto* międzynarodowego.

⁵ Prognozy IMF COFER na II kwartał 2010 r. szacują udział euro w światowych rezerwach walutowych na 26,5%.

euro prowadziły do zróżnicowania poziomu realnych stóp procentowych przy tej samej nominalnej stopie banku centralnego. Ponadto, problem braku dyscypliny fiskalnej sprawił, że kraje mniej stabilne ekonomicznie, pozostając w strefie euro, korzystały z wiarygodności innych państw członkowskich takich jak Niemcy. Zjawisku „jazdy na gapę” (*interest free ride*) sprzyjało nadmierne zaufanie rynków finansowych, które nie potrafiły skutecznie karać wyższymi stopami procentowymi krajów, prowadzących rozrzućną politykę fiskalną. Równocześnie strefa euro boryka się z problemem utraty konkurencyjności, do którego przyczyniła się nietrwała i niepełna konwergencja nominalna, wiele słabości instytucjonalnych, przeregulowanie gospodarek oraz brak konsekwencji w zakresie reform. Poważną słabość unii walutowej w Europie stanowi również brak egzekucji postanowień traktatowych. Ustalenia Traktatu z Maastricht pozwalają na nadmierne upolitycznienie decyzji instytucji europejskich, czego rezultatem okazał się brak realnej kontroli polityk fiskalnych a także konkurencyjności państw członkowskich.

Wprowadzenie wspólnej waluty było jednoznaczne z pojawieniem się na arenie międzynarodowej nowego podmiotu o potencjale ludnościowym, PKB, wolumenach handlu czy poziomie stopy życia, który mógł konkurować ze Stanami Zjednoczonymi. Pod względem pełnionych funkcji pieniądza międzynarodowego euro jest walutą numer dwa na świecie po dolarze amerykańskim. Niemniej jednak, z globalnego punktu widzenia euro jest walutą dominującą w Europie, a rzadziej stosowaną w innych częściach świata.

Dotychczasowy umiarkowany sukces euro ma różne źródła. Pierwszym z nich jest ograniczony potencjał wzrostu gospodarczego. Mimo że udział strefy euro w światowym PKB wynosił w 2010 r. około 16%, to jednak na niekorzyść gospodarek strefy euro jako całości przemawia relatywnie mały potencjał wzrostowy w zakresie PKB i produktywności prowadzący do zmniejszenia roli europejskiej unii walutowej na świecie. Należy jednak pamiętać, że potencjał ekonomiczny obszaru walutowego może być zwiększony wraz z rozszerzeniem strefy euro o kolejne kraje członkowskie UE. Drugim ważnym czynnikiem jest znaczna fragmentacja rynków finansowych w strefie euro. Oceny stopnia integracji rynków finansowych krajów strefy euro w pierwszych latach funkcjonowania unii walutowej w Europie były stosunkowo optymistyczne. Wskazywano na skokowy wzrost wyrównania ceny pieniądza na skutek eliminacji ryzyka kursowego i narodowych polityk pieniężnych. Proces ten dotyczył głównie hurtowych rynków pieniężnych, a w mniejszym stopniu prywatnego rynku papierów dłużnych. Na rynkach obligacji rządowych nastąpiła silna konwergencja rentowności, jednak kryzys gospodarczy udowodnił, że dopóki poszczególne rządy krajów członkowskich pozostaną gwarantami zadłużenia, dopóty będą istniały różnice w ryzyku i stopach procentowych. Problemem wciąż pozostaje zdecentralizowany nadzór finansowy oraz różnice w systemach podatkowych. Duże znaczenie ma również brak spójnego i zcentralizowanego systemu

zarządzania gospodarczego. Pomimo że strefa euro określana jest mianem Unii Gospodarczej i Walutowej, to jednak instytucjonalny kształt UGW większą wagę przypisuje unifikacji walutowej niż ujednoczeniu polityk gospodarczych poszczególnych krajów. Obok zdecentralizowanej polityki fiskalnej różne pozostają wciąż systemy podatkowe, system zabezpieczenia społecznego, polityki rynku pracy etc. Z punktu widzenia waluty międzynarodowej istotną przeszkodą dla wzrostu roli euro pozostają ograniczenia pozaekonomiczne, wynikające z braku spójnego zarządzania politycznego i ekonomicznego oraz braku odpowiedniej siły militarnej i koordynacji polityki zagranicznej państw tworzących UE. Pisani-Ferry i Posen (2010) argumentują, że jednym z powodów korzystania przez niektóre kraje z USD jako waluty zaczepu jest potencjał ekonomiczny i militarny USA. Z powyższych względów strefa euro, ale również UE, jest określana jako „ekonomiczna gigant i polityczny karzeł”.

Dodatkowo, kryzys i problemy zadłużeniowe w niektórych krajach strefy euro sprawiły, że pojawiły się wątpliwości co do przyszłości strefy euro – por. ramka 1.1. Ocena najczęściej pojawiających się scenariuszy wskazuje, że najbardziej prawdopodobne wydaje się utrzymanie *status quo*, gdyż każdy z omawianych scenariuszy jest bardzo kosztowny i nie oferuje korzyści wystarczająco wysokich, by zrekompensować potencjalne straty. Najmniej prawdopodobne wydaje się dopuszczenie do rozpadu strefy euro, który oznaczałby koniec europejskiej integracji. Bankructwo państwa, wyjście bądź wyrzucenie kraju ze strefy euro a także podział strefy euro na dwa bloki to również rozwiązania mało prawdopodobne, chociażby z uwagi na ryzyko efektu domina i koszty w postaci wyhamowania bądź nawet odwrócenia procesu integracji ekonomicznej i politycznej w Europie.

Ramka 1.1. Potencjalne scenariusze przyszłości strefy euro			
SCENARIUSZ	BARIERY/WADY	ZALETY	PRAWDOPODOBIEŃSTWO REALIZACJI
1. Rozpad strefy euro	<ul style="list-style-type: none"> • Brak regulacji prawnych umożliwiających rozpad strefy euro • Powrót do walut narodowych - koszty dla wszystkich państw • Utrata stabilności makroekonomicznej gwarantowanej przez EBC i przynależność do strefy euro • Ryzyko wzrostu cen obligacji, potencjalne bankructwo niektórych państw i zarażanie następnych • Ostatecznie pozycja krajów silnych również uległaby pogorszeniu – aprecjacja walut, załamanie handlu • Napięcia dyplomatyczne • Prawdopodobny koniec integracji europejskiej 	<ul style="list-style-type: none"> • Kraje bogate, jak Niemcy, nie musiałyby płacić za błędy gospodarek zadłużonych 	*
2. Bankructwo kraju członkowskiego	<ul style="list-style-type: none"> • Ryzyko spekulacji na upadek kolejnego kraju • Straty inwestorów z pozostałych państw na skutek powiązań rynków finansowych i zaangażowania w aktywa bankruta • Ryzyko wzrostu cen obligacji nawet państw silnych • Ryzyko osłabienia pozycji międzynarodowej strefy euro 	<ul style="list-style-type: none"> • Prewencja - „odstraszenie” innych, potencjalnych bankrutów • Represja – „zasłużona kara” 	*
3. Wyjście państwa ze strefy euro	<ul style="list-style-type: none"> • Konsekwencje natury politycznej – groźba napięć w kontaktach z państwami pozostającymi w strefie euro • Dążenie rządu państwa opuszczającego strefę do dewaluacji i inflacji – prawdopodobna utrata dostępu do globalnego kapitału • Ryzyko konieczności wyjścia z UE i rezygnacji ze Wspólnego Rynku • Ryzyko bezrobocia, strajków, niepokojów społecznych z powodu wycofywania kapitału zagranicznego 	<ul style="list-style-type: none"> • Krótkookresowa poprawa konkurencyjności przez dewaluację • Wpływ inflacji na dług w walucie narodowej – możliwość poprawy sytuacji dla państwa wychodzącego • Strefa euro nie musiałaby dalej ponosić kosztów pomocy takiemu państwu 	**
4. Wyrzucenie kraju ze strefy euro	<ul style="list-style-type: none"> • Spadek stabilności makroekonomicznej powodowany rezygnacją z waluty międzynarodowej - euro i nadzoru EBC • Brak odpowiednich uregulowań prawnych w TUE – problem legalności • Reakcja inwestorów – bardzo prawdopodobna ucieczka kapitału • Koszt ponownego wprowadzenia waluty narodowej i wycofania euro z obiegu • Ryzyko zahamowania procesu integracji w Europie • Napięcia dyplomatyczne • Brak instytucji uprawnionej do wykluczania z członkostwa w strefie euro 	<ul style="list-style-type: none"> • Możliwość wyeliminowania mającego problemy państwa • Krótkookresowa poprawa finansów strefy euro dzięki wyeliminowaniu konieczności finansowego wspomaganie zadłużonego państwa 	**
5. Restrukturyzacja długu Grecji	<ul style="list-style-type: none"> • Duże zaangażowanie banków francuskich, niemieckich i szwajcarskich w greckie obligacje • Obawa przed reakcją inwestorów • Problem dla krajowych funduszy inwestycyjnych i banków, które inwestowały w obligacje rządowe 	<ul style="list-style-type: none"> • Zmniejszenie ciężaru długu greckiej gospodarki • Możliwe zmniejszenie rentowności obligacji 	**
6. Europa dwóch prędkości	<ul style="list-style-type: none"> • Rozwarstwienie między krajami • Napięcia dyplomatyczne • Prawdopodobnie zahamowanie integracji paneuropejskiej w obecnym kształcie • Ryzyko skłócenia państw członkowskich 	<ul style="list-style-type: none"> • Możliwość dostosowania polityki do sytuacji gospodarczej państw • Odzwierciedlenie realnej siły gospodarczej • Potencjalnie korzystna dla państw silniejszych, jednak zagrożona aprecjacją „silniejszego” euro 	**

Ramka 1.1. Potencjalne scenariusze przyszłości strefy euro – cd.

SCENARIUSZ	BARIERY/WADY	ZALETY	PRAWDOPODOBIENSTWO REALIZACJI
7. Przetrvanie strefy euro/ modyfikacja zasad funkcjonowania	<ul style="list-style-type: none"> • Ryzyko konieczności finansowego wspomaganie kolejnych państw członkowskich • Możliwe spowolnienie wzrostu silniejszych państw, które będą zmuszone pomagać krajom słabszym zamiast dbać o własny rozwój • Potencjalne dalsze spory między państwami członkowskimi na tle pakietów pomocowych i środków budżetowych • Dopóki sytuacja wszystkich państw członkowskich nie będzie stabilna, euro prawdopodobnie nie odzyska swojej dawnej pozycji i zaufania inwestorów 	<ul style="list-style-type: none"> • Dowód na polityczną i ekonomiczną siłę strefy euro i wspólnej europejskiej waluty • Po opanowaniu sytuacji szansa na dalszą integrację • Stabilność w strefie euro wpłynie na postrzeganie przez inwestorów zarówno obligacji państw członkowskich, jak i samego euro 	****

Uwaga: liczba gwiazdek oznacza skalę prawdopodobieństwa realizacji scenariusza od najmniejszego (*) do największego (****). Przerzywana niebieska linia wyznacza część wspólną scenariusza 3 i 4.

Źródło: Opracowanie własne.

1.1.3. System dwubiegunowy i wielowalutowy

Zdaniem Roberta Mundella⁶ od upadku systemu Bretton Woods, świat jest pozbawiony systemu porządkującego międzynarodowe relacje walutowe. Rezygnacja z „twardych podstaw” wymiany walutowej, jaką zapewniało złoto w roli pieniądza międzynarodowego oraz odejście od kursów stałych na rzecz kursów płynnych spowodowało nasilenie wahań na rynkach walutowych. Liberalizacja rynków finansowych oraz wzrost kapitalizacji i wolumenu obrotów na nich realizowanych przyczyniły się do znacznej zmienności cen aktywów i kursów walutowych a także istotnego, często negatywnego, ich wpływu na sferę realną. Ponieważ gospodarki amerykańska i europejska (strefa euro) stanowią około 35% światowego PKB, Mundell proponuje oparcie MSW na parze euro–dolar, co pozwoliłoby na wyeliminowanie wzajemnych wahań kursów tych walut, które - jak pokazują doświadczenia 2010 r. - są znaczne. Para euro-dolar mogłaby stanowić kotwicę nominalną dla pozostałych walut, a koszyk walutowy „globalnej” waluty mógłby być poszerzony o funta szterlinga, franka szwajcarskiego, jena czy renminbi. Mateos y Lago, Duttagupta, Goyal (2009) podkreślają, że odejście od systemu jednej dominującej waluty na rzecz koszyka walut zmusiłoby państwa do współpracy w zakresie polityki finansowej, co powinno przeciwdziałać powstawaniu i pogłębianiu globalnych nierównowag. Z drugiej strony, wadą tego rozwiązania mogą być potencjalne problemy gospodarek będących emitentami najważniejszych walut. Ich negatywny wpływ byłby jednak ograniczony udziałem danego kraju w światowym systemie gospodarczym.

⁶ Zaprezentowanym podczas konferencji *Shaping the future of the international monetary system*, 26 maja 2010 r. w Warszawie.

Według Genberga (2009) fakt współistnienia wielu walut w aktywach rezerwowych świadczy o możliwości funkcjonowania wielowalutowego międzynarodowego systemu finansowego. Ewolucja MSW w kierunku systemu opartego na kilku równorzędnych walutach może przybrać na sile, kiedy korzyści z dywersyfikacji walut rezerwowych zarówno dla wierzycieli, jak i dłużników będą większe niż oszczędności wynikające z redukcji kosztów transakcyjnych i korzyści skali przy wykorzystaniu tylko jednej waluty. Współcześnie pozytywne efekty z dywersyfikacji walut są większe niż chociażby 20 lat temu za sprawą postępu technologicznego. Handel elektroniczny oraz wyspecjalizowane platformy transakcyjne tworzą warunki do współistnienia wielu walut międzynarodowych i regionalnych w międzynarodowym systemie finansowym, oraz ich użytkowania nawet dla umiarkowanych wolumenów transakcji.

1.1.4. Perspektywy rozwoju SDR

Do pewnego stopnia problem uzależnienia międzynarodowego systemu walutowego od jednej waluty można również rozwiązać przez zwiększenie roli specjalnych praw ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) (Subacchi, 2010)⁷. Realizacja tego scenariusza mogłaby zwiększyć stabilność systemu, a dywersyfikacja koszyka walutowego SDR opartego o najsilniejsze waluty globalne ułatwiłaby zarządzanie rezerwami zwalniając z konieczności konstruowania portfela wielowalutowego. Powstanie systemu opartego na SDR spowodowałoby rozszerzenie oddziaływania „nadzwyczajnego przywileju” kraju emitenta waluty międzynarodowej na wszystkie kraje, których waluty tworzą koszyk SDR (NBP, 2010). Dostarczenie odpowiedniej ilości specjalnych praw ciągnięcia w charakterze rezerw dewizowych na rynki krajów wschodzących zmniejszyłoby ich tendencję do eksportu kapitału do krajów - emitentów walut rezerwowych. Ponadto, uniezależnione od sytuacji makroekonomicznej i politycznej jednego kraju SDR mogłyby się sprawdzić w roli stabilizatora rynków walutowych.

Przyznanie SDR roli „bufora”, amortyzującego potencjalne wstrząsy między głównymi walutami rezerwowymi, wydaje się jednak mało prawdopodobnym rozwiązaniem, dopóki istnieją ograniczenia w wykorzystaniu specjalnych praw ciągnięcia (por. ramka 1.2).

⁷ Dyskusję na temat możliwości zwiększenia roli SDR rozpoczęła propozycja gubernatora Ludowego Banku Chin w marcu 2009 r., wzywająca do reform międzynarodowego systemu walutowego.

Ramka 1.2. Ograniczenia wykorzystania SDR w praktyce

Poza niewielkim udziałem w światowych rezerwach walutowych (około 4%), możliwość globalnego wykorzystania SDR jest ograniczona przez czynniki o charakterze instytucjonalnym i rynkowym (NBP 2010). Eichengreen (2009) sugeruje, że dla sprawnego przejścia przez SDR funkcji waluty międzynarodowej konieczne jest stworzenie dla nich płynnego rynku, gdzie rządy państw i prywatne korporacje mogłyby emitować obligacje nominowane w SDR. Zwiększenie roli SDR nastąpiłoby również w przypadku wzrostu ich wykorzystania na rynkach prywatnych (np. w fakturowaniu i rozliczaniu handlu). Zaletą posiadania rezerw walutowych jest możliwość ich wykorzystania. W obecnych warunkach SDR mogą być używane tylko w rozliczeniach pomiędzy rządami krajów i MFW, a ich posiadanie nie daje możliwości interweniowania na rynkach walutowych. Ponadto, aby SDR zyskały szersze znaczenie na rynku międzynarodowym, również banki musiałyby je zaakceptować jako walutę nominowania depozytów i kredytów.

Zwiększenie roli SDR wymaga jednak determinacji wszystkich uczestników globalnego rynku finansowego, w tym przede wszystkim Stanów Zjednoczonych, których przyzwolenie na rewizję koszyka SDR wydaje się niezbędne. Tymczasem propozycja zastąpienia dolara amerykańskiego przez SDR budzi wiele zastrzeżeń, m.in. takich, że dla Chin byłby to prosty sposób na szybką dywersyfikację posiadanych rezerw walutowych bez ryzyka strat kapitałowych (Mateos y Lago, Duttagupta i Goyal, 2009: 19).

Źródło: NBP (2010b).

Brak rynku finansowego SDR oraz relatywnie małe zasoby finansowe MFW sprawiają, że SDR może w ograniczonym stopniu pełnić funkcję aktywa rezerwowego (Skarżyński, 2010). Niemniej jednak, pokonanie wymienionych wyżej trudności może sprawić, że system oparty na koszyku walut tworzących SDR odgrywałby rolę stabilizatora i kotwicy w burzliwych czasach.

Reasumując tę część rozważań należy zauważyć, że pomimo słabości amerykańskiej gospodarki oraz problemów strefy euro, system oparty na dominującym dolarze i euro jako drugiej walucie rezerwowej ma szansę zachować obecny kształt przynajmniej w krótkim okresie. Wynika to z tzw. inercji charakteryzującej MSW. Powszechne zastosowanie pieniądza w perspektywie międzynarodowej prowadzi do zmniejszenia kosztów transakcyjnych i większej jego płynności, co zmniejsza bodźce do sięgania po inny pieniądz. Czynnikiem sprzyjającym utrwaleniu aktualnego systemu dolarowego są również powracające fale wzrostu awersji do ryzyka, wywoływane przez takie wydarzenia jak upadek Lehman Brothers czy kryzys zadłużeniowy w strefie euro, które skłaniają inwestorów do pozostania przy aktywach o tradycyjnie dużej wiarygodności i płynności, gwarantowanej przez wysoko rozwinięty, innowacyjny i zdywersyfikowany system finansowy Stanów Zjednoczonych.

1.2. Czynniki wpływające na kursy walutowe i stabilność systemu

1.2.1. Eskalacja napięć w systemie walutowym

Obserwacja światowego systemu gospodarczego i walutowego zarówno przed kryzysem jak i w jego trakcie pozwala wyróżnić co najmniej trzy źródła narastania napięć w międzynarodowym systemie walutowym.

Po pierwsze, niedowartościowanie renminbi, które było jedną z przyczyn akumulacji globalnych nierównowag. Decyzję Chin o usztywnieniu kursu renminbi w lipcu 2008 r. można uznać za pierwszy w reakcji na kryzys krok zmierzający do wykorzystania kursu jako narzędzia ochrony rynku wewnętrznego. Działanie to zatrzymało powolny proces aprecjacji kursu waluty chińskiej zapoczątkowany w 2005 r. Mimo uelastycznienia renminbi w czerwcu 2010 r. i zezwolenia przez władze chińskie na jego niewielką aprecjację, wielu ekspertów oraz przedstawicieli rządów zarówno krajów wysoko rozwiniętych, jak i państw Azji Środkowo-Wschodniej uważa politykę kursową Chin za główną przyczynę narastania napięć na rynku walutowym. Szacunki dokonywane przez różne ośrodki badawcze, wskazują na niedowartościowanie renminbi o około 20%.

Po drugie, polityka pieniężna i fiskalna krajów wysoko rozwiniętych, w szczególności USA, sprzyja nadpłynności w systemie finansowym i stymuluje poszukiwanie atrakcyjnych lokat na rynkach wschodzących. Realokacja kapitału z krajów rozwiniętych do rozwijających się odzwierciedla zarówno czynniki strukturalne, przede wszystkim przeniesienie punktu ciężkości rozwoju gospodarczego z krajów rozwiniętych do rozwijających się, jak również cykliczne, wśród których należy wymienić lepsze wyniki ekonomiczne gospodarek wschodzących, wyższe stopy procentowe na rynkach rozwijających się oraz lepsze perspektywy wzrostu. Dane MFW (IMF, 2010a) wskazują na konsekwentnie wzrastające od 2003 r. przepływy kapitału portfelowego do krajów wschodzących, przyciągających inwestycje wyższymi wskaźnikami wzrostu niż w gospodarkach zaawansowanych oraz większą rentownością aktywów. Ponadto, kraje rozwijające się otrzymywały znacznie lepsze oceny ratingowe niż kraje rozwinięte. Od początku 2008 r. do III kwartału 2010 r. w gospodarkach uprzemysłowionych odnotowano 25 obniżek ocen ratingowych, podczas gdy oceny wiarygodności rynków wschodzących zostały podwyższone 21 razy (IMF, 2010a).

Po trzecie, przejawem ochrony przed nadmierną aprecjacją waluty krajowej stały się działania interwencyjne w postaci *competitive non-appreciation*. Można wyróżnić dwie grupy krajów podejmujące interwencje przeciwdziałające nadmiernej aprecjacji. Pierwszą tworzą kraje rozwinięte, których waluty pełnią rolę tzw. bezpiecznej przystani w niepewnych czasach, zaś drugą gospodarki rozwijające się, które doświadczają napływu kapitału w warunkach globalnej nadpłynności systemu

finansowego. W gronie krajów uprzemysłowionych obrona przed nadmierną aprecjacją przybrała formę bezpośredniej interwencji w Szwajcarii, której gospodarka jako pierwsza w Europie musiała zmierzyć się z deflacją na początku 2009 r. Podejmowane od marca 2009 r. działania na rzecz osłabienia franka szwajcarskiego wynikają także z jego silnego umocnienia od momentu wystąpienia pierwszych symptomów kryzysu w drugiej połowie 2007 r. Ze względu na dużą płynność rynku oraz tradycję neutralności politycznej Szwajcarii frank szwajcarski uznawany jest za walutę *safe haven*, czyli taką, do której ucieka się w okresach wzmożonej awersji do ryzyka. Przykładem obrony przed presją aprecyjną jest również interwencja Banku Japonii z września 2010 r., mająca na celu osłabienie jena wobec dolara amerykańskiego.

Działania obronne gospodarek wschodzących (*competitive non-appreciation*)

Presji aprecyjnej poddawane są nie tylko waluty *safe haven*, lecz również waluty krajów rozwijających się. Na podstawie badania przeprowadzonego przez Choi i Lee (2010) można sądzić, że środki uwolnione w wyniku antykryzysowego luzowania polityki pieniężnej po 2007 r. prawie w całości zostały zaabsorbowane przez gospodarki wschodzące, co przyczyniało się do zwiększania presji aprecyjnej na ich waluty. W obawie przed zwiększoną podażą dolara amerykańskiego niektóre kraje, jak Brazylia czy Korea Południowa wprowadziły (lub rozważają wprowadzenie) ograniczenia w przepływach kapitałowych, by uchronić gospodarki przed napływem kapitału spekulacyjnego. Brazylia, z powodu zwiększonego napływu kapitału, aprecjacji reala oraz zmniejszającej się konkurencyjności eksportu, zdecydowała w 2009 r. o wprowadzaniu podatku IOF⁸ na zakup krajowych obligacji oraz akcji przez podmioty zagraniczne w wysokości 2%⁹. Zamierzeniem brazylijskiego Ministerstwa Finansów było ograniczenie spekulacji na rynku kapitałowym i przeciwdziałanie dalszej aprecjacji reala. Wprowadzone ograniczenie w przepływach kapitałowych z zagranicy odniosło połowiczny skutek, ponieważ real przestał się umacniać wobec dolara, jednak nadal umacnia się wobec euro (IMF, 2010a). Nałożenie podatku zmniejszyło przepływy na rynku akcji, nie wpłynęło zaś istotnie na zmniejszenie napływu kapitału na krajowy rynek obligacji. W październiku 2010 r. podatek IOF zwiększono do 4% (Johnson, 2010). Na początku października 2010 r. również Tajlandia wprowadziła dla zagranicznych inwestorów 15-procentowy podatek od dochodów kapitałowych z krajowych obligacji. W odpowiedzi na kolejną falę luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną oraz w wyniku listopadowego szczytu G20 ministerstwo finansów Korei Południowej ogłosiło, że przygotowuje się do zastosowania środków, mających na celu zmniejszenie

⁸ Z portugalskiego IOF - Imposto sobre Operações Financeiras – podatek od operacji finansowych.

⁹ W Brazylii do października 2008 r. obowiązywał podatek w wysokości 1,5% w przypadku zakupu obligacji przez podmioty zagraniczne, który następnie na krótko zniesiono i ponownie wprowadzono w 2009 r.

zmienności przepływów kapitałowych z zagranicą. Będą to kolejne ograniczenia kapitałowe po wprowadzonych w czerwcu 2010 r. restrykcjach dotyczących bankowych transakcji na walutowym rynku instrumentów pochodnych¹⁰. Również Chiny rozważają wprowadzenie środków ograniczających napływ kapitału spekulacyjnego.

1.2.2. Kurs walutowy jako instrument ochrony rynku wewnętrznego?

Ograniczona użyteczność nadzwyczajnych działań polityki makroekonomicznej

Celem tej części opracowania jest zwrócenie uwagi na fakt, że nasilenie od końca września 2010 r. dyskusji na temat **tw. wojny walutowej jest przejawem trwającej od momentu wybuchu kryzysu zmiany podejścia do obowiązujących paradygmatów w zakresie instrumentarium polityki fiskalnej, monetarnej i regulacyjnej**. Skala i przebieg załamania gospodarczego przyczyniły się do przeformułowania spojrzenia na sposób prowadzenia polityki makroekonomicznej ukształtowany w wyniku tzw. *Great Moderation* („Wielkie Uspokojenie” - okres względnej stabilności makroekonomicznej) od połowy lat 80. XX w.

Od późnych lat 70. XX w., dominującym celem polityki makroekonomicznej było utrzymanie stabilnej inflacji, gwarantującej jak najmniejszą lukę PKB. Głównymi instrumentami polityki pieniężnej były stopy procentowe i kontrola oczekiwań inflacyjnych. Zakładano, że stabilność cen sprzyja rozwojowi rynków finansowych, a rozwój systemu finansowego ma pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (Sławiński, 2010). Polityka fiskalna miała znaczenie drugorzędne, ze względu na opóźnienia w implementacji jej instrumentów i skutki w sferze realnej. Działania dyskrecjonalne podejmowano, by łagodzić głębsze wstrząsy gospodarcze, a tzw. automatyczne stabilizatory miały wygładzać wahania produkcji i konsumpcji w perspektywie cyklu koniunkturalnego. Taka kombinacja polityki makroekonomicznej w czasach „Wielkiego Uspokojenia”, w połączeniu z silnym zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych, pozwoliła dość sprawnie absorbować pojawiające się szoki (Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro, 2010). W sytuacji braku silnych wstrząsów w światowym systemie gospodarczym, cele inflacyjne, ustalone w krajach uprzemysłowionych na poziomie około 2% średniego rocznego tempa wzrostu cen były na ogół realizowane.

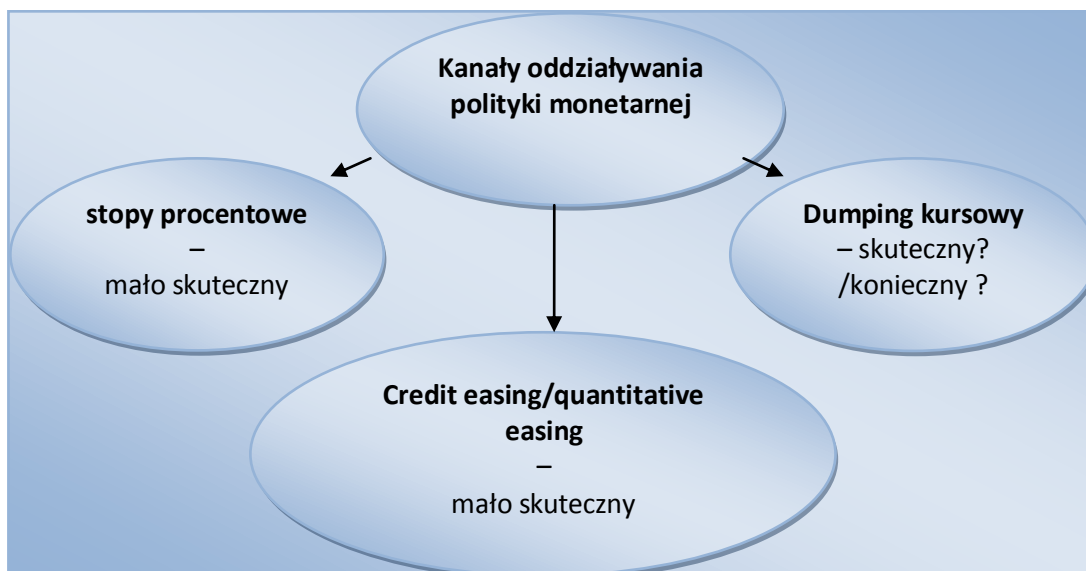
Kryzys wykazał jednak, że niska inflacja jest potrzebna, ale niewystarczająca do zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego, co jest punktem wyjścia do dyskusji na temat hierarchii celów banków centralnych. Wyraźna koncentracja na stabilności cen jako podstawowym celu działalności banku centralnego nie odzwierciedlała bowiem konieczności większej dbałości o stabilność systemów

¹⁰ Kamińska (2010) wskazuje, że pomiędzy sierpniem i październikiem 2010 r. ok. 20 krajów z płynnymi kursami walutowymi zaimplementowało różnego rodzaju działania przeciwdziałające nadmiernej presji aprecjacyjnej.

finansowych, przeciwdziałania bańkom spekulacyjnym i inflacji na rynku aktywów (Blanchard, 2009). Kryzys pokazał ponadto, że problem właściwego zarządzania stabilnością finansową sprowadza się również do monitorowania ryzyka w systemie finansowym, jego skali oraz lokalizacji. Podstawowe rekomendacje co do potrzebnych usprawnień wskazują na potrzebę wzmocnienia regulacji, zwiększenia ich elastyczności w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego oraz bardziej skoordynowanej współpracy transgranicznej pomiędzy systemami regulacji i nadzoru (Sławiński, 2010).

Postępujące w wyniku kryzysu znaczne ograniczenie podaży finansowania oraz pogarszające się nastroje konsumentów i przedsiębiorców przyczyniły się do obniżenia wymiany handlowej, spadku PKB i skokowego wzrostu bezrobocia. W obliczu gwałtownego załamania podaży kapitału banki centralne podjęły działania dla zapewnienia płynności oraz zwiększenia dbałości o wzrost gospodarczy (NBP, 2009). Oprócz szybkich i głębokich cięć stóp procentowych zasilono w płynność banki komercyjne oraz zastosowano politykę ilościowego luzowania polityki pieniężnej – *credit* i *quantitative easing*. Ponadto, banki centralne Szwajcarii, Wielkiej Brytanii, USA i Norwegii zadeklarowały i podjęły działania na rzecz osłabienia walut krajowych. Skala interwencji miała bezprecedensowy charakter zarówno na poziomie poszczególnych krajów, jak i w skali całej gospodarki światowej, co było wynikiem dużej synchronizacji załamania na rynkach finansowych, a następnie w sferze realnej – por. schemat 1.1. Gwałtowność spadku PKB oraz fakt, że nadzwyczajne działania w polityce pieniężnej osiągnęły ograniczony skutek, przyczyniły się do przywrócenia i wykorzystania na szeroką skalę narzędzi polityki fiskalnej. Dlatego kryzys uwypuklił potrzebę posiadania „przestrzeni fiskalnej”, którą należy wypracowywać w okresie dobrej koniunktury przed pojawieniem się szoku. Tymczasem w wielu przypadkach polityka fiskalna była silnie procykliczna i nawet w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego kraje odnotowywały wzrosty deficytów budżetowych.

Schemat. 1.1. Kanały oddziaływania polityki monetarnej



Źródło: Opracowano na podstawie: Morawiecki, Pruski (2009, s. 12).

Wobec największego od drugiej wojny światowej załamania na rynkach finansowych oraz w sferze realnej globalnej gospodarki, a także ograniczonej skuteczności standardowych i niestandardowych instrumentów polityki makroekonomicznej, wzrosła presja na zwiększenie wykorzystania narzędzi polityki protekcyjnej. Ich podstawowa rola sprowadzała się do ochrony gospodarki przed negatywnym działaniem szoków zewnętrznych bądź amortyzowania ich negatywnego wpływu. Oceniając potencjalne scenariusze rozwoju wypadków zapoczątkowanych przed wybuchem kryzysu w 2007 r., często podkreślano, że działania obronne nie powinny osiągnąć rozmiarów tak dużych, jak w latach 30. XX w. ze względu na zaawansowany proces liberalizacji handlu i inwestycji, rolę WTO (World Trade Organisation – Światowa Organizacja Handlu) oraz wielość regionalnych porozumień integracyjnych i coraz większą koordynację działań w obrębie takich ciał, jak G7 i G20. Przewidywano sięganie do bardziej miękkich instrumentów polityki ochrony rynku wewnętrznego.

W okresie Wielkiego Kryzysu nastąpiło znaczne podniesienie przeciętnego poziomu ceł, co z jednej strony sprzyjało odizolowaniu krajów od negatywnych skutków zaburzeń zewnętrznych, a z drugiej stymulowało odbudowę wewnętrznego popytu. Niemniej jednak doświadczenia kryzysu lat 30. wskazują, że krótkookresowa użyteczność tych instrumentów dla poszczególnych krajów przyczyniła się do negatywnych skutków dla całego systemu światowego handlu – por. ramka 1.3. W latach 1929 - 1933 wolumen handlu światowego zmniejszył się o 25%, a za jedną trzecią tego spadku odpowiadały podwyższone ograniczenia w handlu międzynarodowym (Eichengreen i Irwin, 2009).

Mimo postępującego po 1933 r. ożywienia gospodarczego wolumeny handlu światowego osiągnęły poziom sprzed kryzysu dopiero pod koniec lat 30.

Ramka 1.3. Wzrost protekcjonizmu jako konsekwencja kryzysu

Według opracowania *Trade and the Crisis: Protect or Recover* (Gregory i in., 2010) tempo liberalizacji światowego handlu wygasło już od połowy pierwszej dekady XXI w., co było m.in. skutkiem narastania globalnych nierównowag (Bussière i in. 2010). W następstwie kryzysu zwiększył się zakres działań ochronnych rynków wewnętrznych. Zgodnie z wynikami analizy (Gregory i in., 2010) wykorzystującej dane Global Trade Alert na temat różnych form restrykcji handlowych wprowadzonych przez kraje w okresie od listopada 2008 r. do listopada 2009 r. negatywny wpływ 184 wprowadzonych restrykcji był relatywnie duży w odniesieniu do nielicznych grup produktowych. Ich ogólny wpływ na handel pozostał niewielki – spowodował zmniejszenie handlu światowego o około 0,25%.

Niemniej jednak, pogłębiające się problemy gospodarek z pobudzeniem gospodarek i utrzymującym się wysokim bezrobociem mogą prowadzić do eskalacji podobnych działań jak w latach 30. XX w. Zobowiązania wynikające z członkostwa w WTO nadal pozostawiają relatywnie dużą swobodę stosowania praktyk protekcjonistycznych. W wyniku szybko postępującej przed kryzysem liberalizacji, kraje obniżyły cła do poziomów znacznie niższych niż uzgodnione na szczeblu WTO, co pozwala je teraz zwiększać. Wspólny raport OECD-WTO-UNCTAD z marca 2010 r. wskazuje na wzrost zastosowania instrumentów protekcjonistycznych, ale jednocześnie uspokaja, że ryzyko eskalacji konfliktów handlowych jest niewielkie.

Innym trendem w rozwoju handlu międzynarodowego jest pogłębianie współpracy regionalnej i bilateralnej pomiędzy krajami. Przedstawione poniżej dane dotyczą umów, które do chwili obecnej mają status obowiązujących. Już w latach 90. notyfikowano w ramach GATT (General Agreement on Tariffs and Trade), a później WTO zawarcie ponad pięciokrotnie większej liczby preferencyjnych porozumień handlowych niż w latach 80. Procesy integracji regionalnej (RTA – Regional Trade Agreements) przyspieszyły jeszcze bardziej po 2000 r. W latach 2000 - 2007 notyfikowano ponad 100 porozumień (czyli dwa razy więcej niż w latach 90.). Z kolei w latach 2008 – 2010 notyfikowano zawarcie blisko 40 kolejnych umów, najczęściej o utworzeniu stref wolnego handlu. Dane WTO (stan na styczeń 2011 r.) wskazują, że ponad 30 porozumień tego typu jest obecnie na etapie negocjacji. Dużą rolę w integracji w ramach RTA odgrywają kraje rozwijające się. Jak wynika z danych WTO, porozumienia pomiędzy krajami rozwijającymi się, będącymi obecnie motorem światowego wzrostu, stanowiły ponad 60% wszystkich umów w latach 90., a w XXI w. ich udział oscyluje wokół 40%. Wzrost współpracy międzynarodowej w ramach umów typu RTA wskazuje, że państwa preferują "kontrolowaną" liberalizację z wybranymi partnerami, co można uznać za rodzaj manewru protekcjonistycznego, umożliwiającego ograniczenie dostępu do własnego rynku państwom nienależącym do danego porozumienia handlowego.

Kontrola kapitałów i polityka kursowa

Przedstawione powyżej argumenty wskazują, że zmiana podejścia do instrumentów polityki makroekonomicznej dotyczyła również modelu prowadzenia polityki kursowej. Niezależnie od faktu, że skuteczność płynnych kursów walutowych w absorpcji szoków może być różna¹¹, krótkookresowo deprecjacja walut stanowiła w pewnej mierze bufor zabezpieczający kraje przed nadmierną zmiennością eksportu¹². Analiza skutków kryzysu dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej

¹¹ Płynny kurs walutowy może być również czynnikiem generującym szoki.

¹² Pozytywny, stabilizujący efekt deprecjacji walut dla eksportu nie wyklucza negatywnego wpływu kanału kursowego w krajach o dużej roli zadłużenia zagranicznego w finansowaniu potrzeb pożyczkowych. Wówczas osłabienie walut prowadzi do wzrostu kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego.

wskazuje, że płynne kursy mogły przyczynić się do złagodzenia przebiegu kryzysu w porównaniu z krajami o kursach sztywnych (EBC, 2010a).

Ponadto, w następstwie dyskusji na temat korzyści i kosztów swobody przepływów kapitałowych, którą rozpoczęto w obfitujących w kryzysy finansowe latach 90., nastąpiła zmiana retoryki MFW w kwestii wykorzystania mechanizmu kursowego i kontroli przepływu kapitału. W dokumencie MFW (Ostry i in., 2010) podkreśla się, że mimo korzyści wynikających ze swobody przepływu kapitału, płynne kursy walutowe niekiedy długotrwale odchylają się od stanu równowagi, który *de facto* również trudno wyznaczyć. Oznacza to, że w uzasadnionych przypadkach wprowadzenie kontroli kapitału może być pożądane, aby przeciwdziałać nadmiernemu umocnieniu waluty bądź zbyt dużej zmienności kursu. Kraje o przewartościowanych walutach i napotykające presję aprecjacyjną mogą podejmować działania zapobiegające dalszemu wzmocnieniu walut w trosce o konkurencyjność. Zdolność i możliwość podjęcia działań ochronnych i interwencyjnych zależą jednak od kilku czynników.

Po pierwsze, zasadność dążenia do utrzymania kursu na danym poziomie może wynikać z faktu, że gospodarka funkcjonuje w granicach potencjału produkcyjnego. Niedopuszczanie do nadmiernej zmienności może potwierdzać właściwy poziom kursu zbieżny z kursem równowagi, istotnym dla stabilnego rozwoju ekonomicznego.

Po drugie, dążenie do utrzymania kursu na stabilnym poziomie i związane z nim wprowadzanie ograniczeń w przepływie kapitału wiążą się na ogół z koniecznością akumulacji rezerw dewizowych. W przypadku znacznego i długotrwałego napływu kapitału sterylizacja rynku międzybankowego z dodatkowego pieniądza, wprowadzonego w następstwie interwencji, może wymagać wyższych stóp procentowych banku centralnego.

Po trzecie, istotna jest swoboda manewru polityki pieniężnej i fiskalnej. Osłabienie bodźców sprzyjających napływowi kapitału może wymagać obniżenia stóp procentowych banku centralnego, bądź zmniejszenia skali zadłużenia budżetu¹³. Obniżka ceny pieniądza musi być jednak rozpatrywana w kontekście presji inflacyjnej. Ze względów politycznych natomiast, często łatwiej jest wprowadzić ograniczenia w swobodnym przepływie kapitału niż zredukować deficyt.

Po czwarte, niezbędna jest kompleksowość i komplementarność działań. Zamiast pojęcia *capital control* MFW proponuje pojęcie *capital flow management*, jako uzasadnioną formę interwencji. Wskazuje się przy tym, że zarządzanie przepływem kapitału nie może być jedynym instrumentem i powinna mu towarzyszyć odpowiednia polityka fiskalna i pieniężna.

¹³ Paradoksalnie jednak zmniejszenie skali zapotrzebowania na finansowanie ze strony rządu jako instrument osłabienia napływu kapitału może nie zadziałać zgodnie z zamierzeniami. Konsolidacja budżetu, wzmacniająca wiarygodność polityki makroekonomicznej, może bowiem uruchomić kolejne fale napływu kapitału.

1.2.3. Determinanty zmian kursów walut w kryzysie

Wśród motywów determinujących zmiany kursów walut w okresie kryzysu, wyróżnić należy przynajmniej trzy wzajemnie powiązane grupy czynników.

Przede wszystkim w okresie wysokiej niepewności na rynkach finansowych inwestorzy poszukiwali bezpiecznych i płynnych aktywów nominowanych w walucie zapewniającej względną stabilność siły nabywczej. Do grona walut postrzeganych jako *safe haven* w zależności od fazy kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. należały dolar amerykański, euro, jen japoński i frank szwajcarski. Należy przy tym podkreślić pewną prawidłowość, na którą wskazuje Kohler (2010). Otóż dolar amerykański jest często walutą ucieczki dla rynków wschodzących, podczas gdy jen, euro i frank szwajcarski są walutami ucieczki od dolara amerykańskiego.

Ważną rolę można również przypisać naprzemiennie występującym falom awersji do ryzyka i wzrostu apetytu na ryzyko, które są bezpośrednio powiązane z poszukiwaniem bezpiecznych lokat. Podwyższony poziom nieufności rynku do ryzykownych instrumentów finansowych przyczynił się do powrotu inwestorów do aktywów określanych mianem aktywów bezpiecznego schronienia (*safe haven*) takich jak: amerykańskie bony i obligacje skarbowe, niemieckie obligacje i złoto. Większa skłonność do ryzyka przyczyniała się natomiast to napływu kapitału na rynki wschodzące.

Ponadto, zmienność kursów walut finansowania (niskooprocentowanych) i kursów walut wysokooprocentowanych wyjaśnia zjawisko *carry trade* polegające na pożyczaniu kapitału w walucie o niskich stopach procentowych i lokowaniu w walucie o wysokich stopach. Jen i dolar to obecnie najtańsze dla pożyczkobiorców waluty świata. Według BIS wskaźnik *carry-to-risk*, który mierzy atrakcyjność transakcji *carry trade* dla jena rósł w stałym tempie przez ostatnie 14 lat, zwłaszcza dla inwestorów z Australii i Nowej Zelandii.

Deprecjacja euro w okresie styczeń – czerwiec 2010

W okresie od stycznia 2010 r. do października 2010 r. sytuację na globalnych rynkach walutowych determinowały dwie grupy czynników. Pierwsza to problemy fiskalne w Grecji, obawy przed wystąpieniem efektu domina (transmisja kryzysu na Hiszpanię, Portugalię, Włochy i Irlandię), wpływ przyspieszenia konsolidacji finansów publicznych na wzrost gospodarczy, „kryzys zaufania” do strefy euro oraz możliwość wystąpienia drugiego dna recesji w gospodarce strefy euro (por. ramka 1.4). Skutkiem był wzrost globalnej awersji do ryzyka, ucieczka kapitału do inwestycji obarczonych minimalną premią za ryzyko (*flight to quality*) i umocnienie dolara amerykańskiego postrzeganego jako *safe haven*. Druga grupa czynników to oczekiwania kontynuacji niekonwencjonalnej polityki

monetarnej, określanej mianem *credit easing* w Stanach Zjednoczonych, których efektem była deprecjacja dolara amerykańskiego od czerwca 2010 do października 2010 r.

Ramka 1.4. Rozwój kryzysu greckiego

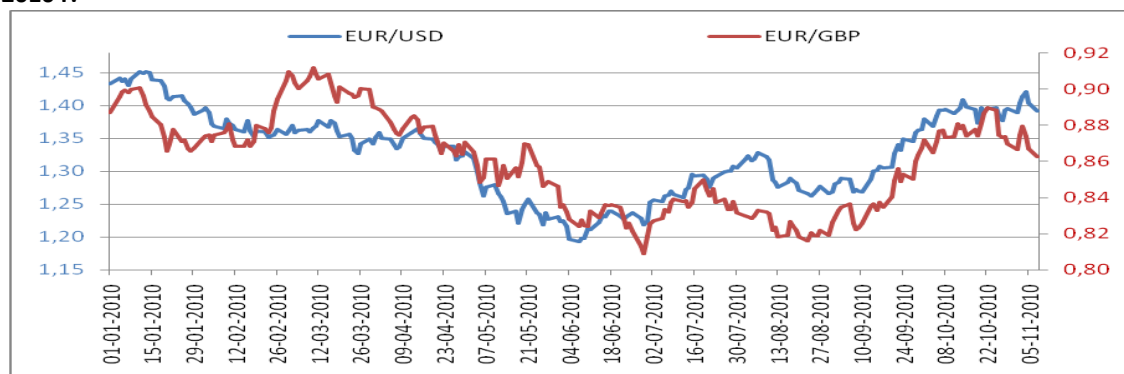
„Kryzys grecki” rozpoczął się w momencie rewizji statystyk dotyczących finansów publicznych tego kraju na jesieni 2009 r. Sytuacja finansowa Grecji związana z trudnościami z wykupem dłużnych papierów wartościowych zaczęła się pogarszać od początku 2010 r., co powodowało stopniowy wzrost niepewności na międzynarodowym rynku finansowym. Presja na rynku dłużnych papierów wartościowych wymusiła na inwestorach ponowną ocenę ryzyka kredytowego krajów ze strefy euro. Różnice w rentowności obligacji greckich i niemieckich zaczęły narastać. Podobnie sytuacja wyglądała na rynku państwowych swapów ryzyka kredytowego (CDS), gdzie premia za ryzyko dla greckich obligacji znacznie wzrosła. Niepokój rynków wynikał ponadto z trudności Grecji w obsłudze długu publicznego i wykupie obligacji rządowych, których termin zapadalności przypadał na kwiecień i maj 2010 r. Podobne obawy dotyczyły Portugalii, której sytuacja również zaczęła się gwałtownie pogarszać. Na tym etapie rozwoju kryzysu zadłużeniowego uczestnicy rynku przyglądali się uważnie reakcji Unii Europejskiej w oczekiwaniu na szybką i skuteczną interwencję.

23 kwietnia 2010 r. Grecja zwróciła się z prośbą do władz UE o pomoc finansową. Podobną prośbę skierowała do Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Rynki wyrażały obawy, że państwa UE nie będą solidarne, z czym mogą się wiązać problemy z uzyskaniem wsparcia ratunkowego dla Grecji. Jednak na początku maja władze UE i MFW ustanowiły wart 750 mld euro Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej, a Europejski Bank Centralny podjął interwencje na rynku papierów dłużnych. Decyzje te uspokoiły rynki finansowe, w wyniku czego nastąpił spadek rentowności obligacji tzw. peryferyjnych krajów strefy euro, a euro powróciło na ścieżkę aprecjacyjną. Problem nadmiernego deficytu budżetowego w Grecji, Irlandii, Portugalii czy Hiszpanii ma jednak charakter strukturalny i jego rozwiązanie nie jest możliwe tylko za pomocą doraźnych interwencji ze strony władz i organizacji międzynarodowych. Dlatego na rynkach finansowych wciąż panuje duża niepewność i awersja do ryzyka, czego wyrazem są wzrastające rentowości obligacji krajów peryferyjnych od początku listopada 2010 r.

Aprecjacja dolara amerykańskiego w okresie styczeń – koniec maja 2010 r.

Od końca 2009 r. sytuację na rynku walutowym determinował kryzys finansowy w Grecji oraz obawy przed jego rozprzestrzenieniem się na inne peryferyjne kraje strefy euro. Wobec dużej niepewności co do przyszłego rozwoju sytuacji ekonomicznej w strefie euro oraz swoistego kryzysu zaufania do unii walutowej od 1 stycznia 2010 do 31 maja 2010 r. euro osłabiło się względem dolara amerykańskiego o około 15% (por. wykres 1.1.). Poza wzrostem obaw przed rozpadem strefy euro na umocnienie dolara amerykańskiego na początku 2010 r. wpłynęły także zaskakująco dobre dane na temat wzrostu gospodarczego w USA w czwartym kwartale 2009 r. oraz wygaśnięcie programów płynnościowych dla amerykańskiego sektora finansowego (Deutsche Bundesbank, 2010, s. 43).

Wykres 1.1. Dzienny kurs EUR/USD (lewa oś) i EUR/GBP (prawa oś) w okresie 1 stycznia 2010 – 8 listopada 2010 r.



Źródło: Bloomberg.

Deprecjacja dolara amerykańskiego w okresie czerwiec – listopad 2010 r.

Odwrócenie trendu na parze euro – dolar nastąpiło wraz z ustabilizowaniem sytuacji w strefie euro i wzrostem ryzyka zwiększenia podaży USD przez FED. Od 1 czerwca 2010 r. do 29 października 2010 r. amerykańska waluta osłabiła się o 14% względem euro i 18% względem dolara australijskiego. W drugiej połowie 2010 r. uwagę rynków finansowych skupiała głównie kontynuacja niekonwencjonalnej polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej 3 listopada 2010 r. podjął decyzję o kontynuacji procesu reinwestowania środków uzyskiwanych z wykupu obecnie posiadanych papierów dłużnych (250–300 mld USD do połowy 2011 r., około 35 mld USD miesięcznie). Ponadto postanowił, że do końca drugiego kwartału 2011 r. kupi dodatkowo długoterminowe obligacje skarbowe o wartości 600 mld USD (około 75 mld USD miesięcznie). Komitet zapowiedział, że będzie regularnie analizował tempo zakupu obligacji oraz całkowitą wielkość programu zakupu aktywów i w razie potrzeby dostosuje program tak, aby wesprzeć zatrudnienie i stabilność cen, zgodnie ze swoim podwójnym mandatem¹⁴. Ponadto, w komunikacie po posiedzeniu zaznaczył, że warunki gospodarcze prawdopodobnie dają podstawy do utrzymania docelowej stopy procentowej na „wyjątkowo niskim poziomie” przez „dłuższy okres”. Docelowa stopa procentowa Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (*intended federal funds rate*) jest utrzymywana w przedziale 0–0,25% od 16 grudnia 2008 r. Kształtowanie kursów innych wybranych walut przedstawia ramka 1.5.

¹⁴ Celem FED jest nie tylko utrzymanie stabilności cen, ale także dbałość o poziom zatrudnienia.

Ramka 1.5. Czynniki kształtujące kursy wybranych walut w latach 2008 – 2010

Frank szwajcarski

Szwajcaria to kraj, który jako jeden z pierwszych w okresie kryzysu podejmował działania na rzecz osłabienia własnej waluty ze względu na presję aprecjacyjną związaną z funkcją *safe haven*. We wrześniu 2009 r. sytuacja na szwajcarskim rynku pracy pogarszała się, podobnie jak charakterystyczne dla innowacyjnej szwajcarskiej gospodarki dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących. Stopy procentowe pozostawały na rekordowo niskim poziomie 0,25%, a Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) prowadził politykę, która miała na celu zapewnić płynność systemowi finansowemu, uchronić gospodarkę przed groźbą deflacji i stworzyć podstawy do dalszego rozwoju gospodarczego, a także poprawić sytuację na rynku pracy. Pomimo występowania powyżej opisanych negatywnych zjawisk gospodarczych, kurs franka szwajcarskiego pozostawał na wysokim poziomie względem najważniejszych walut świata. Jednym z głównych powodów takiego stanu rzeczy były znaczne odpływy kapitału z rynków wysoko rozwiniętych i lokowanie go w kraju bezpiecznego schronienia, za jaki jest uważana Szwajcaria.

Japoński jen

Proces aprecjacji jena trwa od połowy 2007 r., kiedy w światowym systemie finansowym zaczęły się pojawiać pierwsze symptomy nadchodzącego kryzysu. Od tego czasu waluta Japonii umocniła się wobec dolara o 49%, a wobec euro o ponad 58%. Początkowo był to skutek zamykania przez inwestorów transakcji typu *carry trade* (pożyczanie waluty w kraju o niskich stopach procentowych i lokowanie ich tam, gdzie są one wyższe), do których finansowania jen był masowo wykorzystywany ze względu na luźną politykę pieniężną Banku Japonii. Później większe znaczenie dla inwestorów miała reputacja jena jako waluty *safe haven* w okresie turbulencji na rynkach finansowych. Jego aprecjacji sprzyjał również kryzys fiskalny w strefie euro, a następnie obawy, że światowe ożywienie gospodarcze traci impet. 11 września 2010 r. japońska waluta była najmocniejsza od ponad 15 lat. Tylko od początku maja 2010 r. umocniła się wobec dolara amerykańskiego o ponad 17%, a w stosunku do euro zyskała około 14%. Dlatego aby osłabić jena, japońskie władze po raz pierwszy od 2004 r. zdecydowały się na interwencję na rynku walutowym. W efekcie, 15 września 2010 r. jen osłabił się wobec dolara o 3% i niemal o tyle samo wobec euro. Interwencja władz japońskich miała zapobiec aprecjacji japońskiej waluty, pogłębiającej presję deflacyjną i uderzającej w konkurencyjność sektora eksportowego, co zagraża kruchemu ożywieniu gospodarczemu w Japonii.

Funt brytyjski

Zapoczątkowane w marcu 2009 r. *quantitative easing* w Wielkiej Brytanii wpłynęło na umocnienie funta szterlinga zarówno względem dolara amerykańskiego, jak i euro. Od 3 marca 2009 r. do 1 września 2009 r. kurs funta brytyjskiego aprecjonował względem dolara amerykańskiego o 2,3%, a względem euro o 1,5%. Impuls monetarny został prawdopodobnie pozytywnie odebrany przez inwestorów, co doprowadziło do aprecjacji brytyjskiej waluty. 30 września 2010 r. skumulowana wysokość zakupionych aktywów wynosiła 200 mld GBP.

W pierwszej połowie 2010 r. funt brytyjski umacniał się względem euro w sytuacji kryzysu zadłużeniowego w unii walutowej w Europie. Pomimo trudnej sytuacji budżetowej w Wielkiej Brytanii, euro osłabiło się względem funta brytyjskiego o 8% w pierwszej połowie 2010 r. W drugiej połowie 2010 r. nastąpiła deprecjacja funta brytyjskiego. Od 1 lipca 2010 r. do 29 października 2010 r. funt brytyjski osłabił się o 5% względem euro, czego przyczyną mogło być ogłoszenie 22 lipca 2010 r. pakietu konsolidacji finansów publicznych w Wielkiej Brytanii.

Korona norweska

Od grudnia 2008 r. kurs korony norweskiej względem euro zmieniał się w trendzie aprecjacyjnym, umacniając się o 18% (z 9,9 NOK za 1 EUR 22 grudnia 2008 r. do 8,2 NOK za 1 EUR 29 października 2010 r.). Norges Bank był pierwszym bankiem centralnym w Europie, który w 2009 r. zaczął podnosić stopy procentowe. Oprocentowanie wkładów banków komercyjnych *a vista* w banku centralnym Norwegii (*sight deposit rate*) zostało podniesione w październiku 2009 r. do 1,5% (wzrost o 0,25 p.b.), w grudniu 2009 r. do 1,75%, a od maja 2010 r. wynosi 2%. Pomimo serii podwyżek stóp procentowych, istnieje ryzyko wystąpienia bańki na rynku nieruchomości. Norges Bank oczekuje wzrostu cen domów o 8% w 2010 r. w porównaniu z 2,7% w 2009 r. (Bloomberg, 14.12.2010). Perspektywa wzrostu stóp procentowych powinna wpłynąć na dalsze umacnianie się norweskiej waluty.

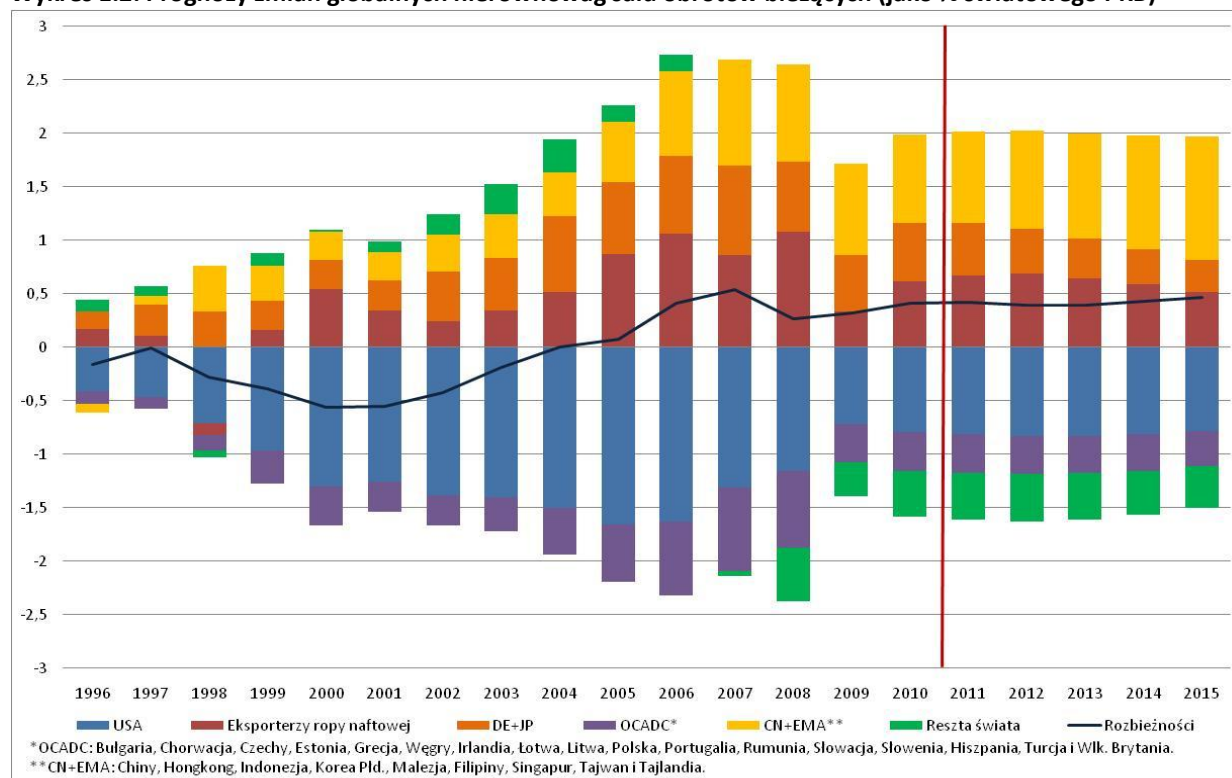
Dolar australijski

Od lipca 2010 r. do października 2010 r. dolar amerykański osłabił się o 17% względem dolara australijskiego. 3 listopada 2010 r. dolar australijski osiągnął parytet względem dolara amerykańskiego, był to najwyższy poziom od upłynięcia kursu AUD w 1983 r. Źródłem aprecjacji australijskiej waluty jest globalny popyt na surowce (w szczególności zgłaszany przez Chiny) oraz rosnący dysparytet stóp procentowych względem innych gospodarek rozwiniętych. Stopa referencyjna banku centralnego Australii (*cash rate*) w listopadzie 2010 r. została podniesiona do 4,75%, po raz czwarty w 2010 r. Dla porównania, od początku 2010 r. główne stopy procentowe banków centralnych w strefie euro, w Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii pozostają na niezmiennych poziomach. Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących EBC (*interest rate on the main refinancing operations*) wynosi 1% od 13 maja 2009 r. Docelowa stopa procentowa Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (*intended federal funds rate*) jest utrzymywana w przedziale 0 – 0,25% od 16 grudnia 2008 r. Oprocentowanie rezerw banków komercyjnych ustalone przez Komisję Polityki Pieniężnej Banku Anglii (*official bank rate*) wynosi 0,5% od 5 marca 2009 r.

Jednym z czynników, które przyczyniły się do powstania globalnych nierównowag było długotrwałe generowanie przez wschodzące kraje azjatyckie znacznych nadwyżek handlowych. Reinwestowanie środków z utrzymujących się dodatnich sald na rachunku obrotów bieżących doprowadziło do akumulacji kapitału w postaci rezerw walutowych na niespotykaną dotychczas skalę – w przypadku samych Chin wartość zgromadzonych rezerw osiągnęła w końcu września 2010 r. wartość 2,65 bln USD (PAP/Bloomberg).

Przy sztywnym kursie walutowym (*de facto* dumpingu kursowym) Chiny uzyskiwały duże nadwyżki eksportowe lokowane następnie w USA, co ułatwiało finansowanie deficytu sektora prywatnego i publicznego w tym kraju (Ferguson, Schularick, 2007). Od momentu przystąpienia do WTO w 2001 r., nadwyżka handlowa Chin istotnie wzrosła będąc przyczyną znacznej akumulacji nadwyżek oszczędności netto. W 2007 r. całkowita nadwyżka na rachunku obrotów bieżących osiągnęła wartość 359 mld USD, co stanowiło około 10% ówczesnego PKB Chin (McKinnon, Schnabl, 2009). Odpowiadało to prawie połowie amerykańskiego deficytu na rachunku obrotów bieżących, który w tym samym roku ukształtował się na poziomie 750 mld USD i stanowił 6,1% amerykańskiego PKB. Graficzne ujęcie problemu nierównowag prezentuje wykres 1.2.

Wykres 1.2. Prognozy zmian globalnych nierównowag sald obrotów bieżących (jako % światowego PKB)



Źródło: MFW.

Od momentu przystąpienia Chin do WTO ich nadwyżka bilansu obrotów handlowych rosła, co prowadziło do powstania największych oficjalnych rezerw walutowych na świecie, składających się w 65% z aktywów nominowanych w amerykańskiej walucie (Wagstyl, 2010) – por. tabela 1.1.

Tabela 1.1. Główni posiadacze amerykańskich papierów dłużnych spośród azjatyckich krajów wschodzących i eksporterów ropy naftowej

Główni posiadacze amerykańskich papierów dłużnych, stan na koniec czerwca 2009 r.			Główni posiadacze amerykańskich papierów skarbowych, stan na koniec lipca 2010*	
Państwo	Miejsce na liście amerykańskich wierzycieli	Wartość (mld USD)	Miejsce na liście amerykańskich wierzycieli	Wartość (w mld USD)
Chiny ¹	1	1 464	1	847
Japonia	2	1 269	2	821
Eksporterzy ropy naftowej ¹	7	353	4	224
Pozostałe kraje:		6 555		2 174
Razem		9 641		4 066
W tym instytucje publiczne:		3 880		2 727

¹Bez Hongkongu, Makao, Tajwanu

²Bahrajn, Iran, Irak, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie

Źródło: *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2009*, Departament Skarbu USA, kwiecień 2010; *<http://www.ustreas.gov/tic/mfh.txt>

W opinii Oliviera Blancharda (Blanchard, 2009) bez upłynnienia kursu renminbi niemożliwa jest redukcja globalnych nierównowag, które były jedną z głównych przyczyn wybuchu kryzysu w 2007 r. W wyniku kryzysu nastąpiło zwiększenie oszczędności w USA, zmniejszenie wartości eksportu Chin oraz spadek nadwyżek państw eksportujących ropę naftową, dzięki czemu skala globalnych nierównowag została zredukowana z poziomu 3% światowego PKB do około 1,5%. Przy utrzymującym się osłabianiu „tandemu” dolar-renminbi niemożliwa jest jednak znaczna redukcja nierównowag światowego salda rachunku obrotów bieżących, lecz wyłącznie poprawa sald USA i Chin kosztem pogorszenia sald reszty świata (w tym strefy euro i UE).

W analizie opublikowanej przez MFW Blanchard (2009) prezentuje scenariusze rozwoju wydarzeń w międzynarodowym systemie walutowym. Najbardziej realistyczny wariant zakłada poprawę kondycji finansów publicznych USA, spadek stopy oszczędności w Chinach i równoczesny wzrost konsumpcji w tym kraju, aprecjację renminbi oraz redukcję nadwyżki na chińskim rachunku obrotów bieżących. Jest to scenariusz najbardziej oczekiwany przez wielu ekonomistów i najbardziej pożądany z punktu widzenia stabilnego wzrostu. W opinii Blancharda jest to optymalna droga do ograniczenia globalnych nierównowag oraz osiągnięcia zrównoważonego globalnego wzrostu gospodarczego. Powodzenie takiej strategii zależy jednak od polityki kursowej Chin, które w obliczu rosnących oczekiwań ponownie upłynniły kurs renminbi w czerwcu 2010 r. Presja na aprecjację waluty Państwa Środka rośnie, szczególnie ze strony Stanów Zjednoczonych oraz rozwijających się państw Azji Południowo-Wschodniej i Japonii.

Jednakże w wywiadzie udzielonym w lutym 2010 r. agencji Xinhua (2010) Blanchard podkreśla, że sama aprecjacja renminbi nie rozwiąże wszystkich problemów Stanów Zjednoczonych, ponieważ aprecjacja renminbi i innych walut wschodzących gospodarek Azji o 20% może się

przyczynić tylko do 1% wzrostu PKB Stanów Zjednoczonych¹⁵. Dyskusja o wyrównaniu globalnych nierównowag nie powinna się więc toczyć wyłącznie wokół kursu chińskiej waluty, lecz również wokół stopy oszczędności w tym kraju. Konsumpcja wewnętrzna w Chinach stanowi obecnie około 40% PKB tego kraju, podczas gdy średnia w innych krajach azjatyckich, charakteryzujących się wysoką stopą oszczędności, wynosi 50–60%. Dla porównania, średnia w krajach rozwiniętych to 60–70% PKB (Stratfor, 2009). Kroki podjęte przez władze chińskie w kierunku stymulowania konsumpcji wewnętrznej zaczęły już przynosić efekty, a aprecjacja renminbi powinna być rozpatrywana jako jedno z narzędzi zwiększania popytu wewnętrznego w Chinach. Pogląd ten poparł również Dominique Strauss-Kahn (2010), który zaleca Chinom aprecjację waluty w średnim okresie, co pozwoli na zwiększenie siły nabywczej chińskich konsumentów i umożliwi oparcie wzrostu gospodarczego na rynku wewnętrznym. Jednocześnie, prognozy wskazują, że średniookresowe tempo wzrostu gospodarczego Chin w przypadku nieprzeprowadzenia niezbędnych reform gospodarczych może ulec obniżeniu do około 5–8% rocznie (ADB, 2010). Wobec silnego uzależnienia od eksportu, szczególną dbałość o jego konkurencyjność wymusza ryzyko wzrostu bezrobocia. Dlatego zbyt gwałtowna aprecjacja renminbi nie jest akceptowalna z ekonomicznego i politycznego punktu widzenia.

Reżim kursowy w Chinach

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, do którego Chiny przystąpiły 27 grudnia 1945 r. jako jeden z 35 członków założycieli, klasyfikuje obowiązujący w Chinach mechanizm kursowy jako *stabilized arrangement* (IMF, 2010b). Historię kształtowania reżimu kursu walutowego w Chinach przedstawia ramka 1.6.

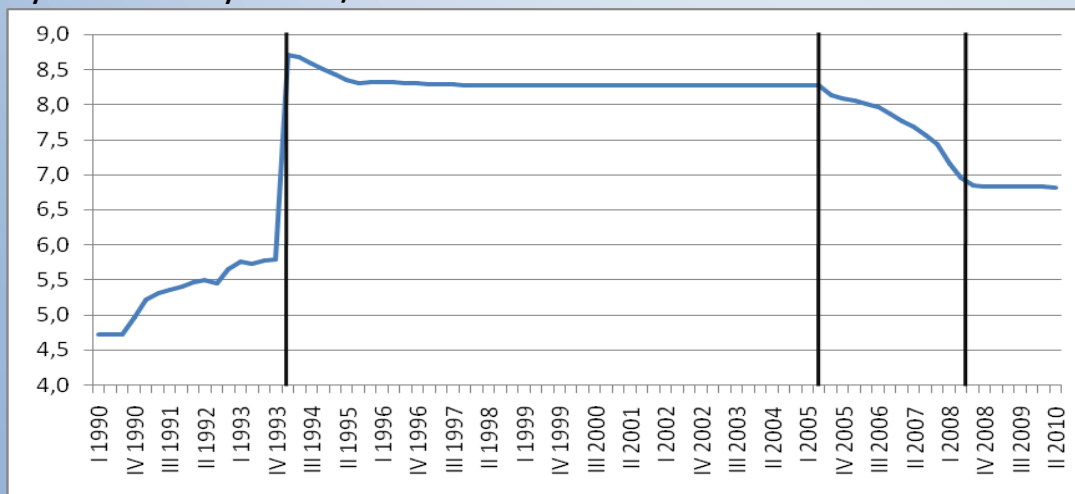
¹⁵ Ponadto, warto zauważyć, że w okresie 2005–2008, kiedy renminbi podlegało aprecjacji, wartość nadwyżki rachunku obrotów bieżących kontynuowała wzrost.

Ramka 1.6. Reżim kursowy Chin

McKinnon i Schanbl (2009) dzielą historię wymiany renminbi na trzy etapy (por. wykres 1):

- 1. Okres przed 1994 r., kiedy waluta chińska była niewymienialna** – istniało wiele kursów wymiany (m.in. kurs oficjalny czy specjalne kursy dla eksportu towarów przemysłowych, inne dla różnych regionów kraju). Ponadto obowiązywały ograniczenia walutowe w transakcjach rachunku kapitałowego i bieżącego, a handel międzynarodowy odbywał się tylko za pośrednictwem państwowych central handlu zagranicznego. Z wyjątkiem niektórych Specjalnych Stref Ekonomicznych na wschodnim wybrzeżu swobodny arbitraż cen pomiędzy rynkiem krajowym i światowym był niemożliwy, a kurs walutowy był ustalany arbitralnie. Tylko w okresie 1990 – koniec 1993 r., kurs renminbi uległ deprecjacji z 4,70 do 5,80 za dolara.
- 2. Lata 1994 – 2005, kiedy kurs wymiany renminbi stanowił ważny instrument polityki pieniężnej.** W 1994 r. władze chińskie rozpoczęły reformy systemu finansowego. Zniesiono kontrole walutowe w transakcjach rachunku bieżącego (eksport, import, odsetki i dywidendy) oraz zunifikowano kurs wymiany renminbi. Do 1996 r. Chiny spełniły wymogi VIII artykułu MFW, dotyczące wymienialności na rachunku bieżącym. Nowy skonsolidowany kurs wymiany został ustalony w 1994 r. na 8,7 renminbi za dolara, co oznaczało dewaluację waluty chińskiej, lecz było uzasadnione wysoką inflacją w latach 1993 – 1995. W warunkach braku rozwiniętego rynku finansowego oraz postępującej liberalizacji reżimu centralnego planowania i bezpośredniej kontroli cen jedynym sposobem ustabilizowania krajowego poziomu cen było odniesienie się do zewnętrznej kotwicy nominalnej, którą stanowił dolar amerykański. W ten sposób sztywny kurs walutowy wobec USD stał się instrumentem polityki pieniężnej. Do 1995 r. nominalny kurs wymiany ustalił się na poziomie 8,28 RMB za USD i do 20 lipca 2005 r. pozostawał na tym poziomie z pasmem dopuszczalnych wahań $\pm 0,3\%$. W tym okresie inflacja obniżyła się do poziomu obserwowanego w Stanach Zjednoczonych.
- 3. Połowa 2005 – połowa 2008 r., kiedy kurs renminbi miał charakter kursu płynnego zarządzanego.** W dniu **21 lipca 2005 r.** People's Bank of China (PBC) dokonał rewaluacji kursu renminbi względem dolara amerykańskiego o około 2,1% (z RMB 8,28/USD do RMB 8,11/USD) oraz ogłosił przyjęcie mechanizmu kursu walutowego typu *managed float*, przy wartości renminbi ustalonej w odniesieniu do koszyka walut. Intencją władz Chin było zwiększenie elastyczności kursu renminbi. PBC zapowiedział, że będzie dostosowywał pasmo wahań (*trading band*) do warunków gospodarczych i sytuacji na rynku finansowym. W sierpniu 2005 r. prezes PBC ujawnił, że głównymi walutami w koszyku są dolar amerykański, euro, japoński jen, koreański won, natomiast wśród pozostałych walut koszyka są funt brytyjski, baht tajski, rubel rosyjski, malezyjski ringgit oraz dolar australijski i kanadyjski. W dniu **19 maja 2007 r.** dokonano zmiany w mechanizmie kursowym Chin – pasmo wahań kursu renminbi względem dolara amerykańskiego zostało rozszerzone z $\pm 0,3\%$ do $\pm 0,5\%$ względem parytetu centralnego. Były to pierwsze kroki w kierunku uelastycznienia polityki kursowej Chin od września 2005 r.

Wykres 1. Kwartalny kurs RNB/USD w okresie I kwartał 1990 r. – II kwartał 2010 r.



Źródło: OECD.

W lipcu 2008 r., w odpowiedzi na rosnącą zmienność na globalnych rynkach finansowych, bank centralny Chin usztywnił (*re-pegged*) kurs renminbi do dolara amerykańskiego. W reakcji na presję międzynarodową w dniu 19 czerwca 2010 r. Ludowy Bank Chin (PBC) ogłosił, że mechanizm kursowy Chin zostanie uelastyczniony. 19 czerwca 2010 r. powrócono do mechanizmu kursowego typu *managed float*, obowiązującego przed globalnym kryzysem finansowym, z dopuszczalnym pasmem wahań kursu walutowego $\pm 0,5\%$ wokół parytetu centralnego. Wysokość parytetu centralnego¹⁶ (renminbi względem dolara amerykańskiego) jest oparta na średniej ważonej transakcji CFETS¹⁷ oraz OTC¹⁸.

Oszacowania kursu równowagi waluty chińskiej przeprowadzone dla danych do marca 2010 r. wskazują na znaczne niedowartościowanie renminbi. Analiza kursu równowagi fundamentalnej (FEER) dokonana przez Cline'a i Williamsona (2010) wskazuje na niedowartościowanie renminbi względem kursu równowagi o około 15%, a względem dolara o około 24%. Z kolei Subramanian (2010), analizując kurs renminbi względem parytetu siły nabywczej (PPP), szacuje niedowartościowanie chińskiej waluty na poziomie 30%. Również zdaniem MFW kurs renminbi kształtuje się istotnie **poniżej poziomu zgodnego ze średniookresowymi fundamentami**. U podstaw tej oceny znajdują się trzy obserwacje (IMF, 2010b: 19).

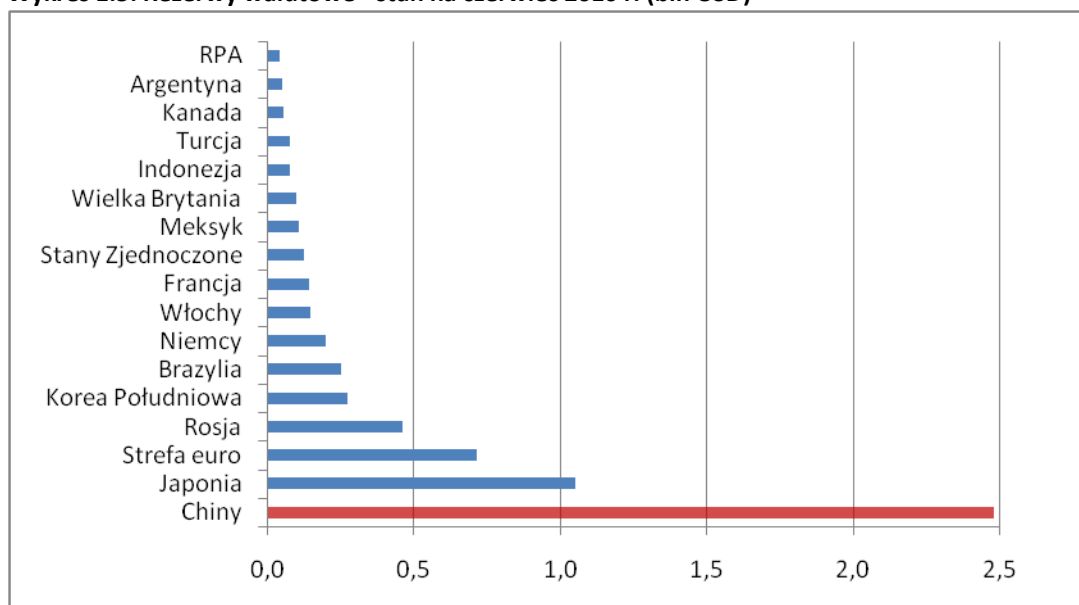
Po pierwsze, kontynuacja wysokiego tempa akumulacji rezerw dewizowych. Władze Chin odpierają ten argument, jako świadczący o znacznym niedowartościowaniu waluty. W szczególności, akumulację rezerw w ciągu ostatnich dwóch lat interpretują raczej jako efekt bezprecedensowej ekspansji globalnej płynności w następstwie decyzji w zakresie polityki monetarnej dużych gospodarek rozwiniętych niż jako skutek niedowartościowania ich narodowej waluty (por. wykres 1.3.)

¹⁶ Przed otwarciem rynku w każdy dzień roboczy CFETS zbiera oferty cenowe od wszystkich podmiotów typu *market maker*, wyłącza najwyższą i najniższą ofertę, a następnie kalkuluje średnią ważoną pozostałych cen jako parytet centralny renminbi względem dolara amerykańskiego na dany dzień. Wagi dla podmiotów typu *market maker*, które pozostają niejawne, są ustalane przez CFETS na podstawie wolumenu dokonywanych przez nich transakcji na rynku.

¹⁷ Od kwietnia 1994 r. w Chinach działa The China Foreign Exchange Trade System, CFETS, zwany również The National Interbank Funding Center, będący częścią PBC. Do głównych funkcji tej instytucji należą: zapewnienie systemów do handlu walutami obcymi, kredytowania w walucie krajowej i handlu obligacjami; organizacja międzybankowego handlu walutami obcymi, kredytowania w walucie krajowej i handlu obligacjami; rozliczanie handlu walutami obcymi; stymulowanie rozliczania kredytowania w walucie krajowej i handlu obligacjami; zapewnienie internetowego systemu kwotowania papierów komercyjnych; dostarczanie informacji na temat rynku walutowego, obligacji i rynku pieniężnego.

¹⁸ Od 4 stycznia 2006 r. w Chinach zawierane są transakcje walutowe typu spot na rynku pozagiełdowym, *over-the-counter*, OTC.

Wykres 1.3. Rezerwy walutowe - stan na czerwiec 2010 r. (bln USD)



Źródło: MFW.

Po drugie, bieżący poziom realnego kursu walutowego jest bliski poziomowi z późnych lat 90., chociaż od tego czasu wydajność pracy w Chinach rosła znacznie szybciej niż u partnerów handlowych. Władze Chin podważają zasadność oceny bieżącego poziomu kursu walutowego w odniesieniu do poziomu z okresu, w którym nie wiadomo, czy był on zgodny z kursem równowagi. Ponadto, Chińczycy wskazują, że renminbi jest obecnie o ponad 50% silniejszy niż w 1994 r., a od ostatniego najniższego notowania w 2005 r. nastąpiła 22-procentowa aprecjacja kursu wymiany. Zdaniem strony chińskiej, realny kurs walutowy był bardzo elastyczny w ciągu ostatniej dekady. Wrócił on aktualnie do średniego poziomu z lat 1999 – 2003, okresu bez znacznej nierównowagi zewnętrznej. Niemniej jednak, skumulowane różnice produktywności od początku XXI w. były duże, co przedstawia tabela 1.2.

Tabela 1.2. Różnice produktywności w latach 2000 – 2008 w %

	Średnia roczna produktywność		Skumulowana różnica
	Chiny	Partnerzy handlowi	
Wzrost wydajności czynników wytwórczych	2,8	1,2	14,9
Produktywność pracy			
Sektor dóbr handlowych	9,3	2,3	62,7
Sektor dóbr niehandlowych	4,7	0,6	36,4

Źródło: IMF (2010b).

Po trzecie, w najbliższych latach prawdopodobnie nastąpi powrót znacznej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących Chin. Władze Chin przeczą temu, wskazując, że reformy przeprowadzone w ciągu ostatnich kilku lat (w tym aprecjacja realnego kursu walutowego, poprawa

dostępu do usług medycznych, edukacyjnych oraz systemu emerytalnego) już powodują zmiany strukturalne w obszarze oddziaływania oszczędności i inwestycji na gospodarkę. Utrzymują ponadto, że bieżący poziom kursu renminbi jest bliższy stanowi równowagi niż którykolwiek z przeszłości. Dodają, że zważywszy na etap rozwoju gospodarczego w Chinach, znaczenie importu w popycie wewnętrznym będzie rosło. Jednocześnie, do obniżania salda na rachunku bieżącym mają przyczyniać się tendencje związane z urbanizacją, demografią i reformą rolną, w związku z czym nadwyżka na rachunku bieżącym powinna odnotowywać powolną tendencję spadkową (tak, by na koniec 2010 r. osiągnąć poziom około 4% PKB, uważany za właściwy dla Chin). Sprawdzenie się tej prognozy oznaczałoby, że niedowartościowanie renminbi jest faktycznie marginalne. Jednak przedstawione w październiku 2010 r. prognozy MFW wskazują, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w 2010 r. wyniesie niemal 5% PKB i będzie się powiększać do prawie 8% PKB w 2015 r. (IMF, WEO, October 2010).

Chiny nie poddają się światowej presji na wzmocnienie własnej waluty również w obawie przed podzieleniem losu Japonii, która uległa takiej presji w latach 80. Skutki szybkiej aprecjacji jena względem dolara przedstawia ramka 1.7.

Ramka 1.7. Polityka kursowa Chin a przypadek Japonii

Od 1949 r. do sierpnia 1971 r. jen był powiązany z dolarem w relacji 360 JPY za 1 USD w ramach systemu Bretton Woods. Deprecjacja centralnej waluty systemu – dolara doprowadziła do znacznego odpływu kapitału ze Stanów Zjednoczonych do Europy i Japonii. Aby zapobiec gwałtownemu wzmocnieniu jena w latach 1971–1972, Bank Japonii intensywnie interweniował na rynkach walutowych, w wyniku czego zgromadził znaczne rezerwy walutowe i spowodował wzrost podaży pieniądza krajowego.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w historii polityki kursowej Japonii było porozumienie zawarte 22 września 1985 r. przez kraje tworzące G-5 (Francja, Japonia, Niemcy, Stany Zjednoczone i Wielka Brytania), tzw. La Plaza Agreement, które miało na celu przeprowadzenie skoordynowanej akcji banków centralnych tych krajów na rzecz osłabienia dolara. Na skutek powyższych działań wartość jena wzrosła z 240 JPY za 1 USD do 200 JPY za 1 USD do końca 1985 r., a przez kolejne pół roku do poziomu 155 JPY za 1 USD. To właśnie szybkiej aprecjacji jena w tym okresie przypisywana jest wina za „stracone dekady” Japonii. Obawa przed wieloletnią deflacją stanowi główny argument władz chińskich przeciw szybkiej aprecjacji renminbi.

Przypisywanie szybkiej aprecjacji jena całej odpowiedzialności za zastój gospodarczy w Japonii jest jednak często krytykowane. Gwałtowny wzrost wartości japońskiej waluty nie był bowiem jedyną przyczyną recesji. Duże znaczenie miały również błędy polityki gospodarczej, która skutki silnego jena łagodziła zbyt luźną polityką monetarną w latach 1987–1989. W jej wyniku druga połowa lat 80. odznaczała się silnym napływem kapitału spekulacyjnego i rosnącymi cenami aktywów, których korekta w znacznym stopniu przyczyniła się do trwającej dwie dekady stagnacji.

Jak podkreślają przedstawiciele MFW, Chiny powinny przyzwolić na stopniową aprecjację swojej waluty, by w sytuacji uwolnienia kursu nie nastąpił tak gwałtowny wzrost wartości waluty jak w Japonii. Wskazuje się, że Chiny nie powinny opierać się aprecjacji waluty, dopóki ich gospodarka przeżywa okres boomu. Utrzymywanie niskich stóp procentowych i dużej płynności krajowego rynku pieniądza na skutek interwencji walutowych może wywołać podobny napływ kapitału spekulacyjnego jak w Japonii pod koniec lat 80., co według niektórych analityków już się dzieje na chińskim rynku nieruchomości. Podniesienie stóp procentowych i stopy rezerw obowiązkowych na jesieni 2010 r. wydaje z tego punktu widzenia posunięciem właściwym.

Zgoda Chin na zbyt szybką aprecjację renminbi może mieć również negatywne skutki dla chińskiego rynku pracy. Dzięki elastyczności podaży siły roboczej i sztywnemu kursowi walutowemu Państwo Środka wykazuje dynamiczne tempo wzrostu gospodarczego i może tworzyć miejsca pracy w sektorze eksportowym. Collignon (2010b) przyrównuje potencjalny zbyt szybki wzrost wartości chińskiej waluty do niekontrolowanego wzrostu stóp procentowych, co może doprowadzić do pęknięcia bańki na rynku azjatyckim, podlegającym silnym wpływom kapitału zagranicznego. Kiedy chińska gospodarka zakończy proces doganiania gospodarek rozwiniętych, a dotąd nieograniczona podaż siły roboczej wyczerpie się, kurs renminbi automatycznie się wzmocni, co według Collignona powinno nastąpić już w ciągu pięciu lat¹⁹. Chiński model wzrostu będzie się zatem przekształcał z nisko kosztowego w bardziej kapitałochłonny.

Podsumowanie

W pierwszej części opracowania podjęto próbę oceny głównych czynników wpływających na przemiany w MSW. Dokonane obserwacje pozwalają na sformułowanie następujących wniosków.

Po pierwsze, problemy finansowe i gospodarcze Stanów Zjednoczonych jako emitenta głównej waluty systemu zmniejszyły zaufanie do stabilności zarówno amerykańskiej gospodarki, jak i całego MSW. W globalnej gospodarce brak jednak środka płatniczego, który oferowałaby podobne korzyści co dolar, będący ciągle najpopularniejszą walutą międzynarodową, wybieraną zarówno przez inwestorów prywatnych, jak i państwa akumulujące rezerwy walutowe. Z tego względu pozycja amerykańskiej waluty, przynajmniej w krótkim okresie, nie wydaje się zagrożona. Tezę tę potwierdzają również trudności, z jakimi obecnie walczy największy rywal dolara w międzynarodowym systemie walutowym, czyli euro.

Po drugie, mimo słabości ekonomicznych i instytucjonalnych unii walutowej w Europie, euro powinno pozostać drugą po dolarze amerykańskim walutą systemu. Państwa członkowskie strefy euro zostały dotknięte problemami braku dyscypliny fiskalnej, asymetryczności wspólnej polityki pieniężnej czy utraty konkurencyjności. Kryzys zadłużeniowy Grecji i problemy Irlandii wpłynęły negatywnie na postrzeganie euro na międzynarodowych rynkach walutowych. Niemniej jednak, z punktu widzenia MSW euro stworzyło dla dolara amerykańskiego istotną konkurencję.

¹⁹ Chińska siła robocza to około 813 milionów pracowników, których przyrost w latach 90. wynosił średnio 10 milionów osób rocznie. W wyniku zastosowania m.in. polityki jednego dziecka liczba ta zmniejszyła się do 6 milionów rocznie po 2000 r. (Collignon, 2010a). Na kształtowanie rynku pracy w Chinach silnie wpływa migracja populacji wiejskiej do miast, której tempo wynosi średnio 20 milionów osób rocznie (Collignon, 2010a). Prawdopodobnie jednak do 2015 r. napływ ten ustanie, gdyż około połowa liczby osób stanowiących nadwyżkę siły roboczej na wsi jest w wieku powyżej 40 lat lub nie spełnia warunków, by emigrować za pracą do miasta.

Mimo spadku zaufania do wspólnej europejskiej waluty wydaje się, że jest ona już stosowana na tak dużą skalę, że może funkcjonować w oparciu o efekty sieci. Dzięki temu fakt, że euro przejściowo ma przed sobą prawdopodobnie gorsze perspektywy, nie oznacza, że grozi mu degradacja z dotychczasowej pozycji drugiej waluty międzynarodowej.

Po trzecie, dla zwiększenia stabilności MSW korzystna byłaby transformacja w kierunku systemu wielowalutowego. Kilka równolegle funkcjonujących walut rezerwowych daje możliwość dywersyfikacji ryzyka i uniezależnienia systemu od dominacji waluty jednego kraju. W obecnej sytuacji prawie wszystkie kraje będące emitentami walut międzynarodowych borykają się jednak ze znacznymi problemami gospodarczymi, głównie recesją i zadłużeniem. Dług oraz trudne uwarunkowania wewnętrzne to priorytetowe obecnie zagadnienia zarówno dla Stanów Zjednoczonych, jak i strefy euro, która jest zmuszona do finansowego wspomaganie państw członkowskich, mających problemy z wypłacalnością. Japonia, emitująca trzecią pod względem skali użycia walutę międzynarodową, jest obecnie najbardziej zadłużonym krajem spośród gospodarek wysoko rozwiniętych i od dwóch dekad zмага się z niskim tempem wzrostu PKB i deflacją. Podobnie jest w Wielkiej Brytanii, która także została silnie dotknięta przez kryzys. Frank szwajcarski może być przykładem waluty *safe haven*, jednak jego słabością, uniemożliwiającą mu odegranie większej roli w MSW, jest niewielki rozmiar szwajcarskiej gospodarki, która nie zdołałaby ekonomicznie udźwignąć odpowiedzialności związanej z posiadaniem głównej waluty światowej.

Po czwarte, uniezależnienie MSW od dolara amerykańskiego bez konieczności pokonywania wszystkich politycznych barier wielowalutowości mogłoby nastąpić dzięki zwiększeniu roli specjalnych praw ciągnięcia (SDR). Rozwiązanie to mogłoby pozwolić na wzrost znaczenia walut krajów wschodzących, m.in. należących do grupy BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny), co odzwierciedliłoby ich zwiększające się znaczenie w światowej gospodarce. Równomierne rozdzielenie ryzyka i odpowiedzialności za stabilność MSW na wiele gospodarek krajowych w ramach systemu wielowalutowego opartego na SDR wydaje się zatem uzasadnione i pozwala na wyeliminowanie „pułapki dolarowej”. Jednak realizacja tej koncepcji napotyka wiele trudności, jak choćby ograniczone możliwości użytkowania SDR czy pojawiające się polityczne sprzeciw wobec takiej koncepcji, przypisujące Chinom chęć zdominowania specjalnych praw ciągnięcia.

Po piąte, kryzys przyczynił się do działań interwencyjnych na rynku walutowym, które mogą się nasilić w przypadku trudności z odbudową wzrostu gospodarczego w krajach wysoko rozwiniętych. Starając się ochronić swoje waluty przed skutkami nadmiernych przepływów kapitałowych, kraje wschodzące stosują działania typu *competitive non–appreciation*. Mimo to, w wielu państwach trudno zahamować aprecjację walut narodowych. Potwierdza to przykład Brazylii, która co prawda zdołała zatrzymać tendencję aprecjacyjną reala wobec dolara, jednak nie przerwała

procesu umacniania waluty krajowej względem euro. Należy jednocześnie zauważyć, że prowadzenie polityki według modelu *competitive non–appreciation* nie dotyczy wyłącznie państw rozwijających się, ponieważ podobną metodę ochrony rynku stosuje Japonia w stosunku do jena i Szwajcaria wobec franka.

Rozdział II

Perspektywy wzrostu znaczenia renminbi jako waluty międzynarodowej

2.1. Czynniki sprzyjające umiędzynarodowieniu renminbi

2.1.1. Wzrost znaczenia gospodarki Chin

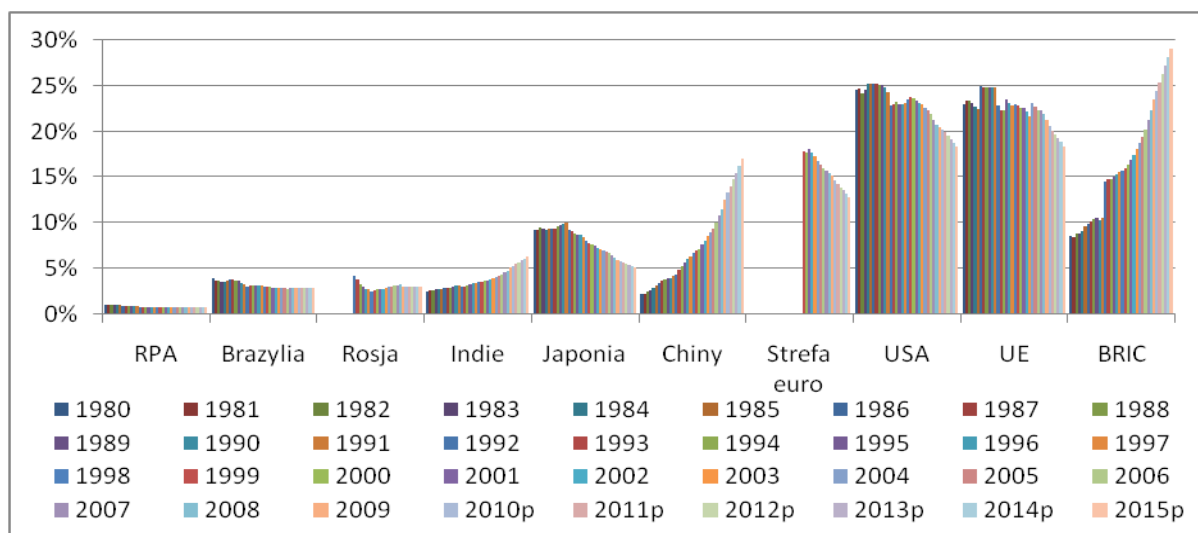
Zgodnie z danymi OECD (2010a) w 2009 r. wartość absolutna PKB wytworzonego w Chinach pozwoliła temu państwu zająć pozycję drugiej po Stanach Zjednoczonych gospodarki na świecie (według parytetu siły nabywczej). Państwo Środka to największy światowy eksporter i kraj o drugim pod względem wielkości sektorze przemysłowym na świecie. Czy imponujące wyniki gospodarki, w której proces urynkowienia rozpoczął się 30 lat temu, są wystarczające, by wypełnić warunki konieczne do przyjęcia przez renminbi roli waluty międzynarodowej? Na podstawie analizy sfery realnej gospodarki oraz stopnia rozwoju rynku finansowego Chin podjęto próbę odpowiedzi na pytanie czy chińska gospodarka jest gotowa, by wykreować swoją walutę jako walutę międzynarodową.

Udział Chin w światowym PKB

Udział Chin w światowym PKB, mierzony parytetem siły nabywczej, wyniósł w 2009 r. 12,5% (por. wykres 2.1.). Udział ten w cenach bieżących jest jednak dużo niższy. Oznacza to, że poziom dochodów w Chinach nadal znacznie odbiega od poziomu w krajach wysoko rozwiniętych. Rozmiar chińskiej gospodarki w przeliczeniu według kursu bieżącego stanowi 20% wielkości gospodarki amerykańskiej, a konsumpcja prywatna tego kraju odpowiada tylko jednej ósmej wielkości konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych (IMF, 2009: 36). W 2009 r. Chiny wygenerowały 8% światowego importu, co czyni je drugim globalnym importerem²⁰ (NBP, 2010a). Jednak w kategorii dóbr konsumpcyjnych chiński import w 2008 r. stanowił tylko 3% światowego importu, co sugeruje, że nie ma szans, by Chiny w krótkim okresie zastąpiły Stany Zjednoczone jako największego globalnego konsumenta.

²⁰ W strukturze chińskiego importu dominują dobra pośrednie i inwestycyjne.

Wykres 2.1. Udział wybranych państw i ugrupowań w światowym PKB (wg parytetu siły nabywczej)



*p – prognoza

Źródło: IMF WEO, October 2010, opracowanie własne.

Rolę Chin w gospodarce światowej podkreślają m.in. badania Arora i Vamvakidis (2010), z których wynika, że zarówno w krótkim, jak i w długim okresie wzrost gospodarczy w Chinach wpływa na światowy wzrost PKB i poziom cen. Przeprowadzone szacunki wskazują, że w ostatnich dziesięcioleciach zwiększyło się znaczenie Chin dla światowego wzrostu gospodarczego. Początkowo sfera wpływów gospodarki Państwa Środka ograniczała się do sąsiadujących krajów azjatyckich, obecnie ma szerszy wymiar. Chiny jako importer towarów, podzespołów, dóbr pośrednich oraz finalnych mają bezpośredni, pozytywny wpływ na eksport swoich partnerów handlowych. Z kolei chiński eksport negatywnie wpływa na bilans handlowy odbiorców towarów Państwa Środka, ale pośrednio może korzystnie kształtować ich dobrobyt i PKB poprzez zwiększanie konsumpcji tanich, chińskich towarów. Bardzo istotna jest również rola Chin w międzynarodowym łańcuchu dostaw. Szczególnie dla gospodarek mniejszych krajów azjatyckich, które wytwarzają podzespoły lub główne składowe produktów finalnie eksportowanych z Chin, współpraca z Państwem Środka umożliwia uczestnictwo w handlu międzynarodowym.

Analiza dwustronnych relacji handlowych Unii Europejskiej i Stanów Zjednoczonych z Chinami wskazuje na znaczny deficyt po stronie gospodarek rozwiniętych. Badania Arora i Vamvakidis (2010) dowodzą, że w latach 2001–2008 rosnący deficyt handlowy USA w handlu z Chinami przekładał się na obniżenie wzrostu amerykańskiego PKB o ok. 0,1% rocznie. Podobny wpływ został stwierdzony w przypadku Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec i Włoch. Jednak handel z Chinami ma dużo większe znaczenie dla sąsiadujących z Państwem Środka gospodarek azjatyckich, dla których Chiny są ważnym partnerem handlowym z 12-procentowym udziałem w handlu. We wspomnianym badaniu (Arora,

Vamvakidis, 2010) stwierdzono, że w latach 2001–2008 eksport netto do Chin stanowił dużą część wzrostu PKB w Hongkongu (1,2%), Korei Południowej (0,26%), Malezji (0,18%), na Filipinach (0,6%) i Tajwanie (2%).

Na podstawie dostępnych danych można stwierdzić, że światowy kryzys finansowy i gospodarczy z 2007 r. nie wpłynął równie istotnie na potencjał wzrostu gospodarczego w Chinach jak w większości gospodarek rozwiniętych. Różne ośrodki badawcze przewidują, że tempo wzrostu gospodarczego w Państwie Środka w kolejnych latach będzie szybsze niż w gospodarkach wysoko rozwiniętych. W raporcie Goldman Sachs (O'Neill, Stupnytska, 2009) przewiduje się, że już w 2027 r. (w porównaniu z prognozowanym w opracowaniach z 2003 r. rokiem 2041) Chiny odbiorą Stanom Zjednoczonym pozycję światowego lidera gospodarczego przy zachowaniu średniego tempa wzrostu na poziomie bliskim 8% rocznie. Jednocześnie, raport wskazuje na wzrost znaczenia pozostałych krajów grupy BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny), których udział w światowym PKB do 2032 r. ma być większy niż udział państw G7. Z kolei Asia Development Bank (ADB, 2010) przewiduje, że zmiana lidera światowej gospodarki nastąpi później, ponieważ Chiny w okresie do 2030 r. będą w stanie utrzymać tempo wzrostu bliskie średnio 5,5% rocznie lub maksymalnie 6,6%, pod warunkiem przeprowadzenia reform mających na celu zmniejszenia zależności chińskiego wzrostu od inwestycji oraz podniesienia wydajności krajowej edukacji, badań i rozwoju, a także zwiększenia prawnej ochrony własności. Niemniej jednak, znaczenie krajów rozwijających się rośnie i realnie wpływa na globalny wzrost gospodarczy na świecie.

Ramka 2.1. Reakcja Chin na kryzys

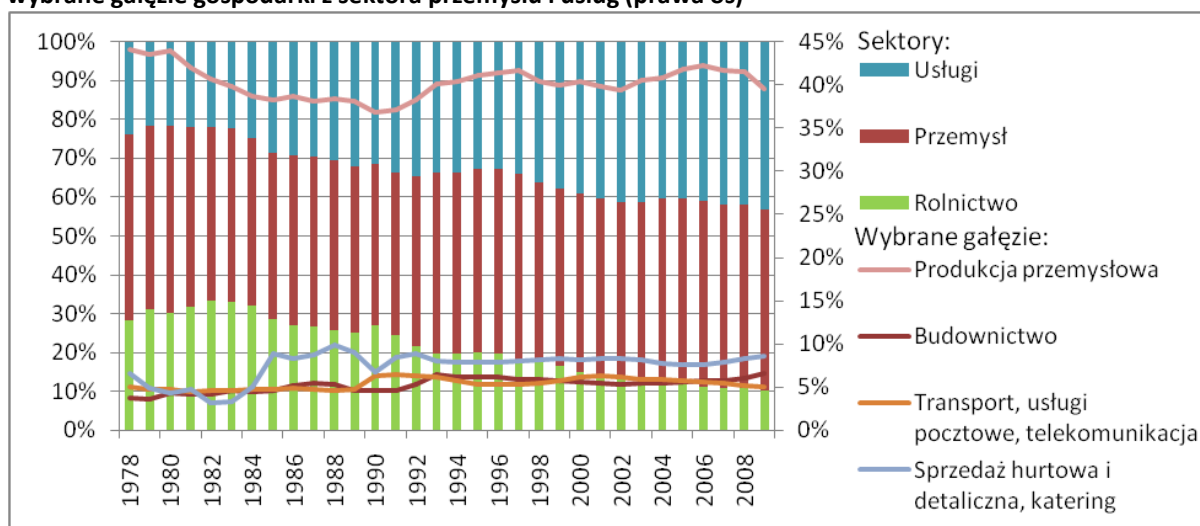
Kryzys finansowy i gospodarczy z 2007 r. dotknął Chiny w mniejszym stopniu niż gospodarki rozwinięte, co m.in. przyczyniło się do wzrostu pozycji Państwa Środka w rankingu najważniejszych gospodarek świata. W 2007 r. gospodarka Chin wykazywała symptomy przegrzania, co skłoniło władze chińskie do podniesienia stopy rezerw obowiązkowych i stóp procentowych w odpowiedzi na rosnący poziom cen (OECD, 2010a). Postępujący w 2008 r. spadek popytu światowego dodatkowo wzmocnił efekt spowalniania tempa wzrostu gospodarczego. W odpowiedzi na kryzys światowy już w 2008 r. władze chińskie podjęły wiele działań wspierających gospodarkę – w lipcu 2008 r. usztywniono kurs renminbi do dolara, zapobiegając jego powolnej aprecjacji, poluzowano politykę pieniężną (cięcie stóp procentowych o ponad 200 punktów bazowych oraz stopy rezerw obowiązkowych). Ponadto uruchomiono dwuletni plan inwestycyjny o wartości 4 mld RMB (czyli ponad 6,5% PKB) oraz liczne projekty infrastrukturalne (OECD, 2010a). Rząd chiński wyznaczył 10 priorytetowych sektorów, które mają być poddane restrukturyzacji, aby zwiększyć ich wydajność i innowacyjność oraz zapewnić lepsze wykorzystanie środków z pakietów stymulacyjnych. Należą do nich: przemysł stoczniowy i petrochemiczny, przemysł lekki, produkcja maszyn i metali nieżelaznych, przemysł tekstylny, technologie elektroniczne i informatyczne, przemysł motoryzacyjny, produkcja żelaza i stali oraz logistyka.

2.1.2. Charakterystyka i komponenty wzrostu gospodarczego

Sektorowa struktura PKB

Od czasu reorientacji polityki gospodarczej Chin w 1978 r. (por. „Dynamika wzrostu i struktura popytowa PKB” w dalszej części rozdziału) struktura PKB znacznie się zmieniła (por. wykres 2.2). W latach 1978–2009 udział rolnictwa w PKB zmalał z 30% do 10% na rzecz sektora usług (wzrost z 24% do 43% PKB).

Wykres 2.2. Struktura PKB w Chinach w latach 1978–2009 (w %) – główne sektory gospodarki (lewa oś), wybrane gałęzie gospodarki z sektora przemysłu i usług (prawa oś)



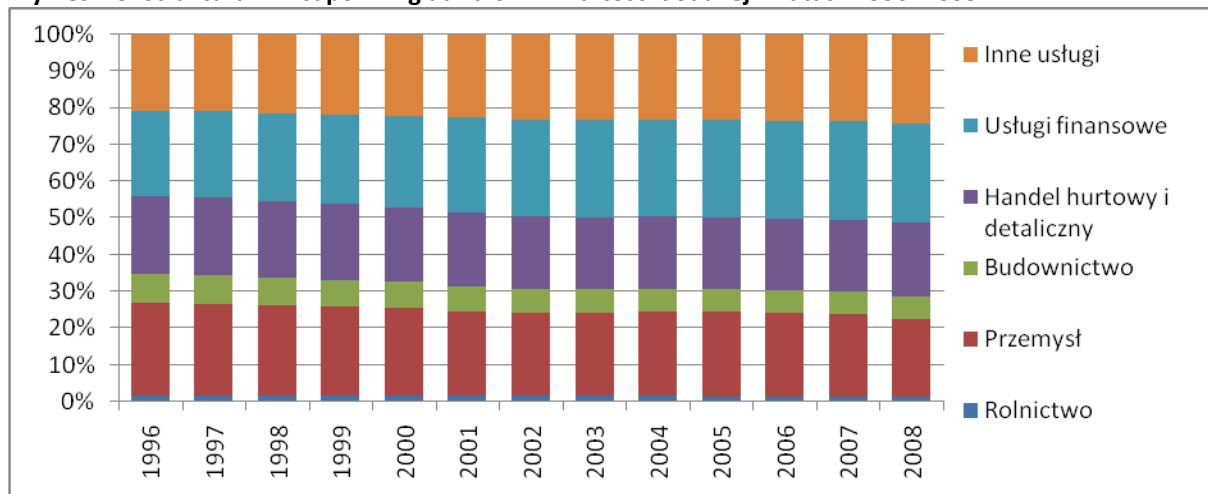
Źródło: CEIC

Z kolei udział przemysłu w strukturze PKB utrzymywał się na stabilnym poziomie około 40% w ciągu ostatnich 30 lat. Według danych OECD (2010a), produkcja przemysłowa w Chinach stanowi około 15% światowej wartości dodanej wytwarzanej w tym sektorze. Aż 40% wartości dodanej w chińskim przemyśle jest eksportowane. Jak wynika z analiz Guo i N'Diaye (2009), w 2008 r. produkcja stali surowej w Chinach stanowiła 40% produkcji światowej, a produkcja maszyn przemysłowych - 15% produkcji światowej w 2007 r. Chiny są trzecim na świecie (za Koreą Południową i Japonią) producentem statków wielkotonażowych z ponad 30-procentowym udziałem w tym rynku.

Jak pokazują doświadczenia z lat 2001–2008, znaczenie sektora przemysłowego w chińskiej gospodarce nie zmieniło się na skutek przystąpienia Państwa Środka do WTO. Z kolei o około 5 pkt. proc. wzrosło znaczenie sektora usług w PKB, które może być skutkiem częściowego otwarcia chińskiego rynku dla zagranicznych inwestorów. Porównanie z gospodarkami państw o podobnym, opartym na eksporcie, modelu rozwoju (np. Japonią) oraz z innymi gospodarkami rozwiniętymi pozwala przypuszczać, że w najbliższych latach znaczenie usług w gospodarce Państwa Środka będzie

się nadal zwiększać. Analiza struktury sektorowej PKB Japonii (por. wykres 2.3) pozwala sądzić, że również w Chinach znaczenie usług będzie rosło kosztem przemysłu. W przypadku zwiększenia zakresu wymienialności waluty Państwa Środka na znaczeniu powinien zyskać sektor usług finansowych. Jeśli władze chińskie rzeczywiście zdecydują się na modyfikację modelu gospodarczego państwa, by w większym stopniu uzależnić gospodarkę od popytu wewnętrznego, a nie światowego, rola sektora przemysłowego powinna się zmniejszyć.

Wykres 2.3. Struktura PKB Japonii wg udziałów w wartości dodanej w latach 1996–2008

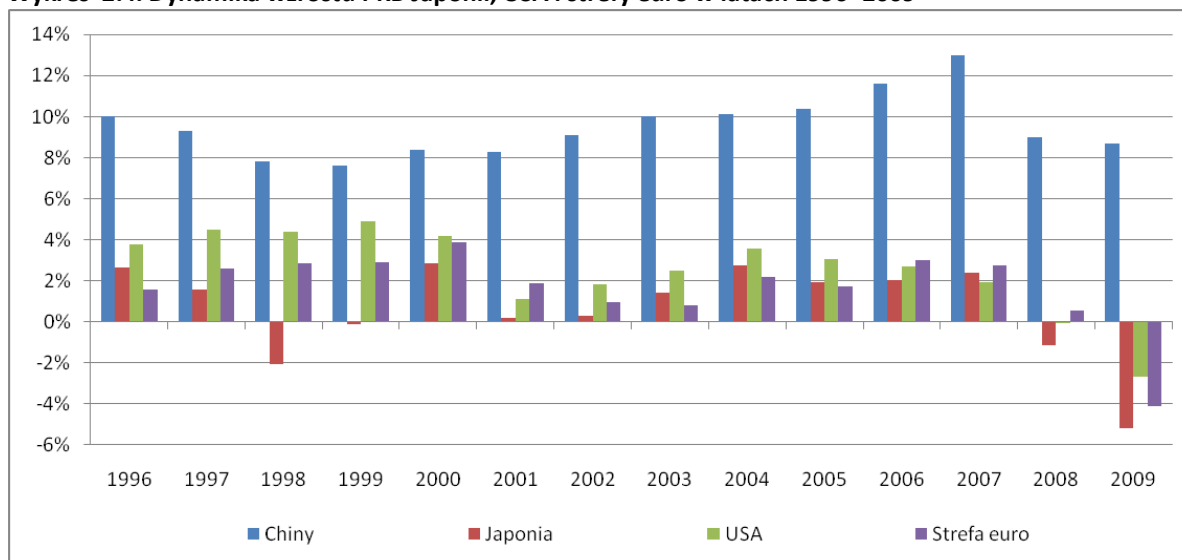


Źródło: OECD.

Dynamika wzrostu i struktura popytowa PKB

Bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Chinach to konsekwencja reform gospodarczych z 1978 r., które miały za zadanie przekształcić gospodarkę centralnie planowaną w gospodarkę rynkową. Od tej pory głównym celem gospodarczym władz chińskich stała się „budowa gospodarki” (Woo, 2007). Powyższa strategia gospodarcza została zmodyfikowana dopiero w 2006 r., kiedy władze kraju zdały sobie sprawę z niemożliwości dalszego utrzymania narastających nierówności społecznych i instytucjonalnego niedopasowania do struktur gospodarki rynkowej. Obecnie nadrzędnym celem Komunistycznej Partii Chin jest utworzenie do 2020 r. „harmonijnego społeczeństwa” (*harmonious society*), które pozwoli na dalszy zrównoważony rozwój kraju (Woo, 2007). Obrany pod koniec lat 70. kierunek zmian oraz podporządkowanie wszystkich inicjatyw celowi gospodarczemu pozwoliło Chinom stać się liderem wzrostu gospodarczego nie tylko w porównaniu z rozwiniętymi państwami zachodnimi (por. wykres 2.4), lecz również gospodarkami doganiającymi, których udział w światowym wzroście gospodarczym w okresie od 2000 do 2008 r. wyniósł ponad 50%, z czego na Chiny przypadło ponad 20% (O’Neill i Stupnytska, 2009).

Wykres 2.4. Dynamika wzrostu PKB Japonii, USA i strefy euro w latach 1996–2009

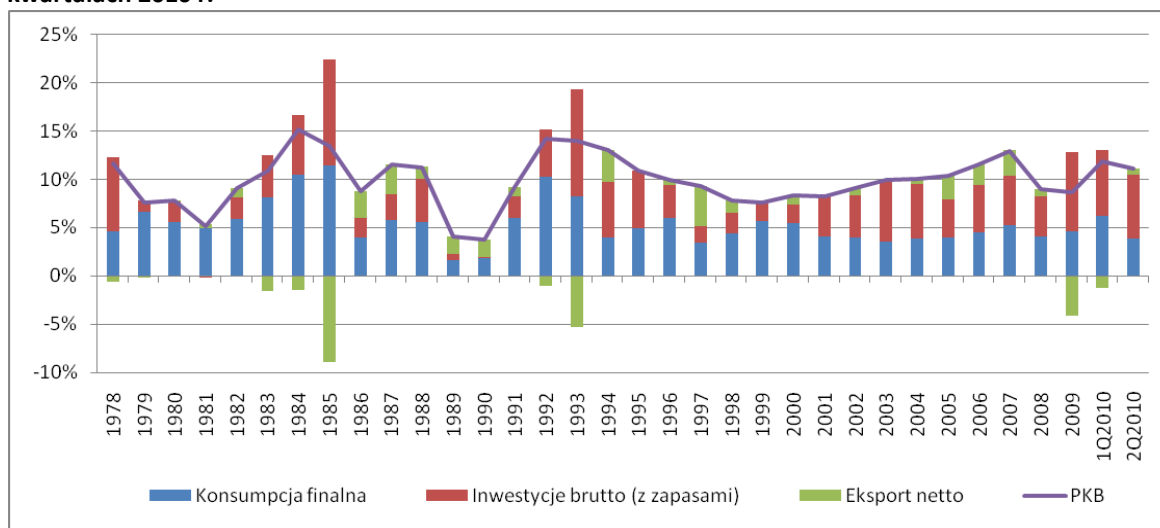


Źródło: opracowano na podstawie danych OECD.

Charakter zmian PKB w Chinach należy uznać za wyjątkowy zarówno pod względem tempa wzrostu, jak i nadzwyczajnie długiej fazy wzrostu cyklu koniunkturalnego (por. wykres 2.5). Oscylujące wokół 10% roczne tempo wzrostu PKB utrzymuje się *de facto* od czasu wprowadzenia reform trzydzieści lat temu. Wyjątkiem jest okres 1989–1990, kiedy wzrost gospodarczy znacznie osłabł w wyniku deregulacji cen, która wywołała znaczną inflację. Stabilność cenowa została przywrócona przez zahamowanie dużych inwestycji w środki trwałe oraz osłabienie popytu wewnętrznego (por. wykres 2.5). Istotne dla procesu dezinflacji było również przywiązanie waluty krajowej do dolara amerykańskiego. Z kolei zagraniczne inwestycje w Chinach zmniejszyły się w latach 1989–1990 w odpowiedzi na masakrę na Placu Tiananmen w 1989 r. Jednak już we wczesnych latach 90. napływ zagranicznych inwestycji, zwłaszcza do południowo-wschodnich regionów Chin, w znacznym stopniu przyczyniał się do wzrostu PKB.

Przełomowym momentem w rozwoju gospodarki Chin było przystąpienie tego kraju do WTO w grudniu 2001 r. Warunki przystąpienia zakładały coraz szersze otwieranie rynku wewnętrznego i integrację z gospodarką światową. Aż do 2007 r. tempo wzrostu PKB mierzone paritetem siły nabywczej wynosiło średnio 10,7% rocznie. Wskutek kryzysu, w 2008 r. wzrost PKB po raz pierwszy od 2002 r. miał wartość jednocyfrową, a w 2009 r. był niższy niż przed przystąpieniem kraju do WTO. Jak wskazuje wykres 2.5., spadek tempa wzrostu PKB był spowodowany głównie zmniejszeniem udziału eksportu netto, którego wkład do wzrostu PKB spadł z 24% w 2005 r. oraz ponad 19% w 2006 i 2007 r., do około 9%.

Wykres 2.5. Dekompozycja popytowa dynamiki PKB Chin w latach 1978–2009 oraz pierwszych dwóch kwartałach 2010 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych China Statistical Yearbook 2009 i CEIC.

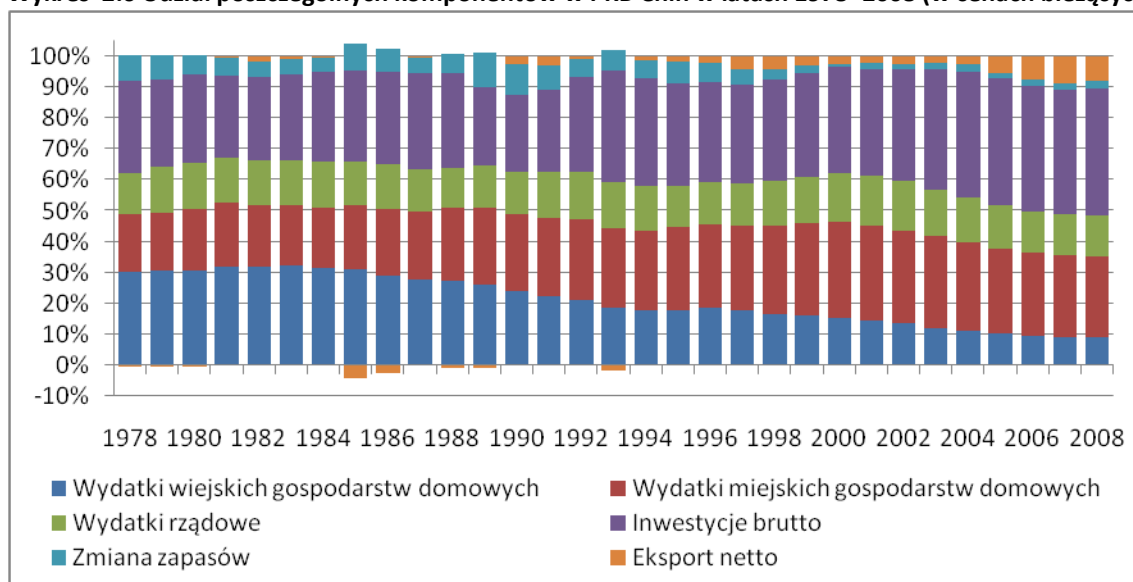
Konsumpcja

Jak ilustruje wykres 2.6., udział konsumpcji prywatnej w PKB Chin zmniejszył się z około 50% na początku lat 80. do około 35% w 2008 r.. Zjawisko to można tłumaczyć szybkim wzrostem gospodarczym kraju, co stwarza potrzebę zwiększenia akumulacji kapitału w celu sfinansowania inwestycji i wzrostu. Wzrost oszczędności prywatnych można również wyjaśniać niską jakością i niewielkim rozwojem systemu zabezpieczeń socjalnych, w związku z czym gospodarstwa domowe indywidualnie gromadzą środki niezbędne do zapewnienia sobie usług medycznych, edukacji i środków do życia po zakończeniu pracy zawodowej. Z kolei w badaniu przeprowadzonym przez Wei i Zhang (2009) jako przyczynę połowy wzrostu oszczędności w Chinach w latach 1997–2007 wskazuje się nierównowagę płciową w strukturze chińskiej populacji, wynikającą z polityki jednego dziecka. W jej wyniku liczba kobiet w populacji spadła na tyle w stosunku do liczby mężczyzn, że wymusza to zwiększanie oszczędności i tworzenie bardziej atrakcyjnej oferty matrymonialnej w rodzinach, gdzie jedyne dziecko jest płci męskiej. Inny pogląd na przyczynę zmniejszenia konsumpcji prywatnej przedstawiają Aziz i Cui (2007). Twierdzą, że wynika ona ze zmniejszenia dochodów gospodarstw domowych w relacji do PKB. Najistotniejszy w tym kontekście dochód z płac został obniżony na skutek wolniejszego tempa ich wzrostu w stosunku do tempa wzrostu wydajności pracy. Jednak jako najważniejszą przyczynę zmniejszenia dochodów Chińczyków autorzy wskazują niski stopień rozwoju sektora finansowego.

Guo i N'Diaye (2010) wśród czynników wpływających na konsumpcję prywatną wymieniają ponadto starzenie się społeczeństwa, niski stopień rozwoju rynku finansowego w Chinach, poziom

PKB *per capita*, udział zatrudnienia w sektorze usług oraz zmiany realnego kursu walutowego i realnej stopy procentowej. Ich badania przeprowadzone dla lat 2000–2007 wskazują, że w przypadku Chin jedną trzecią spadku konsumpcji prywatnej można bezpośrednio przypisać obniżeniu dochodu gospodarstw domowych, a jego podwyższenie przez zwiększanie zatrudnienia w sektorze usług oraz rozwijanie rynku kapitałowego i tworzenie alternatywnych form oszczędzania - może mieć istotny wpływ na wzrost konsumpcji. Autorzy wyliczyli, że na każde 10 pkt. proc. wzrostu udziału zatrudnienia w sektorze usług udział konsumpcji w PKB mógłby się zwiększyć o 3,5 pkt. proc., natomiast na każde 10 pkt. proc. aprecjacji realnego kursu walutowego, konsumpcja mogłaby wzrosnąć o 2 pkt. proc.

Wykres 2.6 Udział poszczególnych komponentów w PKB Chin w latach 1978–2008 (w cenach bieżących)



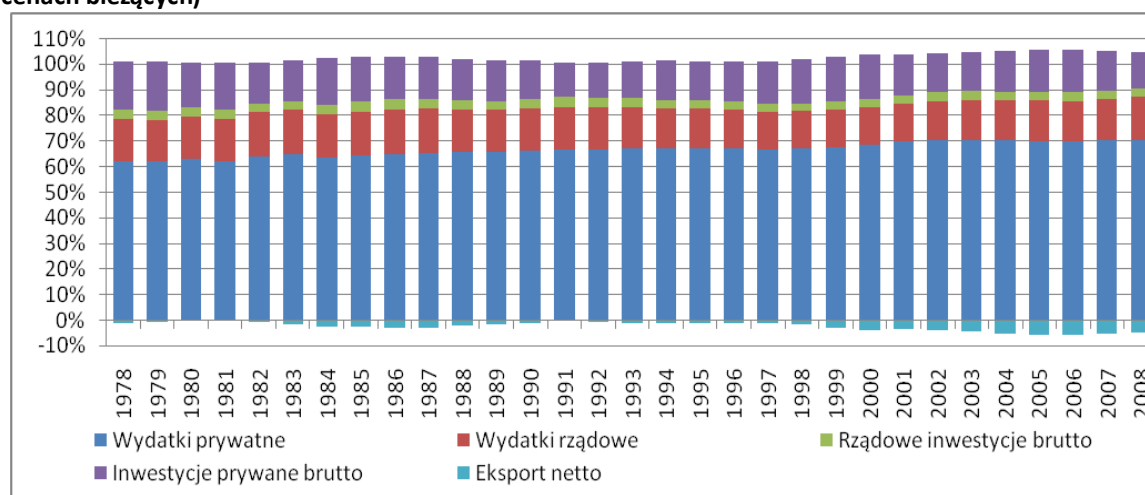
Źródło: China Statistical Yearbook 2009.

Inwestycje

W porównaniu z kompozycją popytową PKB Stanów Zjednoczonych (przedstawioną na wykresie 2.7) w Chinach komponent dominujący stanowią inwestycje brutto, których udział od lat 80. konsekwentnie się zwiększał: z 30% w 1978 r. do 41% w 2008 r. Z kolei w Stanach Zjednoczonych znaczenie inwestycji brutto w analogicznym okresie było blisko dwukrotnie niższe i wykazywało tendencję spadkową: z 22% do 17,5%. W badanym okresie znaczenie wydatków w Chinach – zarówno prywatnych, jak i rządowych – malało na rzecz inwestycji i eksportu netto, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych szczególnie rola wydatków prywatnych istotnie wzrosła (z 62% do ponad 70%).

Badania przeprowadzone przez Kuijs (2005) wskazują, że od wczesnych lat 90. poziom inwestycji gospodarstw domowych i rządowych w Chinach był stabilny i porównywalny z poziomem w innych krajach objętych badaniem (USA, Francja, Japonia, Korea i Meksyk). Zmiany poziomu inwestycji należy tłumaczyć wahaniami inwestycji w sektorze przedsiębiorstw, w połowie finansowanych poprzez rosnące w wyniku poprawy rentowności zyski zatrzymane oraz w dużej części przez oszczędności gospodarstw domowych pozyskiwane z systemu bankowego.

Wykres 2.7. Udział poszczególnych komponentów w PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 1978–2008 (w cenach bieżących)



Źródło: CEIC

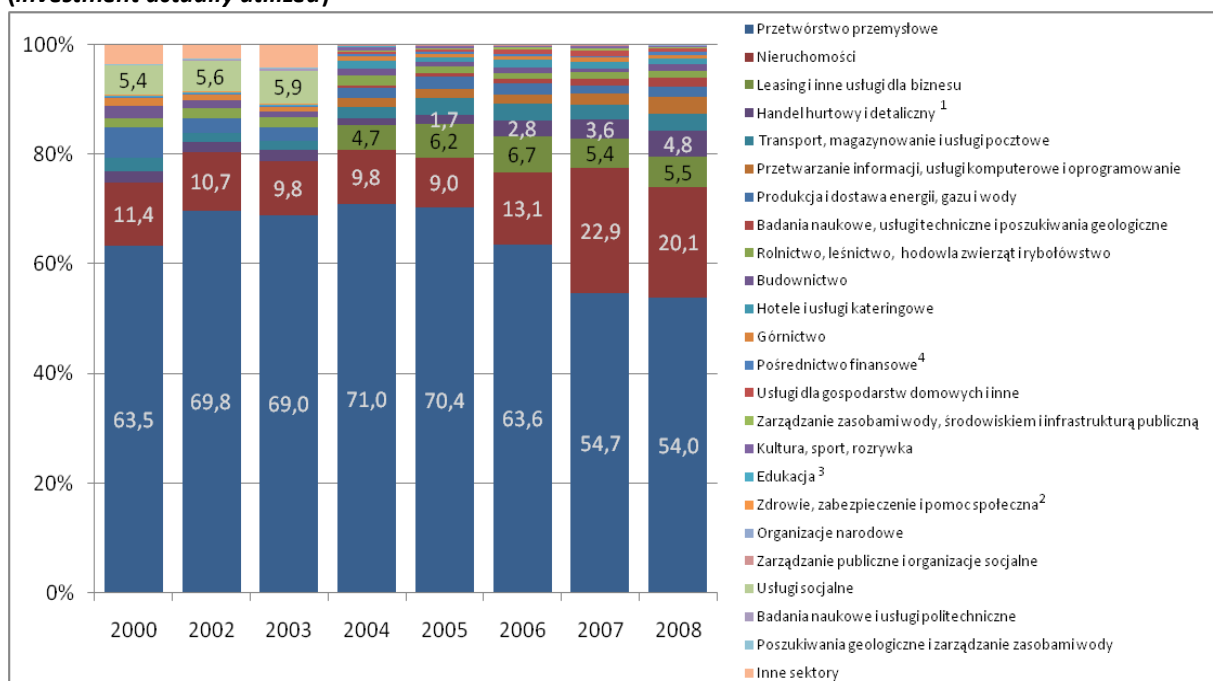
2.1.3. Integracja inwestycyjna i handlowa ze światem

Inwestycje zagraniczne

Chiny są największym światowym odbiorcą bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Jak wynika z badania przeprowadzonego przez Fan i in. (2007), przyczyny napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Państwa Środka to: ogromny rynek wewnętrzny, szybki wzrost gospodarczy, rosnące kwalifikacje pracowników oraz niskie koszty pracy. Jak widać na wykresie 2.8, najwięcej inwestycji przyciąga przetwórstwo przemysłowe, chociaż jego znaczenie istotnie zmalało od 2005 r. na rzecz sektora nieruchomości. W sytuacji utrzymywania się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego i wywołanego światowym kryzysem gospodarczym z 2007 r. niskiego poziomu stóp procentowych znaczne zwiększenie inwestycji w sektorze nieruchomości może mieć charakter spekulacyjny. Na uwagę zasługuje również wzrost inwestycji w sektorze handlu detalicznego i hurtowego, możliwy dzięki ustaleniom poczynionym w trakcie negocjacji akcesyjnych Chin do WTO. Z jednej strony pozwoliło to na redukcję barier w handlu i inwestycjach w zakresie dostępu do rynku wewnętrznego, a z drugiej otworzyło rynki krajów uprzemysłowionych dla produktów chińskich, co również sprzyjało napływowi BIZ zorientowanych proeksportowo.

BIZ, podobnie jak aktywność ekonomiczna w Chinach, są bardzo silnie skoncentrowane geograficznie i wejście kraju do WTO niewiele zmieniło w tym zakresie. Na koniec 2001 r. niemal 88% inwestycji było zlokalizowanych we wschodniej części kraju, co odzwierciedla różną atrakcyjność poszczególnych regionów. Przyjęcie Chin do WTO istotnie wpłynęło natomiast na strukturę inwestycji bezpośrednich, szczególnie w sektorze przemysłowym. Bezpośrednio po przystąpieniu, w latach 2001–2005 największe tempo przyrostu inwestycji notowały sektory wysokich technologii (*technology-intensive*), a następnie kapitałochłonne (*capital-intensive*). Jednocześnie obniżał się udział inwestycji w sektorach pracochłonnych (*labor-intensive*). Potwierdza to wzrost przewag komparatywnych w dwóch pierwszych z wymienionych sektorów.

Wykres 2.8. Struktura sektorowa bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Chinach w latach 2000–2008 (investment actually utilized)



¹ 2000–2003 plus usługi cateringowe

² 2000–2003 plus sport, minus zabezpieczenie społeczne

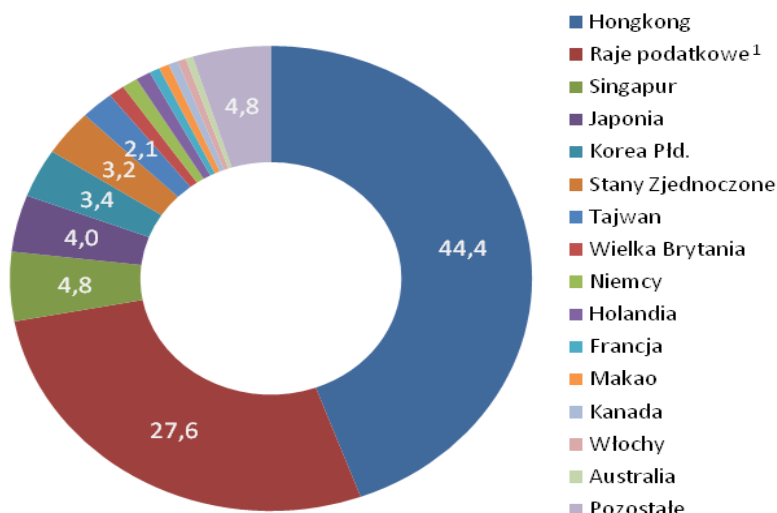
³ 2000–2003 plus kultura i sztuka, radio, film i telewizja

⁴ 2000–2003 tylko bankowość i ubezpieczenia

Źródło: Roczniki *China Statistical Yearbook* z lat 2004 – 2009, opracowanie własne.

Dane przedstawione na wykresie 2.9 wskazują, że największym źródłem zagranicznych inwestycji w Chinach są raje podatkowe, które generują ponad 70% inwestowanego kapitału. Jak sugerują badania, dominacja rajów podatkowych może być skutkiem zjawiska zwanego *round tripping*, które polega na eksporcie kapitału z Chin i jego powrocie w postaci BIZ na skutek różnego traktowania inwestorów krajowych i zagranicznych. Według szacunków *round tripping* mogą stanowić od około 25% do nawet 40% wszystkich inwestycji zagranicznych (He, 2006). Struktura pochodzenia pozostałych 30% odpowiada hierarchii najważniejszych partnerów handlowych Państwa Środka. Inwestycje proeksportowe pochodzą głównie z sąsiadujących krajów azjatyckich, dla których rynek chiński jest istotnym źródłem niskich kosztów pracy. Dla krajów Europy Zachodniej, USA i Japonii motywem lokalizacji inwestycji jest głównie dostęp do dużego i chłonnego rynku.

Wykres 2.9. Struktura geograficzna wykorzystanych środków z bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Chinach w 2008 r.



¹ z wyłączeniem Hongkongu i Makao
Źródło: China Statistical Yearbook 2009.

Inwestycje zagraniczne w Chinach były i wciąż pozostają jednym z motorów szybkiego wzrostu gospodarczego. Według szacunków Whalley i Xin (2006) wzrost gospodarczy Chin w pierwszych latach po przystąpieniu do WTO bez napływu BIZ mógłby być o około 3,4 pkt. proc. niższy od notowanego. Przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego generowały w pierwszych latach XXI w. ponad 50% eksportu i około 60% importu Chin. W latach 2004–2005 udział przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym w produkcji przemysłowej przekraczał 30%, ich wkład do PKB wynosił około 20%, a zatrudnienie w tym sektorze odpowiadało około 3% wszystkich zatrudnionych. Na tej podstawie można wnioskować, że wydajność pracy jest około dziewięciokrotnie większa niż średnia dla całej gospodarki.

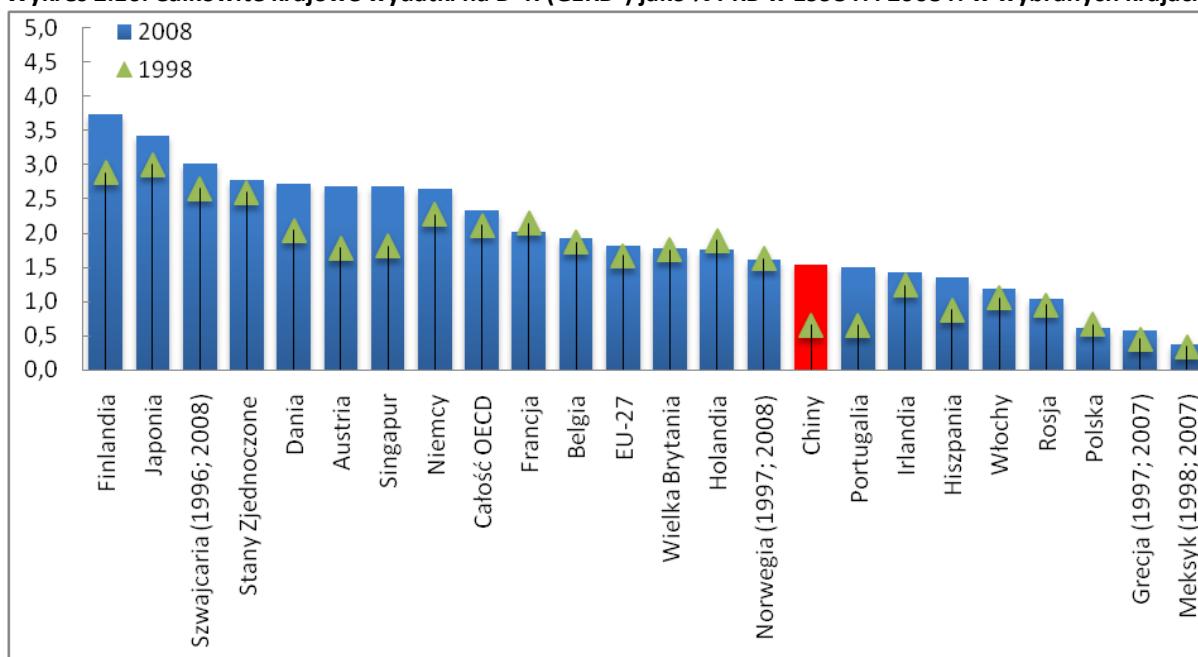
Inwestycje bezpośrednie przyczyniły się również do podniesienia potencjału produkcyjnego przez udział we wzroście nakładów na badania i rozwój (B+R)²¹. Mimo widocznego w strukturze handlu zagranicznego wzrostu zaawansowania technologicznego produkcji przemysłowej, poziom inwestycji w badania i rozwój w Chinach jest nadal niższy niż w krajach OECD i w 2007 r. stanowił 1,5% PKB (OECD, 2010b). Niemniej jednak, wydatki na badania i rozwój w Chinach podlegają szybkiemu wzrostowi. W latach 1998–2008 zwiększyły się z 0,65% PKB do 1,54% PKB (OECD, 2010b)²². Wykres 2.10 wskazuje, że udział wydatków na B+R w Chinach w 2008 r. był niewiele

²¹ W 2008r. udział firm z kapitałem zagranicznym w całkowitych wydatkach na chińskie badania i rozwój wyniósł 19%.

²² GERD-to-GDP ratio – stosunek wydatków na badania i rozwój (GERD, Gross Domestic Expenditure on Research and Development) do PKB (GDP).

mniej niż średnia UE 27 czy wydatki Norwegii, Holandii lub Wielkiej Brytanii oraz wyższy niż w biedniejszych i nowych krajach UE – jak Hiszpania, Włochy, Grecja czy Polska.

Wykres 2.10. Całkowite krajowe wydatki na B+R (GERD¹) jako % PKB w 1998 r. i 2008 r. w wybranych krajach



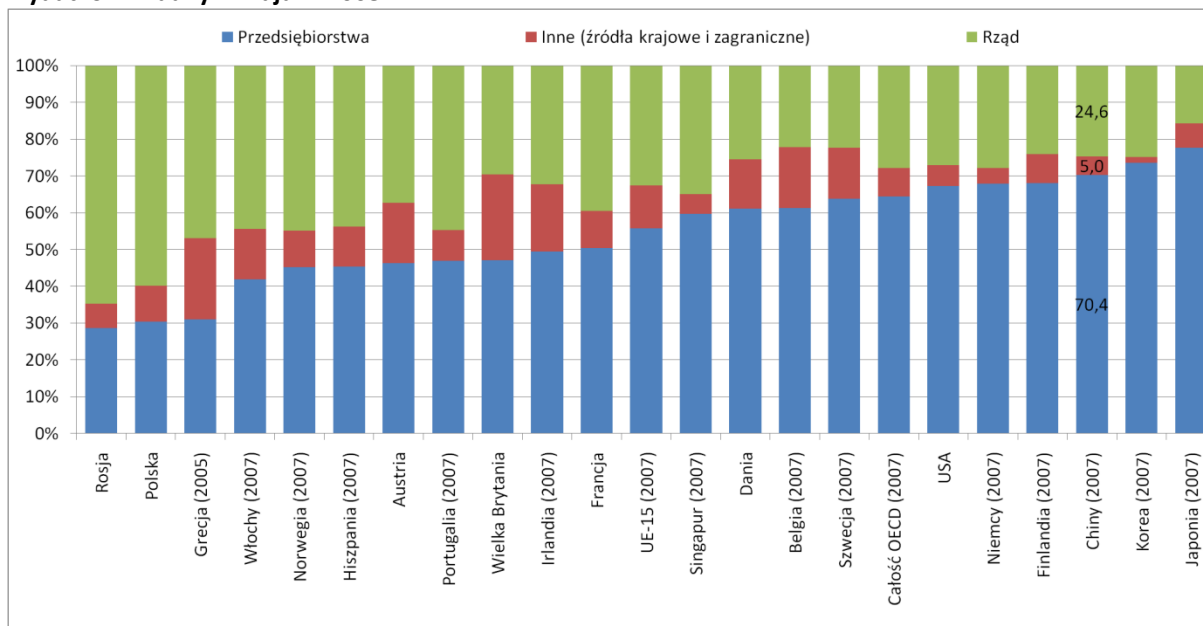
¹GERD Gross Domestic Expenditure on R&D (krajowe wydatki na badania i rozwój brutto)
Źródło: OECD (2010b).

Warto również zwrócić uwagę na dwa pozytywne aspekty funkcjonowania sfery B+R w Państwie Środka. Przede wszystkim, w latach 1998–2008 udział badań realizowanych przez rządowe jednostki badawcze w Chinach rósł średnio o około 10% rocznie. Na skutek tego, w 2008 r. udział sektora publicznego w chińskiej działalności badawczo-rozwojowej wynosił 0,28% PKB, co jest wartością porównywalną ze wskaźnikiem amerykańskim (0,3% PKB). Ponadto, Chiny charakteryzują się relatywnie korzystną strukturą finansowania B+R, ze znacznym udziałem wydatków sektora prywatnego²³. Wykres 2.11 obrazuje źródła finansowania badań i rozwoju w wybranych krajach świata. W Chinach przeważa udział sektora prywatnego w finansowaniu B+R – sięga 70,4% całych krajowych wydatków na badania, co odpowiada około 12% wydatków przedsiębiorstw na badania i rozwój w całym OECD. Biorąc pod uwagę, że największy na świecie napływ BIZ ma miejsce w Chinach, struktura finansowania wydatków na B+R, w której dominuje sektor prywatny, jest kolejnym argumentem na poparcie tezy, iż badania i rozwój w Chinach będą stanowić istotny czynnik

²³ Raport OECD (2010b) wskazuje, że badania finansowane przez sektor prywatny mają korzystniejszy wpływ na produktywność i oferują wyższą stopę zwrotu niż te pokrywane przez rząd. Również Guellec i van Pottelsberghe de la Potterie (2004) twierdzą, że inwestycje publiczne w B+R są mniej produktywne. Nie można jednak zapominać, że rząd często podejmuje się finansowania inwestycji o wysokim stopniu ryzyka i niskiej stopie zwrotu w celu zapewnienia dóbr publicznie pożądanych (Hall, B., J. Mairesse, P. Mohnen, 2009).

podnoszenia konkurencyjności gospodarki i prowadzić do technologicznego udoskonalenia eksportowanych przez nie produktów.

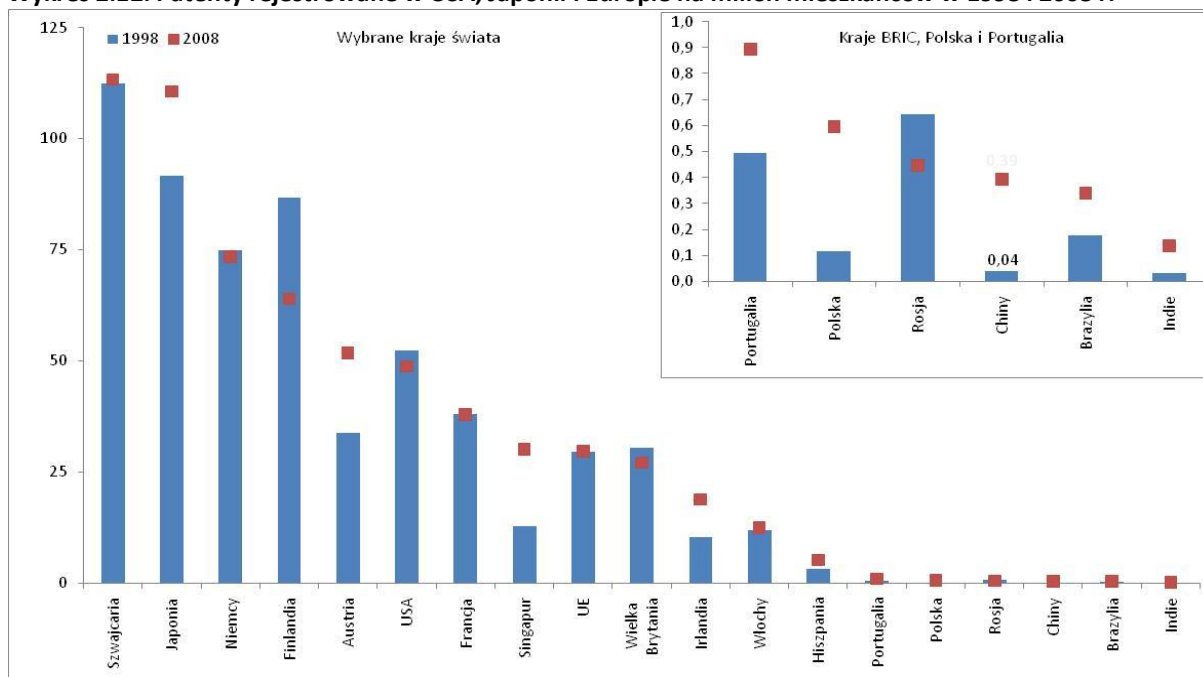
Wykres 2.11. Wydatki na badania i rozwój wg źródła finansowania w wybranych krajach jako procent całości wydatków w danym kraju w 2008 r.



Źródło: OECD (2010b).

Dziedziną, w której Chiny wypadają nieco gorzej niż pozostałe kraje świata, zwłaszcza rozwinięte, jest liczba patentów rejestrowanych w USA, Japonii i Europie. Wykres 2.12 przedstawia liczbę patentów rejestrowanych w krajach triady (USA, Japonia, Europa) przez wybrane państwa, przypadającą na milion mieszkańców.

Wykres 2.12. Patenty rejestrowane w USA, Japonii i Europie na milion mieszkańców w 1998 i 2008 r.



Źródło: OECD (2010b).

Należy jednak zauważyć, że relatywnie gorsza pozycja Chin na tle innych państw wynika nie tylko z rzeczywiście niewielkiej liczby posiadanych patentów, ale również z dużej liczby ludności. Dlatego należy podkreślić, że w wartościach absolutnych Chiny mają 1,1% patentów rejestrowanych w krajach triady (w 2008 r.), co sytuuje je na dwunastym miejscu spośród krajów objętych badaniami OECD.

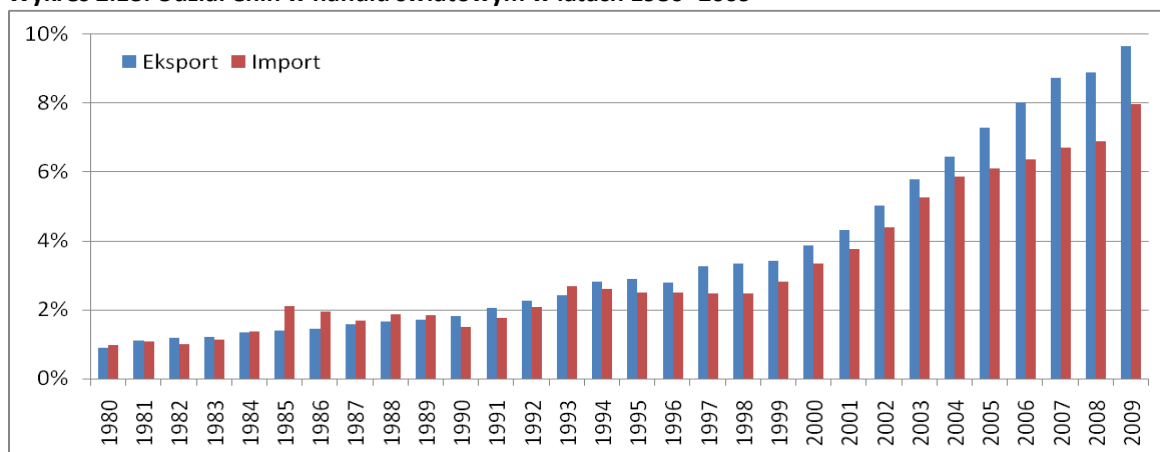
Handel zagraniczny

Istotną rolę w rozwoju gospodarczym Chin odgrywa handel międzynarodowy. Udział w światowej wymianie dóbr przede wszystkim pozwolił Chinom skorzystać z transferu wiedzy, który przyczynił się m.in. do zwiększenia wydajności czynników produkcji oraz pociągnął za sobą wzrost chińskiego potencjału wzrostu. Ponadto, eksport w długim okresie wpływa na wzrost realnego PKB również innymi kanałami, takimi jak tworzenie miejsc pracy w sektorach eksportowych, wpływ na dochód gospodarstw domowych, korzyści skali produkcji czy potencjał przyciągania nowych inwestycji (Cui, Shu, Su, 2009). Wyniki estymacji przeprowadzonej przez wspomnianych autorów dla Chin w latach 1992–2007 wskazują, że zwiększenie eksportu średnio o 1 pkt. proc. powoduje wzrost produkcji przemysłowej w krótkim okresie o 0,1 pkt. proc. i o 0,12 pkt. proc. w długim okresie. Z kolei 10–punktowy spadek eksportu przyczynia się do zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej o 3 pkt. proc., co powoduje zmniejszenie wzrostu PKB o 2,5 pkt. proc. Z badania Cui, Shu i Su (2009)

wynika również, że od zmian wielkości eksportu zależy intensywność inwestycji w środki trwałe. Prawidłowość ta dotyczy głównie sześciu najważniejszych prowincji eksportowych Chin (Guangdong, Jiangsu, Zhejiang, Fujian, Liaoning i Shandong), które łącznie generują 90% chińskiego eksportu, przyczyniając się do wytworzenia blisko 60% produkcji krajowej.

U progu przemian ustrojowych w Chinach, na początku lat 80. udział tego kraju w handlu światowym wynosił 1%, natomiast w 2008 r. było to już ponad 8% (por. wykres 2.13). Rola Państwa Środka jako globalnego dostawcy jest większa niż jako odbiorcy zagranicznych towarów (por. wykres 2.14). Jak podają Koopman, Wang i Wei (2008), w 2006 r. eksport stanowił aż 37% chińskiego PKB, co w porównaniu z Indiami (13%) i Stanami Zjednoczonymi (8%) może świadczyć o uzależnieniu chińskiego wzrostu gospodarczego od współpracy międzynarodowej. Światowa gospodarka jest jednak również uzależniona od kluczowego ogniwa łańcucha dostaw, jakim jest Państwo Środka. Potwierdza to fakt, że udział importowanych podzespołów i części w chińskim eksporcie wynosi średnio 50%, a w niektórych branżach (np. w elektronice) aż 80%.

Wykres 2.13. Udział Chin w handlu światowym w latach 1980–2009



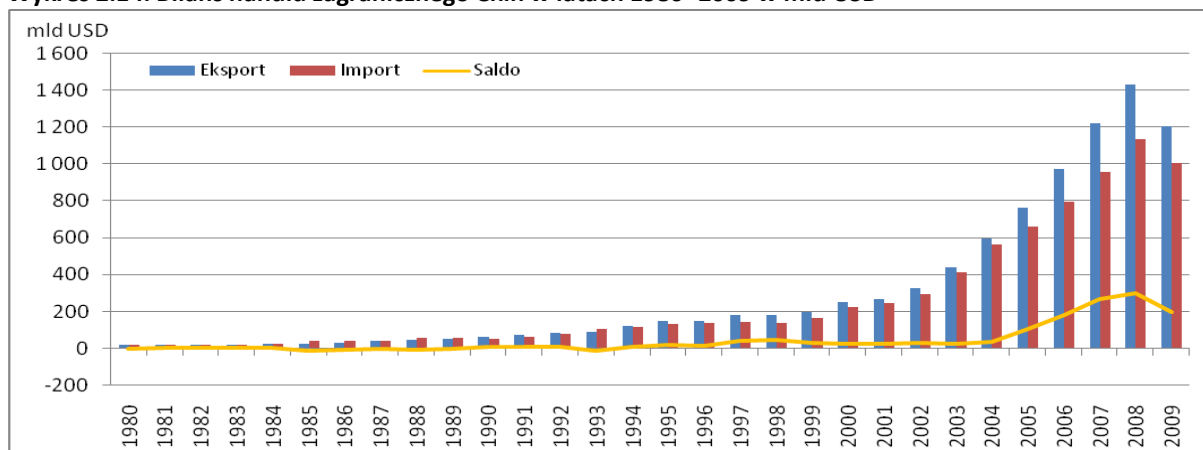
Uwaga: od 1993 r. dane nieskorygowane o statystyki handlu wewnątrzspółnotowego UE

Źródło: WTO.

Bilans handlowy Chin przez pierwsze 20 lat od przemiany ustrojowej był zrównoważony (por. wykres 2.14). Od przystąpienia do WTO, pod koniec 2001 r. wkład eksportu netto do wzrostu PKB zaczął szybko wzrastać: z poziomu bliskiego zera do 2,6% w 2007 r.²⁴ Istotna zależność chińskiej gospodarki od eksportu ujawniła się w 2008 r., kiedy spadek światowego popytu doprowadził do negatywnej (-4,2%) kontrybucji eksportu netto do wzrostu PKB. Wzrost gospodarczy został podtrzymany dzięki inwestycjom rządowym, głównie w infrastrukturę.

²⁴ Istotną zmianę można zaobserwować po 2004 r., kiedy przestała obowiązywać większość ograniczeń i kwot ustalonych w ramach negocjacji przed akcesją Chin do WTO.

Wykres 2.14. Bilans handlu zagranicznego Chin w latach 1980–2009 w mld USD

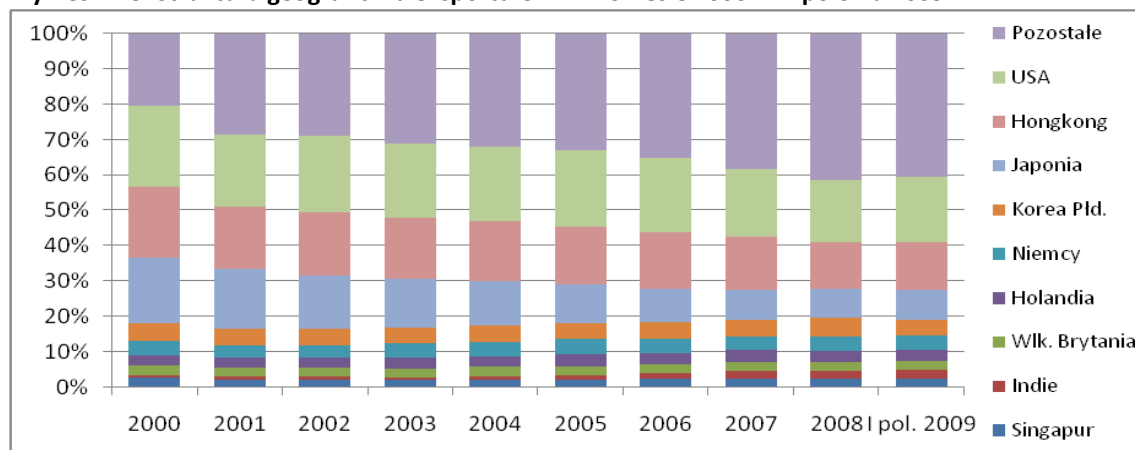


Źródło: WTO.

Eksport

Do najważniejszych odbiorców chińskich towarów należą Stany Zjednoczone, Hongkong (ze względu na silne powiązania historyczne i ekonomiczne oraz status specjalnego regionu administracyjnego), Japonia, Korea Południowa i Niemcy. Odkąd Chiny przystąpiły do WTO, istotnie wzrosło znaczenie mniejszych graczy, których łączny udział w eksporcie Chin zwiększył się o około 20 pkt. proc. (por. wykres 2.15), z czego najwięcej Zjednoczonych Emiratów Arabskich (o 1,6 pkt. proc. w badanym okresie).

Wykres 2.15. Struktura geograficzna eksportu Chin. w okresie 2000 r.– I połowa 2009 r.

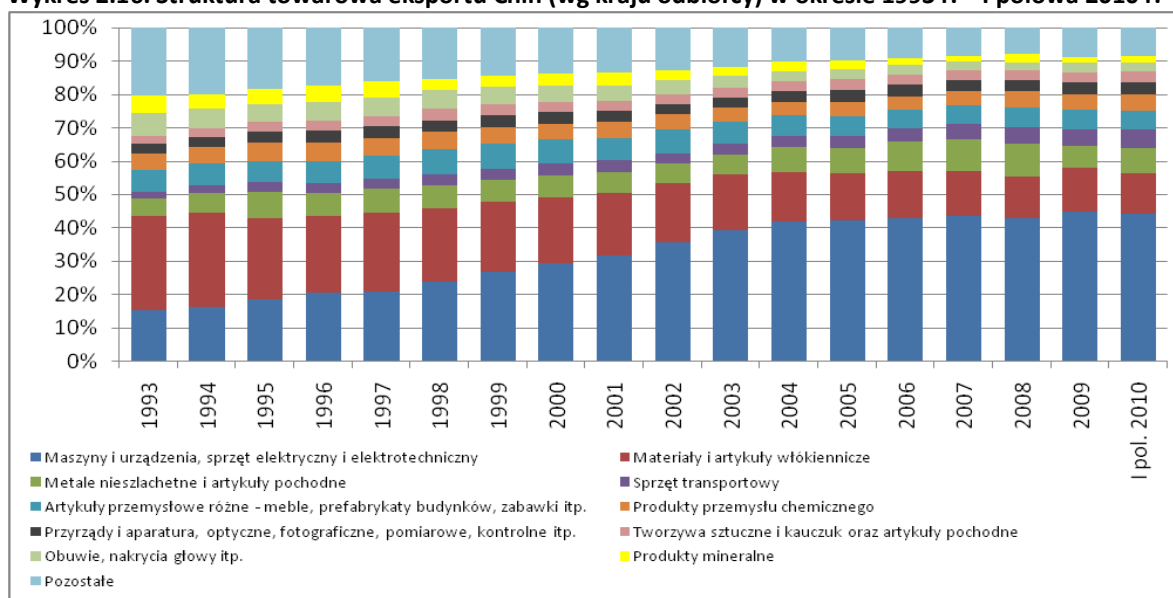


Według klasyfikacji HS – Harmonised System, Zharmonizowany System Oznaczania i Kodowania Towarów
Źródło: opracowano na podstawie danych CEIC.

Najważniejszą grupę chińskich towarów eksportowych stanowią maszyny i urządzenia oraz sprzęt elektryczny i elektroniczny. Jego udział w całości eksportu Państwa Środka zwiększył się w

ciągu ostatnich 15 lat z około 15% do ponad 40% (por. wykres 2.16). Mimo , że drugą pozycję na liście towarów eksportowych zajmują materiały i artykuły włókiennicze, ich znaczenie istotnie spadło z ponad 28% do 16%. Zmiana relacji pomiędzy tymi dwiema branżami jest odzwierciedleniem postępu, który dokonał się w gospodarce chińskiej. Zmniejszenie znaczenia towarów nisko przetworzonych, dominujących w eksporcie krajów słabo rozwiniętych, na rzecz produktów zaawansowanych technologicznie, wymagających większej specjalizacji i kwalifikacji siły roboczej świadczy o skutecznej transformacji struktury gospodarczej.

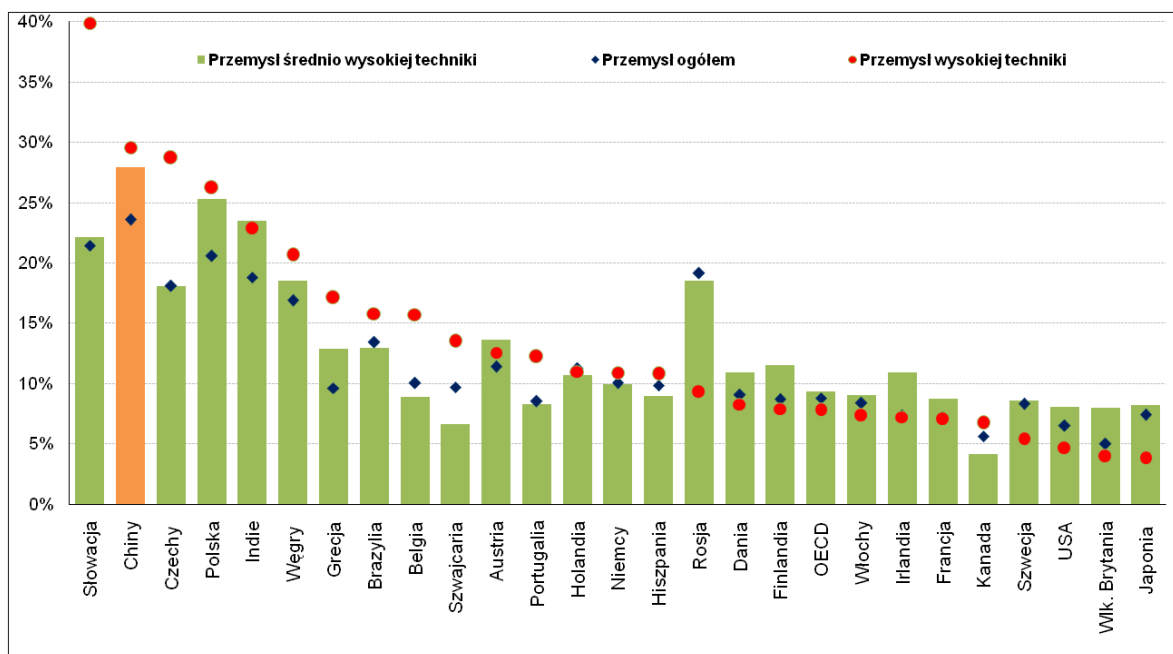
Wykres 2.16. Struktura towarowa eksportu Chin (wg kraju odbiorcy) w okresie 1993 r. – I połowa 2010 r.



Według klasyfikacji HS

Źródło: opracowano na podstawie danych CEIC.

Wykres 2.17. Średniroczny wzrost eksportu w poszczególnych kategoriach towarowych w latach 1998-2008



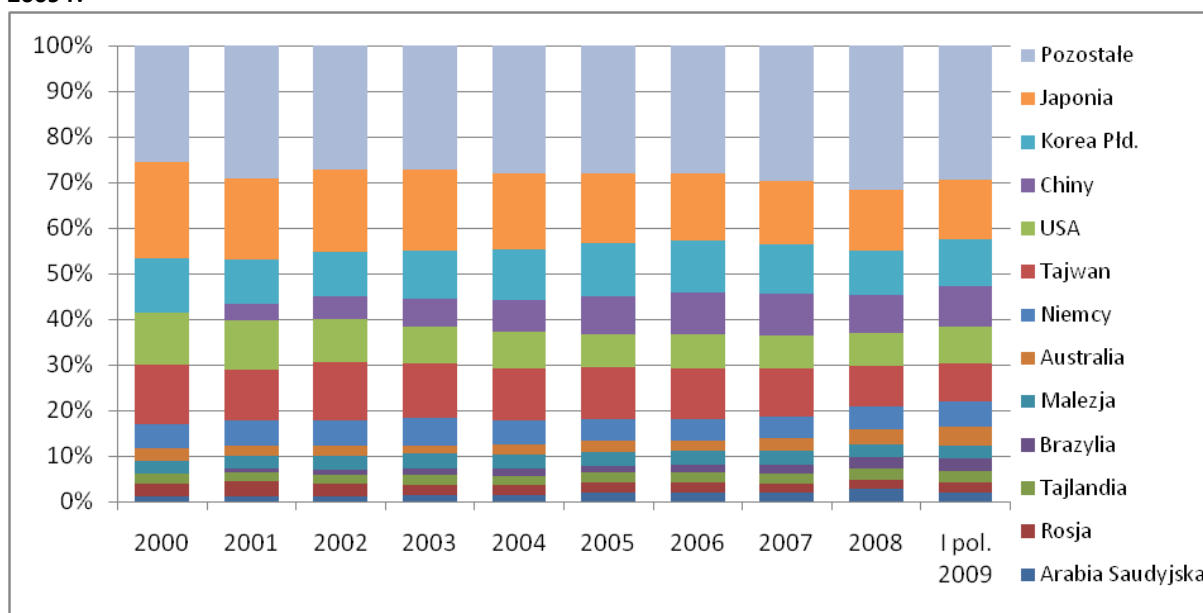
Źródło: OECD.

Import

Japonia z blisko 30-procentowym udziałem w całkowitym imporcie Chin pozostaje najważniejszą dostawcą towarów do Państwa Środka, chociaż udział ten zmalał o ponad 8 pkt. proc. w ciągu 10 lat (por. wykres 2.18)²⁵. Kolejne pozycje zajmują Korea Południowa i USA. Nieco ponad 8% chińskiego importu pochodzi ze Stanów Zjednoczonych. Od 2000 r. znaczenie Tajwanu zmalało o prawie 5 pkt. proc.

²⁵ Wraz z przystąpieniem Chin do WTO w 2001 r. w zestawieniu według metodologii reguł pochodzenia pojawiła się statystyka importu z Chin do Chin. W pierwszej połowie 2009 r. kategoria ta osiągnęła prawie 9-procentowy udział w imporcie. Taki stan rzeczy może być spowodowany przyjęciem przez Chiny definicji reguł pochodzenia stosowanej przez WTO, uznającą za kraj pochodzenia kraj, w którym produkt zyskał największą wartość dodaną, podlegał ostatniej istotnej transformacji lub zmienił taryfę celną. Wyjaśnieniem takiego obrotu może być więc znaczne przetworzenie produktu w Chinach, eksport w celu drobnej obróbki finalnej i import produktu gotowego. Powyższy schemat obrotu towarowego najprawdopodobniej ma charakter regionalny.

Wykres 2.18. Struktura geograficzna importu (według kraju pochodzenia) Chin w okresie 2000 r. – I połowa 2009 r.

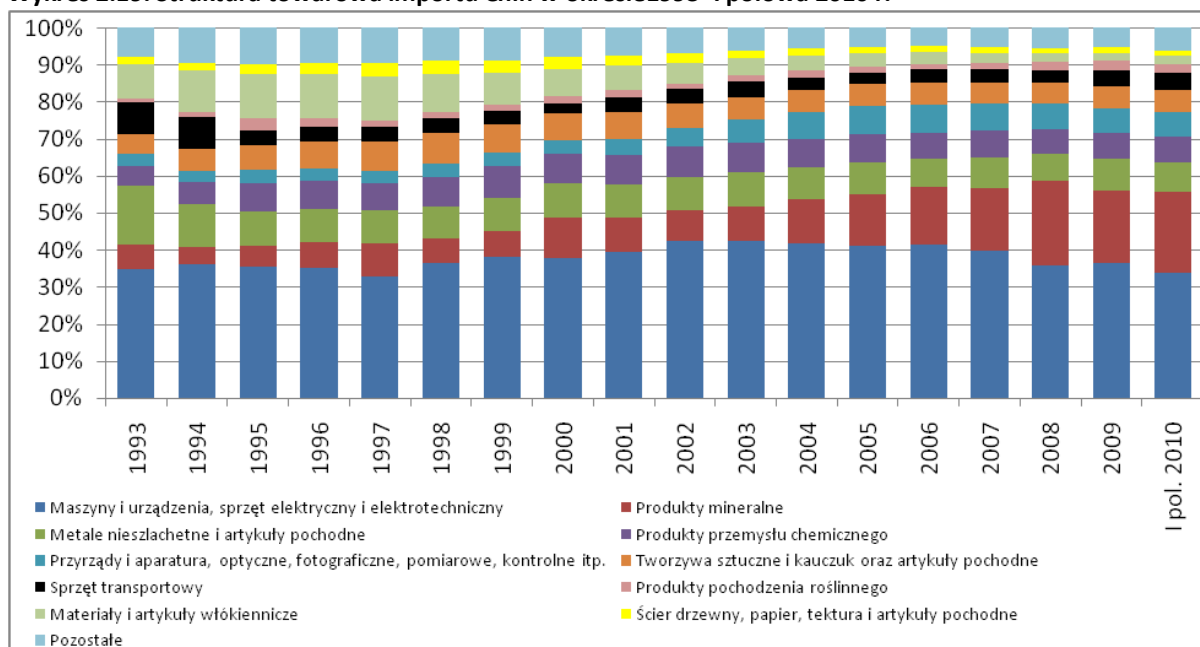


Według klasyfikacji HS

Źródło: opracowano na podstawie danych CEIC.

W strukturze towarowej importu Chin, podobnie jak w eksporcie, najważniejszą grupę towarową stanowią maszyny i urządzenia oraz sprzęt elektryczny i elektroniczny. Ich udział w chińskim imporcie był stabilny od 1993 r. i nieznacznie zmniejszył się na rzecz zyskującej na znaczeniu po 2000 r. grupy produktów mineralnych (o około 15 pkt. proc.). Świadczy to o potrzebach energetycznych rozwijającej się dynamicznie gospodarki chińskiej. Dużą część tej grupy stanowi ropa naftowa, pozyskiwana w coraz większej mierze z państw afrykańskich. Wzrósł również udział produktów chemicznych, natomiast spadło znaczenie importu metali nieszlachetnych i produktów pochodnych.

Wykres 2.19. Struktura towarowa importu Chin w okresie 1993–I połowa 2010 r.



Według klasyfikacji HS

Źródło: opracowano na podstawie danych CEIC.

2.2. Czynniki zmniejszające szanse na szybkie umiędzynarodowienie waluty

2.2.1. Sektor finansowy: rozwój i regulacje

Dostęp podmiotów zagranicznych do chińskiego rynku finansowego

Transformacja z systemu centralnie planowanego do tzw. socjalistycznej gospodarki rynkowej rozpoczęła się w późnych latach 70. XX w. Oznaczała ona koniec monopolu banku centralnego Chin w obszarze usług finansowych, tożsamy z utworzeniem banków komercyjnych, spółdzielni kredytowych i innych firm finansowych, będących własnością państwa. W latach 90. XX w. nastąpiło przyspieszenie liberalizacji – powstały giełdy papierów wartościowych w Szanghaju (1990 r.) i Shenzen (1991 r.), przyjęto podstawowe regulacje prawne w zakresie funkcjonowania banków oraz emisji i handlu papierami wartościowymi. Azjatycki kryzys finansowy, którego apogeum przypadało na lata 1997–1998, był bodźcem do dalszej reformy systemu finansowego. Powstały ciała regulacyjne i nadzorcze – Chińska Komisja Regulacyjna ds. Ubezpieczeń (China Insurance Regulatory Commission, CIRC) w 1998 r. oraz Chińska Komisja Regulacyjna ds. Banków (China Banking Regulatory Commission, CBRC) w 2003 r.

Częścią polityki otwierania rynku finansowego Chin na światową gospodarkę jest zwiększanie zaangażowania we współpracę międzynarodową. Po uzyskaniu członkostwa w Banku Światowym oraz w Międzynarodowym Funduszu Walutowym w 1980 r., Chiny przystąpiły do licznych instytucji finansowych, takich jak Azjatycki Bank Rozwoju w 1986 r., Bank Rozrachunków Międzynarodowych w 1996 r. oraz Światowa Organizacja Handlu w 2001 r. (status obserwatora od początku istnienia WTO, czyli od 1995 r.). Chiny są ponadto członkiem G20 od 1999 r. oraz International Working Group of Sovereign Wealth Funds (China Investment Corporation istniejącej od 2007 r.).

Oprócz uczestnictwa w wielu organizacjach międzynarodowych Chiny są zaangażowane w liczne inicjatywy o charakterze bilateralnym. Najważniejsze z nich to EU–China Financial Markets Regulatory Dialogue (FMRD), zainicjowany w 2005 r. przez Komisję Europejską oraz Ministerstwo Finansów Chin, skoncentrowany na praktykach związanych z regulacją i nadzorem rynku finansowego oraz U.S.–China Strategic Economic Dialogue (SED) zawarty w 2006 r. pomiędzy Ministerstwem Skarbu Stanów Zjednoczonych oraz Ministerstwem Finansów Chin, skupiający się na długofalowych strategicznych kwestiach gospodarczych, m.in. związanych z kursem walutowym (Deutsche Bank Research, 2009, s. 26)²⁶ (por. ramka 2.2).

²⁶ W 2009 r. U.S.-China Strategic Economic Dialogue (SED) został zastąpiony przez U.S –China Strategic and Economic Dialogue (S&ED).

Ramka 2.2. Najważniejsze wydarzenia na rynku finansowym Chin

1948	Powstanie Ludowego Banku China (People's Bank of China, PBC) (wynik konsolidacji Huabei Bank, Beihai Bank oraz Xibei Farmer Bank)
1951	Wprowadzenie renminbi (dosłownie „pieniądz ludowy”; podstawową jednostką jest juan, który dzieli się na 10 jiao; każde jiao to 10 fenów)
1955	Denominacja renminbi (1:10 000)
1978	Powstanie State Administration of Foreign Exchange (SAFE)
1979	Koniec monopolu PBC
1980	Przystąpienie do Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego
1981	Pierwsza emisja bonów skarbowych
1982	Pierwsza emisja obligacji lokalnych przedsiębiorstw
1983	PBC przejmuje funkcję banku centralnego
1985	Zgoda na pierwsze jednostki zagranicznych banków
1986	Przystąpienie do Azjatyckiego Banku Rozwoju
1990	Powstanie Shanghai Securities Exchange
1991	Powstanie Shenzhen Securities Exchange
1992	Powstanie China Securities Regulatory Commission (CSRC)
1995	Wprowadzenie Commercial Bank Law
1995	Oficjalne potwierdzenie statusu banku centralnego PBC
1996	Przystąpienie do Banku Rozrachunków Międzynarodowych
1998	Powołanie China Insurance Regulatory Commission
1999	Ninth National People's Congress wyznacza reformę finansową za cel reformy polityki narodowej
2001	Przystąpienie do Światowej Organizacji Handlu
2002	Wprowadzenie Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) scheme
2003	Wprowadzenie Law on Banking Regulation and Supervision
2003	Powstanie China Banking Regulatory Commission (CBRC)
2005	Powstanie EU–China Financial Markets Regulatory Dialogue (FMRD)
2006	Powstanie U.S.–China Strategic Economic Dialogue (SED)
2007	Powstanie China Investment Corporation

Źródło: Deutsche Bank Research (2009, s. 24), uzupełnienia własne.

W rezultacie prowadzenia polityki otwierania krajowego rynku finansowego dla firm zagranicznych warunki dostępu do chińskiego rynku finansowego w ostatnich latach poprawiły się, choć wciąż obowiązują liczne ograniczenia. Dostęp podmiotów zagranicznych do chińskiego rynku finansowego zależy od ich zakresu uprawnień. Poniżej uwaga została skoncentrowana na czterech rodzajach podmiotów: banku zagranicznym, kwalifikowanym zagranicznym inwestorze instytucjonalnym, niekwalifikowanym zagranicznym inwestorze instytucjonalnym oraz zagranicznym inwestorze strategicznym.

Bank zagraniczny

Istnieją trzy sposoby wejścia banku zagranicznego na chiński rynek: uzyskanie licencji bankowej, zawarcie porozumienia typu *joint-venture* z bankiem krajowym bądź nabycie udziału mniejszościowego w banku krajowym. Udziały zagraniczne w chińskich bankach są ograniczone do

24,99% akcji. Bank zagraniczny może dokonać zakupu maksymalnie 19,99% akcji i posiadać udziały mniejszościowe w maksymalnie dwóch chińskich bankach (Deutsche Bank Research, 2009, s. 27).

Kwalifikowany zagraniczny inwestor instytucjonalny

Ze względu na niepełną wymienialność renminbi na rachunku kapitałowym, Chiny uruchomiły w 2002 r. program dla tzw. kwalifikowanych zagranicznych inwestorów instytucjonalnych (*qualified foreign institutional investor, QFII*) jako rozwiązanie przejściowe, mające na celu przyciągnięcie zagranicznego kapitału oraz otwarcie rynku papierów wartościowych (CSRC, 2009 s. 40). QFII może nabyć maksymalnie 10% akcji (*outstanding shares*) firmy notowanej na krajowym rynku papierów wartościowych, a udziały podmiotów typu QFII w firmie notowanej na krajowym rynku papierów wartościowych mogą wynosić maksymalnie 20%. Limit środków (ustalony przez CSRC), które może zainwestować QFII, wynosi 30 mld USD.

Ramka 2.3. Kwalifikowany zagraniczny inwestor instytucjonalny

Zagraniczny inwestor portfelowy może ubiegać się o przyznanie przez CSRC statusu tzw. kwalifikowanego zagranicznego inwestora instytucjonalnego. Licencjonowany QFII może inwestować w akcje A (por. ramka 2.4), obligacje skarbowe, obligacje zamienne (*convertible debt*), inne instrumenty finansowe, włączając zakup akcji na rynku pierwotnym. W tym celu, QFII musi współpracować z krajowym bankiem komercyjnym, który występuje jako depozytariusz (*custodian*) nabywanych aktywów finansowych. QFII musi mieć rachunek w banku-depozytariuszu, który działa na zasadach rachunku w RMB.

Uzyskanie statusu QFII wymaga spełnienia określonych warunków. Firma zarządzająca funduszami (*fund management company*) lub firma ubezpieczeniowa (*insurance company*) musi istnieć co najmniej pięć lat oraz posiadać aktywa o wartości co najmniej 5 mld USD. Wymóg wobec firmy inwestycyjnej (*securities company*) to 30 lat funkcjonowania oraz 10 mld aktywów, natomiast wobec banku komercyjnego (*commercial bank*) to 10 mld USD aktywów oraz zaliczanie się do 100 największych pod względem wielkości aktywów instytucji bankowych na świecie.

Źródło: Deutsche Bank Research (2009, s. 27).

Według danych CSRC na koniec września 2009 r. istniało 88 kwalifikowanych zagranicznych inwestorów instytucjonalnych oraz 13 banków występujących w roli ich kustoszy – por. tabela 2.1.

Tabela 2.1. Otwarcie sektora finansowego Chin, dane na koniec września 2009 r. (jeśli nie zaznaczono inaczej)

Rodzaj podmiotu	Liczba podmiotów
QFIIs	88
QFIIs Custodian Banks (QFII custodians)	13
JV Securities Firms (Foreign – shared Securities Co.)	9
JV Fund Management Companies (Foreign–shared Fund Management Co.)	33
H Share Companies (Main Board)	112 ^{1, 2}
H Share Companies (GEM) ⁴	42 ^{1, 3}

Uwaga: ¹dane na koniec czerwca 2009 r.; ²z czego jedna notowana w Singapurze; ³z czego dwie notowane w Singapurze; ⁴China's Nasdaq-style Growth Enterprises Market (GEM).

Źródło: China Securities Regulatory Commission.

Niekwalifikowany zagraniczny inwestor instytucjonalny

W przypadku braku licencji zapewniającej status QFII zagraniczny inwestor portfelowy zainteresowany inwestowaniem w chińskie papiery wartościowe ma dwie możliwości:

1. Uzyskanie udziałów w krajowej firmie inwestycyjnej (*securities company*) lub krajowym funduszu inwestycyjnym (*investment fund company*).
2. Kupno akcji H, akcji B lub akcji *red chip* (akcje 90 firm działających w Chinach, zarejestrowanych poza ChRL, notowane na giełdzie w Hongkongu) – por. ramka 2.4.

Ramka 2.4. Rodzaje akcji emitowanych przez chińskie firmy

Można wyróżnić cztery typy akcji emitowanych przez chińskie firmy (*Chinese mainland companies*) (Hess, 2010: 7):

Akcje A (*common shares*): notowane w Szanghaju i Shenzhen; nominowane, handlowane i rozliczane w RMB. Do handlu akcjami A są upoważnieni wyłącznie inwestorzy krajowi oraz wybrani zagraniczni inwestorzy instytucjonalni (w ramach programu QFII).

Akcje B (*special shares*): notowane w Szanghaju i Shenzhen; nominowane w RMB i handlowane/rozliczane w USD (Shanghaj) lub HKD (dolar hongkoński) (Shenzhen). Akcjami B mogą handlować wyłącznie zagraniczni (instytucjonalni lub indywidualni) inwestorzy, włączając inwestorów z Hongkongu, Makao i Tajwanu.

Akcje H: notowane na Hong Kong Stock Exchange; nominowane, handlowane i rozliczane w HKD.

Akcje N: notowane na New York Stock Exchange; nominowane handlowane i rozliczane w USD.

Pierwotną przyczyną segmentacji chińskiego rynku akcji była jego ochrona przed wysoką zmiennością na światowych rynkach finansowych oraz kontrolą chińskich firm przez inwestorów zagranicznych. Istnieją plany likwidacji podziału na akcje A i akcje B, jednak bez dokładnego horyzontu czasowego.

Zagraniczny inwestor strategiczny

Zagraniczni inwestorzy strategiczni od 2002 r. są upoważnieni, przy istotnych ograniczeniach, do kupna akcji w chińskich firmach państwowych lub w notowanych chińskich firmach mających osobowość prawną (Deutsche Bank Research, 2009: 28). Chińskie przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego mogą emitować akcje i obligacje w Chinach (Deutsche Bank Research, 2009: 28).

Podsumowując, wprowadzie wobec większości transakcji kapitałowych wciąż obowiązują liczne ograniczenia, jednak w następstwie polityki otwierania rynku finansowego dla zagranicznych firm restrykcje utrudniające dostęp do rynku chińskiego podlegają stopniowemu zmniejszaniu. Pomimo to, w porównaniu z obszarami walutowymi emitującymi główne waluty międzynarodowe, poziom regulacji rynku finansowego Chin jest wysoki.

Główne segmenty chińskiego rynku finansowego

Sektor bankowy – perspektywa globalna

Z badania przeprowadzonego przez „The Banker” w 2010 r. (Knowledge for Markets, 2010), obejmującego 1000 głównych banków świata, wynika, że na państwa BRIC przypada 16% banków spośród badanej grupy (wzrost z 4,3% w 2000 r.). Powyższe badanie wykazało, że banki Chin miały ponad 8% udział w grupie 1000 najważniejszych banków świata (por. tabela 2.2.).

Tabela 2.2. Liczba banków państw BRIC wśród 1000 głównych banków na świecie

Państwo	2000	2010
Brazylia	18	16
Rosja	4	30
Indie	12	31
Chiny	9	84

Źródło: Knowledge for Markets (2010).

Banki plasujące się na pierwszych pozycjach w Brazylii, Chinach i Rosji znajdują się wśród głównych 50 banków na świecie. Największy bank w Indiach, SBI, zajmuje w rankingu 68 miejsce. Chiński bank ICBC jest siódmą najważniejszą instytucją finansową światowego sektora bankowego (por. tabela 2.3.) (Knowledge for Markets, 2010).

Tabela 2.3. Główne banki w państwach BRIC w 2010 r. (mln USD)

Państwo	Główny bank	Całkowite aktywa	Zyski	Pozycja w rankingu światowym
Brazylia	Banco do Brasil	407 212	7 957	45
Rosja	Sberbank	234 925	987	43
Indie	SBI	256 124	3 470	68
Chiny	ICBC	1 725 938	24 494	7

Źródło: Knowledge for Markets (2010).

Sektor bankowy – perspektywa krajowa

Na koniec 2009 r. w Chinach zarejestrowane było 3857 instytucji bankowych, w tym 37 tzw. lokalnie inkorporowanych zagranicznych instytucji bankowych (*locally incorporated foreign banking institutions*) – por. tabela 2.4. Łącznie instytucje bankowe miały około 193 tys. placówek, w których zatrudnionych było 2,845 mln pracowników.

Tab. 2.4. Instytucje bankowe w Chinach, stan na koniec 2009 r.

Rodzaj instytucji bankowej	Liczba
Policy banks ¹ oraz Chiński Bank Rozwoju (China Development Bank)	3
Duże banki komercyjne (<i>large commercial banks</i>)	5
Banki komercyjne w formie spółek akcyjnych (<i>joint stock commercial banks</i>)	12
Miejskie banki komercyjne (<i>city commercial banks</i>)	143
Miejskie spółdzielnie kredytowe (<i>urban credit cooperatives</i>)	11
Wiejskie spółdzielnie kredytowe (<i>rural credit cooperatives</i>)	3056
Wiejskie banki komercyjne (<i>rural commercial banks</i>)	43
Wiejskie banki spółdzielcze (<i>rural cooperative banks</i>)	196
Banki wiejskie i powiatowe (<i>village and township banks</i>)	148
Firmy pożyczkowe (<i>lending companies</i>)	8
Wiejskie spółdzielnie wzajemne (<i>rural mutual cooperatives</i>)	16
Spółdzielnie finansowe grup przedsiębiorstw (<i>finance cooperatives of enterprise groups</i>)	91
Trusty (<i>trust companies</i>)	58
Firmy leasingu finansowego (<i>financial leasing companies</i>)	12
Firmy finansujące przemysł motoryzacyjny (<i>auto finance companies</i>)	10
Firmy brokerskie (<i>money brokerage firms</i>)	3
Pocztowe banki oszczędnościowe (<i>postal savings banks</i>)	1
Firmy zarządzające aktywami finansowymi (<i>financial asset management companies</i>)	4
Banki zagraniczne (<i>foreign banks</i>)	37
Instytucje bankowe łącznie	3857

¹Policy banks to trzy banki utworzone w 1994 r. - The Export-Import Bank (Exim), the Agricultural Development Bank (ADB) i the China Development Bank (CDB), których głównym celem było finansowanie projektów rządowych oraz działania na rzecz wzrostu handlu i gospodarki. Obecnie ich tradycyjne „polityczne” funkcje zmalały, pozostając czynnikiem istotnym jedynie w przypadku ADB.

Terminologia (por. China Banking Regulatory Commission, 2010)

Źródło: China Banking Regulatory Commission (2010, s. 133).

O wysokiej dynamice rozwoju sektora bankowego Chin świadczą roczne przyrosty aktywów i pasywów tego sektora w latach 2003–2009. Całkowite aktywa chińskich instytucji bankowych na koniec 2009 r. wzrosły do 11,6 bln USD (78,8 bln RMB), czyli o 26,3% w stosunku rocznym. Całkowite zobowiązania wzrosły do 10,9 bln USD (74,3 bln RMB), czyli o 26,8% w stosunku rocznym (por. tabela 2.5).

Tabela 2.5. Aktywa i pasywa instytucji bankowych

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Aktywa instytucji bankowych (bln USD) ¹	3,3	3,8	4,6	5,6	7,2	9,2	11,6
Udział aktywów banków zagranicznych (%)	1,5	1,8	1,9	2,1	2,4	2,2	1,7
Pasywa instytucji bankowych (bln USD) ¹	3,2	3,7	4,4	5,3	6,8	8,6	10,9
Udział pasywów banków zagranicznych (%)	1,4	1,8	1,8	2,0	2,3	2,1	1,6

Uwaga: ¹Wartości przeliczone według kursu USD/CNY (renminbi): 8,3 (31.12.2003), 8,3 (31.12.2004), 8,1 (30.12.2005), 7,8 (29.12.2006), 7,3 (31.12.2007), 6,8 (31.12.2008), 6,8 (31.12.2009).

Kursy walutowe: Bloomberg.

Źródło: China Banking Regulatory Commission (2010, s. 122).

Na koniec 2009 r. stan depozytów instytucji bankowych wzrósł do 9 bln USD (61,2 bln RMB), czyli o 27,7% w stosunku rocznym (wzrost depozytów gospodarstw domowych o 19,5%, wzrost depozytów przedsiębiorstw o 36,5%). Stan pożyczek instytucji bankowych podniósł się do 6,3 bln USD (42,6 bln RMB), czyli o 33% w stosunku rocznym (wzrost pożyczek krótkoterminowych o 17,7%, wzrost pożyczek średnio i długoterminowych (*medium-to long-term loans*) o 43,5%, wzrost pożyczek konsumpcyjnych o 48,6%, wzrost finansowania papierami komercyjnymi o 23,6%) por. tabela 2.6.²⁷ Wysokie tempo przyrostu kredytu rodzi obawy o wzrost presji inflacyjnej – por. ramka 2.5.

Tabela 2.6. Depozyty i pożyczki instytucji bankowych (bln USD)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Depozyty instytucji bankowych	2,7	3,1	3,7	4,5	5,5	7,0	9,0
Pożyczki instytucji bankowych	2,0	2,3	2,6	3,1	3,8	4,7	6,3

Uwaga: Wartości przeliczone według kursu USD/CNY (renminbi): 8,3 (31.12.2003), 8,3 (31.12.2004), 8,1 (30.12.2005), 7,8 (29.12.2006), 7,3 (31.12.2007), 6,8 (31.12.2008), 6,8 (31.12.2009).

Kursy walutowe: Bloomberg.

Źródło: China Banking Regulatory Commission (2010, s. 124).

Ramka 2.5. Presja inflacyjna i przeciwdziałanie jej

We wrześniu 2010 r. indeks cen konsumpcyjnych (Consumer Price Index) wyniósł 3,6% (r/r) (National Bureau of Statistics of China) i przekroczył wynoszący 3% cel inflacyjny chińskiego banku centralnego. Najwyższy wzrost cen odnotowano w kategorii żywność (8,0%, r/r) oraz w kategorii mieszkania (4,3%, r/r) (National Bureau of Statistics of China). Jest to m.in. skutek poluzowania polityki kredytowej.

Stopa rezerw obowiązkowych

Stopa rezerw obowiązkowych to jedno z podstawowych narzędzi polityki monetarnej w Chinach. Ożywiona akcja kredytowa prowadzona przez chińskie banki skłoniła Ludowy Bank Chin we wrześniu 2010 r. do podwyższenia stopy rezerw obowiązkowych o 50 p.b. do 17,5% dla sześciu największych chińskich banków. Podwyżka miała mieć charakter czasowy i obowiązywać przez dwa miesiące. Dla największych banków oznaczało to osiągnięcie poziomu ze szczytu cyklu z lat 2006–2008, gdy była podwyższana aż dwudziestokrotnie (MacroNext, 2010).

W listopadzie 2010 r. bank centralny Chin podwyższył stopę rezerwy obowiązkowej o 50 p.b. dla wszystkich banków. Kolejna podwyżka stopy rezerw obowiązkowych w 2010 r. stanowi potwierdzenie zaostrzenia polityki pieniężnej w Chinach.

Benchmarkowa stopa procentowa

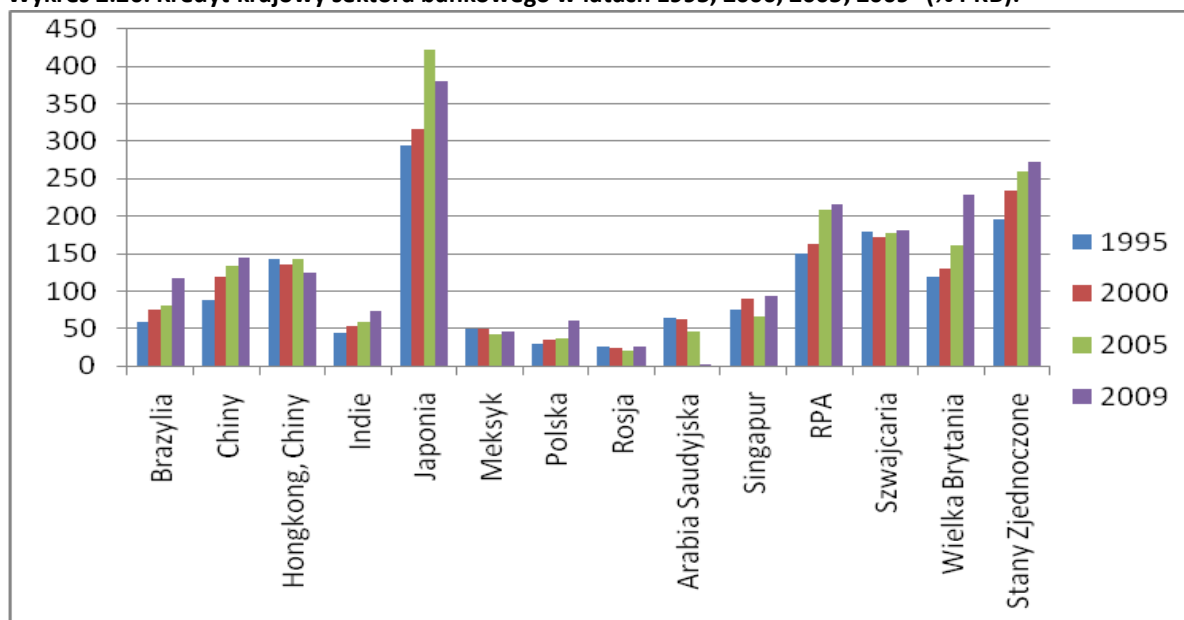
20 października 2010 r. bank centralny Chin podwyższył benchmarkową stopę procentową dla depozytów nominowanych w RMB oraz benchmarkową stopę procentową dla pożyczek nominowanych w RMB dla instytucji finansowych. Dotychczas bank centralny zwlekał z podjęciem takiej decyzji, nie chcąc stłumić ożywienia gospodarczego. Decyzja ta jest też sprzeczna z wcześniejszymi zapowiedziami szefa chińskiego banku centralnego, Zhou Xiaochuana, który jeszcze we wrześniu zapowiadał, że polityka banku jest wystarczająca, by powstrzymać wzrost cen (*Forbes*, 2010).

Wyższe stopy procentowe, mające na celu stłumienie inflacji, sprzyjają napływowi zagranicznego kapitału spekulacyjnego i wiążą się z kosztami jego sterylizacji, których poniesienie jest niezbędne w celu utrzymania bazy monetarnej na stałym poziomie.

²⁷ Na koniec 2009 r. stan pożyczek niespłaconych w terminie (NPL, *non-performing loan*) banków komercyjnych wyniósł 497,3 mld RMB, o 63 mld RMB mniej niż na początku roku; współczynnik NPL (udział procentowy NPL w całości pożyczek) spadł o 0,84 pkt. proc. do 1,58%. Banki komercyjne kontynuowały wysiłki restrukturyzacyjne oraz zdynamizowały odpisy (*write-offs*) NPLs, co przyczyniło się do dalszej poprawy jakości aktywów (China Banking Regulatory Commission, 2010, s. 31–32).

Wysoki udział kredytu bankowego w PKB oznacza, że gospodarka jest silnie uzależniona od kapitału bankowego. W 2009 r. spośród państw BRIC Chiny miały najwyższą relację kredytu krajowego sektora bankowego do PKB (por. wykres 2.20). Relatywnie wysoki stosunek kredytu sektora bankowego do PKB może wynikać z niskiego stopnia rozwoju pozostałych segmentów rynku finansowego.

Wykres 2.20. Kredyt krajowy sektora bankowego w latach 1995, 2000, 2005, 2009¹ (% PKB).



¹Dane z 2008 r. dla Brazylii, Hongkongu, Japonii, Meksyku, Polski, Rosji, Republiki Południowej Afryki, Szwajcarii, Stanów Zjednoczonych.

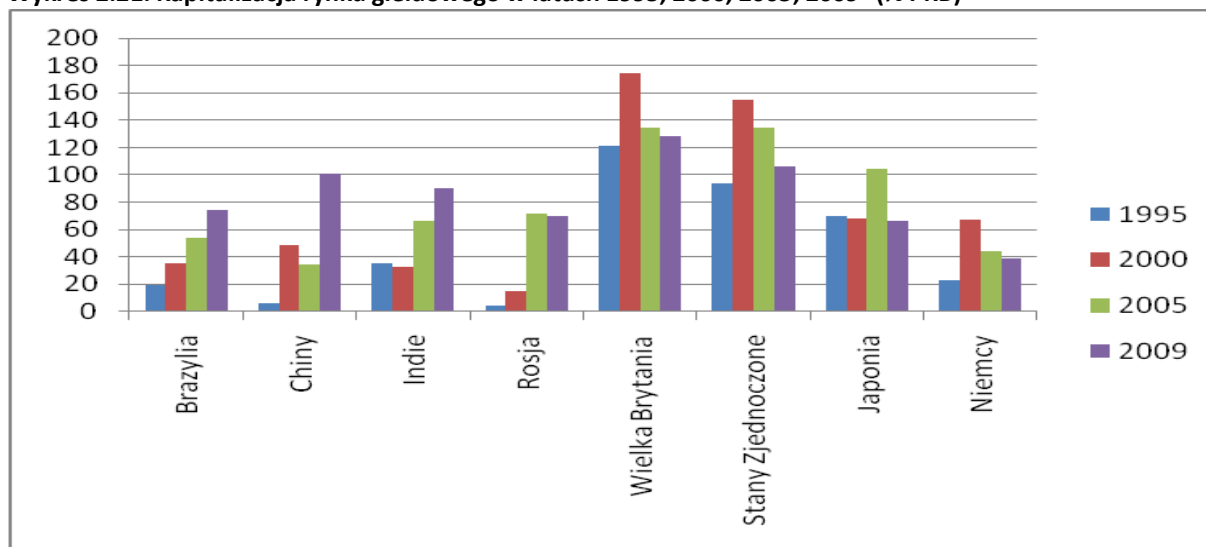
Źródło: Bank Światowy.

Rynek papierów udziałowych – perspektywa globalna

W 2009 r. kapitalizacja rynku giełdowego w relacji do PKB w Chinach była niższa niż w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii oraz w gospodarkach określanych mianem azjatyckich tygrysów, jak Hongkong²⁸ oraz Singapur. Z kolei wśród krajów BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny) Chiny zajmują pierwszą pozycję pod względem kapitalizacji rynku giełdowego w stosunku do PKB (wykres 2. 21).

²⁸ Hongkong to Specjalny Region Administracyjny Chińskiej Republiki Ludowej, będący swoistym pomostem gospodarczym między światem zachodnim a komunistycznymi Chinami.

Wykres 2.21. Kapitalizacja rynku giełdowego w latach 1995, 2000, 2005, 2009¹ (% PKB)



¹Dane dla Hongkongu w 2009 r. z 2008 r.

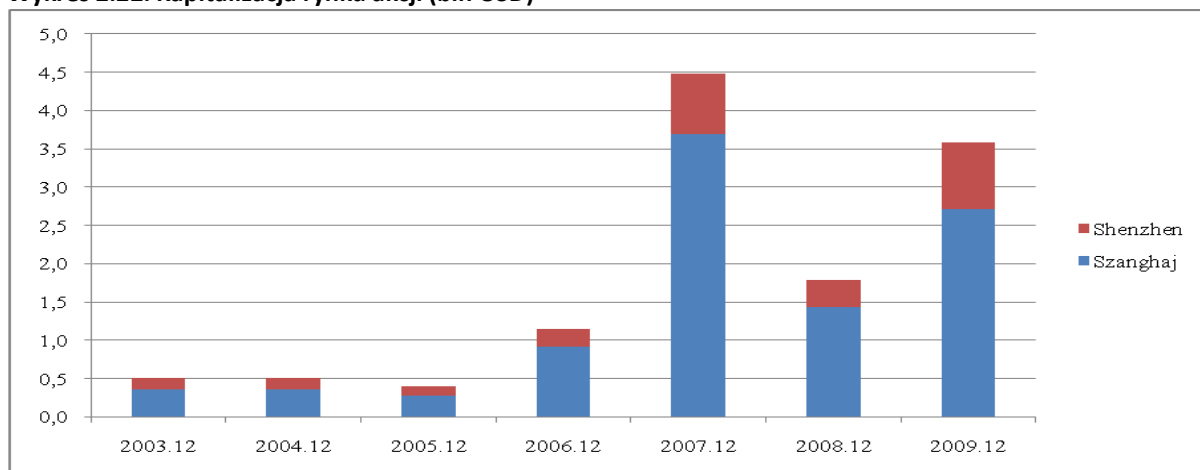
Źródło: bank Światowy.

Oprócz kapitalizacji istotną charakterystyką rynku giełdowego jest liczba notowanych na nim spółek, która w 2009 r. była w Chinach 2,9–krotnie niższa niż w Indiach i 2,6–krotnie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Pod względem liczby notowanych spółek, Chiny w 2009 r. zajmowały drugą, po Indiach, pozycję wśród krajów należących do grupy BRIC. Liczba spółek notowanych w Chinach w 2009 r. była ponad 6–krotnie wyższa niż w Rosji i 4,5 krotnie wyższa niż w Brazylii.

Rynek papierów udziałowych – perspektywa krajowa

W Chinach istnieją trzy rynki akcji: w Szanghaju, Shenzen oraz Hongkongu. W przeciwieństwie do rynku w Hongkongu, rynki w Szanghaju oraz w Shenzhen nie są całkowicie otwarte dla inwestorów zagranicznych ze względu na kontrole dotyczące transakcji na rachunku kapitałowym dokonywane przez władze Chin. W Szanghaju i Shenzhen oprócz akcji (por. wykres 2.22) notowane są obligacje i fundusze. Giełdy w Szanghaju i Shenzhen są organizacjami *non-profit*, bezpośrednio administrowanymi przez CSRC. Wiele firm plasuje akcje jednocześnie na rynku w Hongkongu oraz na jednym z dwóch pozostałych rynków chińskich.

Wykres 2.22. Kapitalizacja rynku akcji (bln USD)



Uwaga: Wartości przeliczone według kursu USD/CNY (renminbi): 8,3 (31.12.2003), 8,3 (31.12.2004), 8,1 (30.12.2005), 7,8 (29.12.2006), 7,3 (31.12.2007), 6,8 (31.12.2008), 6,8 (31.12.2009).

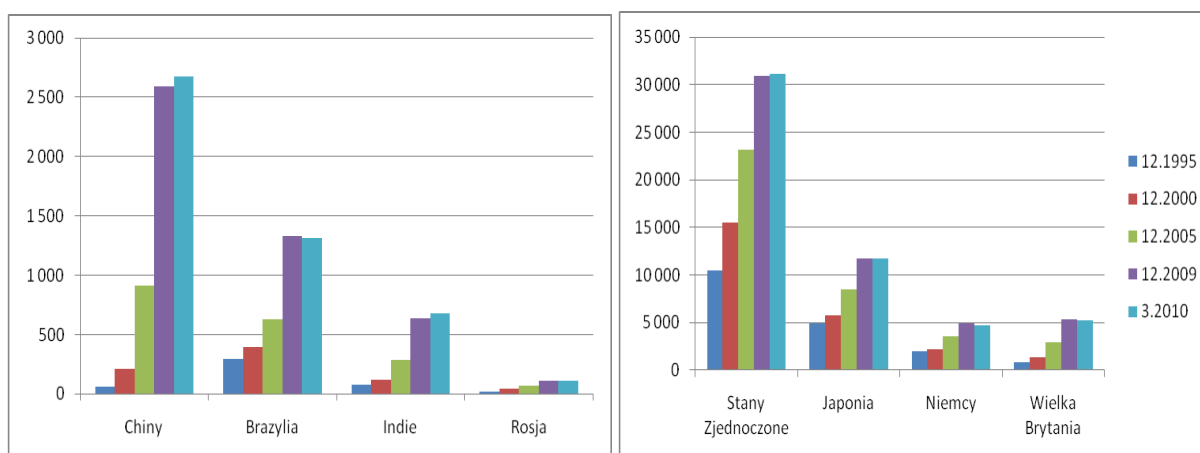
Kursy walutowe: Bloomberg.

Źródło: People's Bank of China.

Rynek papierów dłużnych – perspektywa globalna

W porównaniu z gospodarkami rozwiniętymi całkowita wartość dłużnych papierów wartościowych krajów BRIC jest niska. W marcu 2010 r. wartość dłużnych papierów wartościowych Stanów Zjednoczonych była 6,5-krotnie wyższa, a Japonii 2,5-krotnie wyższa niż wartość rynku dłużnych papierów wartościowych wszystkich krajów BRIC łącznie (wykres 2.23). Z drugiej jednak strony, wartość rynku dłużnych papierów wartościowych Chin jest istotnie wyższa niż pozostałych krajów z grupy BRIC. W marcu 2010 r. była ona prawie 25-krotnie wyższa niż Rosji, blisko 4-krotnie wyższa niż Indii oraz dwukrotnie wyższa niż Brazylii (wykres 2.23).

Wykres 2.23. Dłużne papiery wartościowe (mld USD)¹



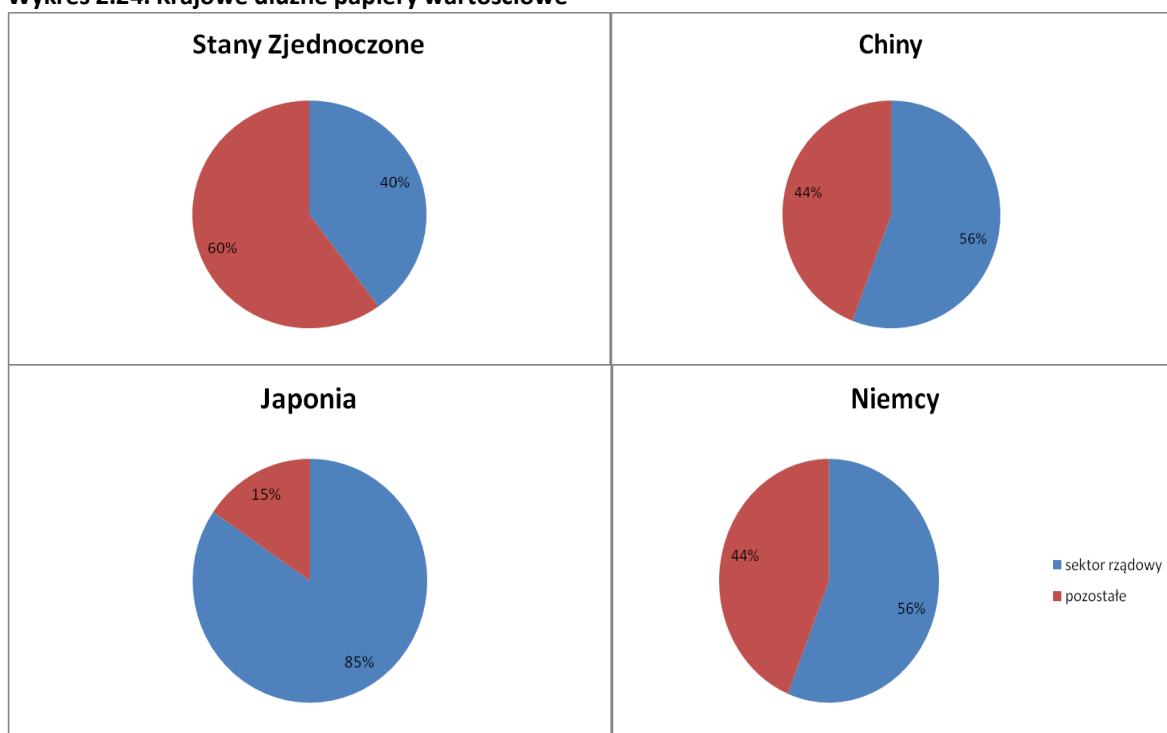
¹Suma krajowych papierów dłużnych (*domestic debt securities*) i zagranicznych papierów dłużnych (*international debt securities*)

Źródło: BIS.

Udział papierów dłużnych emitowanych na rynku krajowym w całości rynku papierów dłużnych jest zróżnicowany w poszczególnych krajach i wynosi 99% w Chinach i Japonii, 96% w Indiach, 93% w Brazylii, 80% w Stanach Zjednoczonych, 77% w Polsce, 70% w Hongkongu, 69% w Singapurze, 56% w Niemczech i 47% w Rosji. Niewielki udział zagranicznego rynku papierów dłużnych w całości rynku tych papierów w Chinach, Japonii, Indiach i Brazylii wskazuje na niski stopień umiędzynarodowienia tego segmentu rynku finansowego we wspomnianych krajach.

Udział sektora rządowego w rynku krajowych dłużnych papierów wartościowych jest również zróżnicowany w przekroju poszczególnych krajów, wynosząc 40% w Stanach Zjednoczonych, 56% w Chinach i Niemczech, 85% w Japonii. Może to wskazywać na relatywnie wysoko rozwinięty segment emisji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych.

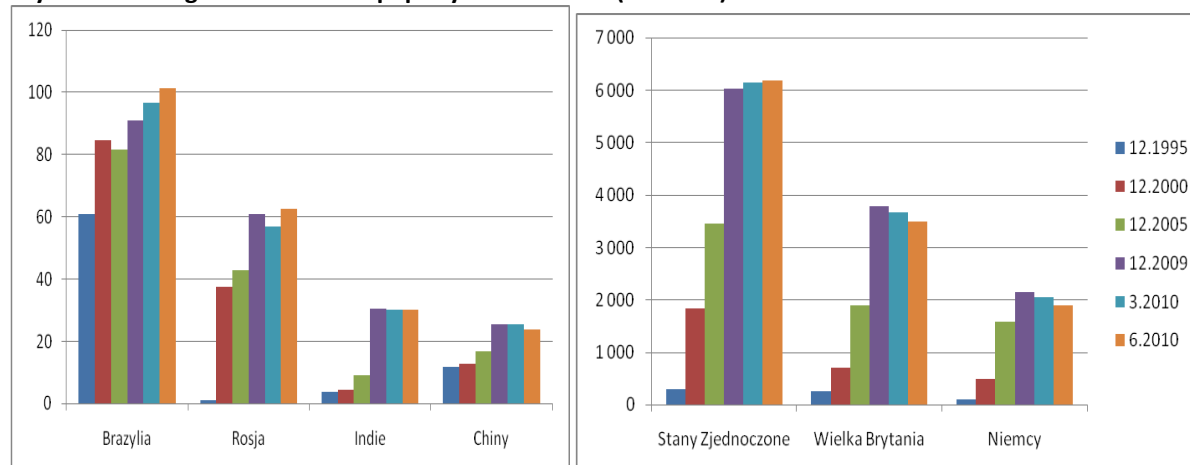
Wykres 2.24. Krajowe dłużne papiery wartościowe



Źródło: BIS.

Zagraniczny rynek papierów dłużnych w Chinach jest mniejszy niż w pozostałych krajach należących do grupy BRIC. Wielkość zagranicznego rynku papierów dłużnych w Brazylii, Rosji, Indiach i Chinach jest marginalna w porównaniu z rozmiarem analogicznego rynku w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii czy Niemczech (wykres 2.25).

Wykres 2.25. Zagraniczne dłużne papiery wartościowe (mld USD)

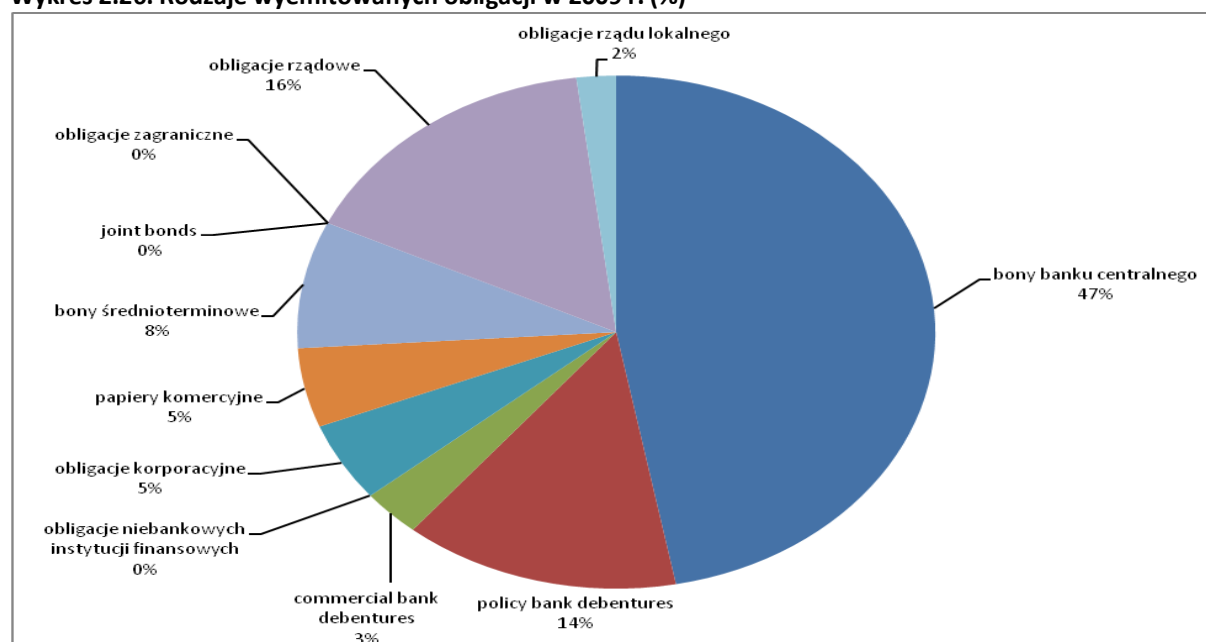


Źródło: BIS.

Rynek papierów dłużnych – perspektywa krajowa

W 2009 r. całkowita wartość wyemitowanych w Chinach obligacji wyniosła 1,29 bln USD (8,73 bln RMB) i od 2008 r. wzrosła o 21,68%.²⁹ Struktura rodzajowa emisji wskazuje na dominację (47%) bonów pieniężnych banku centralnego, co prawdopodobnie jest związane z działaniami sterylizacyjnymi, mającymi na celu tłumienie presji inflacyjnej, której źródłem jest napływ zagranicznego kapitału – por. wykres 2.26.

Wykres 2.26. Rodzaje wyemitowanych obligacji w 2009 r. (%)



Źródło: China Central Depository & Clearing Co. (2010, s. 9).

²⁹ Dane dotyczące rynku dłużnych papierów wartościowych podawane przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych oraz China Central Depository & Clearing Co. istotnie się różnią.

Na drugim miejscu pod względem udziału w tym segmencie rynku są obligacje rządowe. W odpowiedzi na globalny kryzys finansowy rząd w 2009 r. zwiększył bezpośrednie finansowanie za pomocą emisji obligacji. Wartość wyemitowanych obligacji rządowych niemal podwoiła się w 2009 r. w porównaniu z 2008 r. i wzrosła do 0,21 bln USD (1,42 bln RMB). Emisja średnioterminowych bonów, papierów komercyjnych oraz obligacji korporacyjnych wyniosła 0,23 bln USD (1,57 bln RMB), wzrost r/r o 91%. Emisja tych instrumentów stała się głównym kanałem finansowania dla przedsiębiorstw niefinansowych.

2.2.2. Znaczenie renminbi w globalnych obrotach rynków walutowych

Z ostatniego badania Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) przeprowadzonego w 2010 r. wynika, że udział chińskiego renminbi w średnich dziennych globalnych obrotach na rynkach walutowych jest marginalny i w kwietniu 2010 r. wynosił 0,3%. Jest on niższy od udziału rupii indyjskiej (0,9%), rosyjskiego rubla (0,9%) oraz brazylijskiego reala (0,7%), czyli walut trzech pozostałych państw rozwijających się, tworzących grupę BRIC (por. tabela 2.7). Zgodnie z danymi BIS w kwietniu 2010 r. para USD/RMB odpowiadała za 1% rejestrowanych globalnych średnich dziennych obrotów. Udział ten był równy udziałowi par walutowych: USD/INR oraz USD/BRL.

Tabela 2.7. Udział procentowy walut w globalnych obrotach na rynkach walutowych (średnie dzienne obroty z kwietnia)

Waluta	1998	2001	2004	2007	2010
USD – dolar amerykański	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9
EUR - euro	...	37,9	37,4	37,0	39,1
SKK – korona słowacka	...	0,0	0,0	0,1	...
JPY – jen japoński	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0
GBP – funt brytyjski	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9
AUD – dolar australijski	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6
CHF – frank szwajcarski	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4
CAD – dolar kanadyjski	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3
HKD – dolar hongkoński	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4
SEK – korona szwedzka	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2
NZD - dolar nowozelandzki	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6
KRW – won południowokoreański	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
SGD – dolar singapurski	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4
NOK – korona norweska	0,2	1,5	1,4	2,1	1,3
MXN – peso meksykańskie	0,5	0,8	1,1	1,3	1,3
INR – rupia indyjska	0,1	0,2	0,3	0,7	0,9
RUB – rubel rosyjski	0,3	0,3	0,6	0,7	0,9
PLN – złoty polski	0,1	0,5	0,4	0,8	0,8
TRY – nowa lira turecka	...	0,0	0,1	0,2	0,7
ZAR – rand południowoafrykański	0,4	0,9	0,7	0,9	0,7
BRL – real brazylijski	0,2	0,5	0,3	0,4	0,7
DKK – korona duńska	0,3	1,2	0,9	0,8	0,6
TWD – nowy dolar tajwański	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5
HUF – forint węgierski	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
RMB - renminbi	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3

Waluta	1998	2001	2004	2007	2010
MYR – ringgit malezyjski	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3
THB – baht tajski	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
CZK – korona czeska	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
PHP – peso filipińskie	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
CLP – peso chilijskie	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
IDR – rupia indonezyjska	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
ILS – nowy szekel izraelski	...	0,1	0,1	0,2	0,2
COP – peso kolumbijskie	...	0,0	0,0	0,1	0,1
SAR – rial saudyjski	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Pozostałe waluty	8,9	6,5	6,6	7,6	5,3
Wszystkie waluty razem	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

Uwaga: łączny obrót wynosi 200%, ponieważ w każdej transakcji biorą udział dwie waluty.

Źródło: BIS (2010, s. 9).

Internacjonalizacja renminbi

Chiny podejmują działania mające na celu stopniową internacjonalizację renminbi, szersze jego wykorzystanie w rozliczaniu handlu międzynarodowego oraz zwiększenie jego możliwości inwestycyjnych dla obcokrajowców. Oprócz wzrostu globalnego znaczenia waluty chińskiej kroki te odzwierciedlają postęp w dążeniu do pełnej wymienialności renminbi, celu po raz pierwszy ogłoszonego przez Chiny w 1993 r. W okresie globalnego kryzysu finansowego zintensyfikowano działania w kierunku zwiększenia internacjonalizacji i wymienialności renminbi. Główne inicjatywy podjęte w latach 2008–2010 zostały przedstawione w ramce 2.6. Umiedzynarodowienie renminbi przebiega jednak powoli. Chiny obawiają się, że napływ kapitału, potencjalnie towarzyszący pełnej wymienialności waluty, może działać destabilizująco na krajową gospodarkę.

Ramka 2.6. Internacjonalizacja renminbi

Stopniowa internacjonalizacja, lata 2008 – 2009

- **Grudzień 2008 r.** Chiny podpisują dwustronny swap walutowy (*currency swap*) z Koreą Południową wart 180 mld RMB. Jest to pierwszy przypadek, gdy Chiny zobowiązują się do udostępnienia renminbi zagranicznemu bankowi centralnemu. W ciągu kolejnych kilku miesięcy Chiny zawierają pięć kolejnych dwustronnych swapów walutowych o łącznej wartości 470 mld RMB z bankami centralnymi m.in. Hongkongu i Argentyny.
- **Marzec 2009 r.** Prezes banku centralnego Chin stwierdza, że SDR powinien stać się nową globalną walutą rezerwową. Jest to postrzegane jako przejaw zainteresowania Chin detronizacją dolara amerykańskiego w roli głównej waluty światowej.
- **Czerwiec 2009 r.** HSBC zostaje pierwszym bankiem zagranicznym emitującym nominowany w renminbi dług za granicę (sprzedaż 2-letnich obligacji o wartości 1 mld RMB w Hongkongu). Kolejnym takim bankiem jest Bank of East Asia.
- **Lipiec 2009 r.** Chiny uruchamiają program pilotażowy, polegający na zezwoleniu eksporterom i importerom z Szanghaju oraz czterech innych regionów na wykorzystanie renminbi do rozliczania handlu z Hongkongiem oraz krajami Azji Południowo-Wschodniej.

Przyspieszenie internacjonalizacji, rok 2010

- **Czerwiec 2010 r.** Chiny rozszerzają program pilotażowy na wszystkich partnerów handlowych, zezwalając na rozliczanie eksportu i importu w renminbi.
- **Lipiec 2010 r.** Chiny ogłaszają swap walutowy z Singapurem o wartości 150 mld RMB.
- **Sierpień 2010 r.** Amerykańska grupa McDonald's zostaje pierwszą zagraniczną firmą niefinansową, która sprzedaje nominowane w renminbi obligacje w Hongkongu (emisja o wartości 29,5 mln USD).

Źródło: Reuters.

Przyszłość renminbi

Chiny zapowiedziały, że będą kontynuować liberalizację rachunku kapitałowego w sposób „selektywny”, przy czym termin, w którym renminbi stanie się walutą w pełni wymierną, nie został wyznaczony. Według niektórych analityków rok 2020, do którego planowane jest przekształcenie Szanghaju w globalne centrum finansowe, jest ostatecznym terminem wprowadzenia wymierności. W najbliższych latach Pekin może podjąć następujące kroki:

- pozwolić większej liczbie banków i firm na emisję nominowanych w renminbi obligacji w Hongkongu oraz podjąć działania na rzecz przekształcenia Hongkongu w centrum finansowe dla inwestycji nominowanych w renminbi,
- dopuścić zagraniczne firmy do emisji akcji w Chinach, zaczynając prawdopodobnie od tzw. firm *red-chip*, większych chińskich przedsiębiorstw rejestrowanych i notowanych w Hongkongu,
- dążyć do włączenia renminbi do koszyka walutowego SDR,
- dążyć do zreformowania dwubiegowego systemu walutowego opartego na dolarze amerykańskim i euro przez wzrost zaangażowania w projekt integracji walutowej w Azji (por. ramka 2.7).

Ramka 2.7. Integracja walutowa w Azji

Współczesne finanse międzynarodowe cechuje tendencja do tworzenia regionalnych stref walutowych. Procesy regionalizmu walutowego zachodzą niemal w każdej części świata. Wiele z istniejących obszarów walutowych jest wynikiem naśladowania integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie.

Stopniowe wykształcanie się strefy walutowej jest widoczne w Azji Wschodniej. Jej korzenie sięgają współpracy gospodarczej i politycznej w ramach utworzonego w 1967 r. Stowarzyszenia Narodów Azji Południowo-Wschodniej (Association of Southeast Asian Nations, ASEAN) z siedzibą w Dżakarcie. Kamieniem milowym współpracy państw regionu był azjatycki kryzys walutowy w latach 1997 – 1998. Rozprzestrzenianie się kryzysu na inne kraje spowodowało, że walka z nim wymagała podjęcia działań na wielu rynkach narodowych i wyzwoliła regionalny solidaryzm finansowy.

Instytucjonalnym wyrazem współpracy walutowej państw Azji Wschodniej jest *Chiang Mai Initiative* (CMI), ogłoszona w 2000 r. przez państwa ASEAN (Brunei, Kambodża, Indonezja, Laos, Malesja, Birma, Filipiny, Singapur, Tajlandia i Wietnam) oraz Chiny, Japonię i Koreę Południową. Zawarte porozumienie rozszerza istniejącą w ASEAN od 1977 r. siatkę swap (*bilateral swap arrangements*) o trzy nowe kraje: Japonię, Chiny, Koreę Południową. CMI można porównać z działającym w ramach Europejskiego Systemu Walutowego systemem krótkoterminowych kredytów przeznaczanych na cele interwencji walutowych (Bilski, 2007, s. 181). Wspólne interwencje walutowe są dowodem współpracy krajów regionu na rynkach finansowych. Jeśli jednak chodzi o unifikację walutową, kraje regionu zachowują powściągliwość.

Podsumowując, wielkość rynku finansowego jest obok wielkości produkcji i handlu oraz stabilności makroekonomicznej kraju – emitenta waluty, czynnikiem warunkującym międzynarodowy status jednostki pieniężnej. Z wielkością rynku finansowego wiążą się płynność aktywów finansowych

będących przedmiotem obrotu na tym rynku oraz różnorodność instrumentów finansowych, czyli spektrum możliwości inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę rozwój rynku finansowego, obecnie Chiny nie spełniają warunków do emisji waluty o statusie międzynarodowym. Gospodarka jest jednak tworem dynamicznym, a wysokie tempo wzrostu gospodarki realnej (produkcja i handel) Chin oraz stopniowy wzrost wymienialności renminbi mogą przyspieszyć rozwój rynku finansowego. Ponieważ jednak zmiana statusu jednostki pieniężnej w międzynarodowym systemie walutowym to proces charakteryzujący się dużą inercją, nie należy spodziewać się radykalnych zmian w tym obszarze w najbliższym czasie. Analizę SWOT dla chińskiego sektora finansowego przedstawia tabela 2.8.

Tabela 2.8. Analiza SWOT chińskiego rynku finansowego

<p>MOCNE STRONY</p> <ul style="list-style-type: none"> • Relatywna odporność na kryzys • Największe na świecie rezerwy dewizowe • Relatywnie duże rozmiary rynku na tle krajów rozwijających się 	<p>SŁABE STRONY</p> <ul style="list-style-type: none"> • Brak pełnej wymienialności renminbi • Ograniczenia w dostępie podmiotów zagranicznych do sektora finansowego • Relatywnie słabo rozwinięty i płytki rynek kapitałowy • Wysoki udział bonów banku centralnego w całkowitej emisji obligacji • Gospodarka silnie uzależniona od kredytu bankowego
<p>SZANSE</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wzrost wymienialności i internacjonalizacji renminbi • Wzrost gospodarki realnej oraz stopniowe uelastycznianie renminbi siłą napędową rozwoju sektora finansowego (wysoki potencjał wzrostu rynku finansowego) • Stopniowa liberalizacja dostępu zagranicznych podmiotów do rynku krajowego • Restrukturyzacja systemu bankowego 	<p>ZAGROŻENIA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Powstrzymanie aprecjacji renminbi groźbą izolacji Chin na arenie międzynarodowej • Silna kontrola państwa nad sektorem finansowym • Brak wiarygodnych informacji dotyczących rozwoju rynku finansowego barierą dla inwestorów z zagranicy • Największe na świecie rezerwy dewizowe

Źródło: opracowanie własne.

2.2.3. Słabości chińskiego modelu wzrostu gospodarczego

Wielu ekspertów krytykuje chiński model rozwoju za nadmierne uzależnienie od inwestycji i eksportu oraz wskazuje na potrzebę zwiększenia konsumpcji prywatnej. Również niedostosowanie chińskich instytucji do modelu gospodarki rynkowej oraz stan środowiska naturalnego budzą obawy o możliwość utrzymania stabilnego wzrostu gospodarczego.

Eksportowy model rozwoju

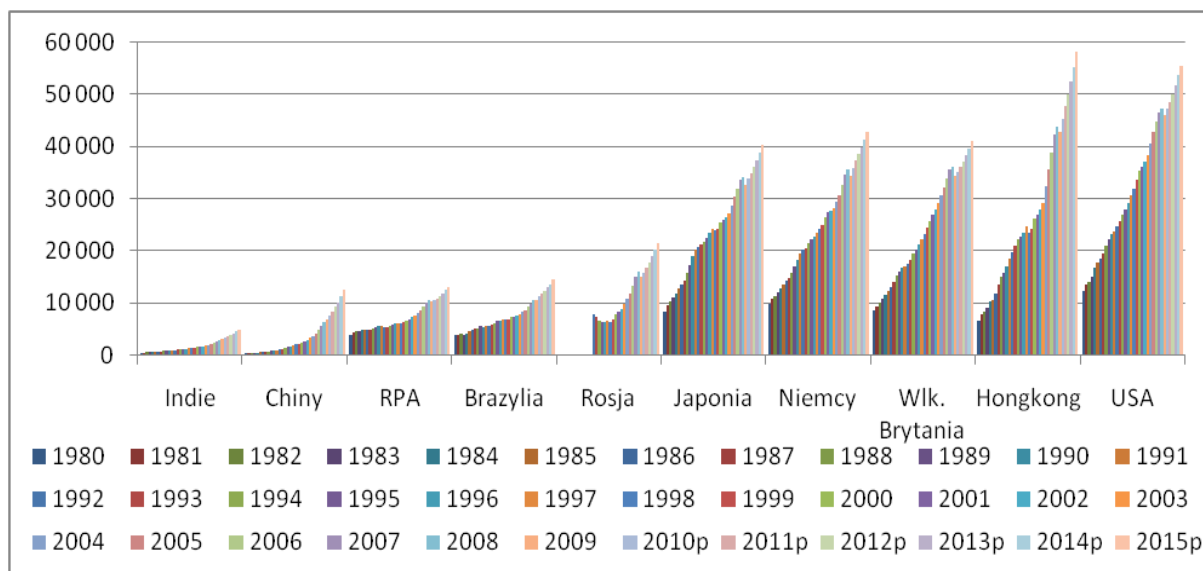
Średnie tempo wzrostu PKB Chin w latach 1980–2008 wynosiło blisko 10%³⁰, natomiast w 2009 r. 8,7%. Według Guo i N'Diaye (2009) oznacza to silną zależność chińskiego wzrostu gospodarczego od eksportu, zwłaszcza do krajów wysoko rozwiniętych, i rodzi pytanie o możliwość utrzymania takiego modelu wzrostu w długim, a nawet średnim okresie. Wspomniani autorzy twierdzą, że zachowanie dotychczasowego tempa wzrostu opartego na eksporcie będzie wymagało zwiększenia udziałów rynkowych Chin w handlu światowym przez obniżenie cen chińskich producentów w różnych branżach przemysłu. Dalszy wzrost wydajności, zmniejszenie marż bądź zwiększenie subsydiów dla przemysłu czy dalsza dywersyfikacja branż eksportowych, nie gwarantują jednak realizacji tego celu. Jak pokazują doświadczenia innych gospodarek azjatyckich stosujących model wzrostu opartego na eksporcie, maksymalny udział, jaki dany kraj może osiągnąć w rynku światowym, jest ograniczony. Jedynym sposobem zrównoważenia wzrostu wydaje się zatem rozbudzenie konsumpcji prywatnej, szczególnie w sytuacji umiarkowanego ożywienia gospodarki światowej. Chiny podjęły już wiele reform w celu pobudzania wewnętrznego popytu. Zaczynają one już przynosić efekty, czego dowodem może być chociażby zwiększenie stopy wzrostu sprzedaży detalicznej z poziomu 12% w latach 2006–2007 do 16% w połowie 2009 r. (OECD, 2010a). Nadal jednak są to efekty niewystarczające, by zmniejszyć zależność chińskiej gospodarki od popytu światowego.

Nierówności wewnętrzne – PKB *per capita*

W porównaniu z gospodarkami zachodnimi, a nawet z krajami zaliczanymi do grupy BRIC, produkt krajowy przypadający na jednego mieszkańca Chin jest stosunkowo niski, wyższy tylko niż w Indiach (por. wykres 2.27). Miara dla całego kraju jest jednak wartością uśrednioną i nie odzwierciedla rzeczywistego poziomu zróżnicowania produktu krajowego brutto na mieszkańca w poszczególnych regionach Chin. Według danych Chińskiego Biura Statystycznego w 2009 r. średni poziom PKB *per capita* najbardziej, bo aż trzykrotnie, został przekroczony w Szanghaju a prawie trzykrotnie w Beijing. W sześciu głównych prowincjach eksportowych oraz w Mongolii Wewnętrznej poziom PKB *per capita* przewyższał średnią krajową o ok. 1,5 raza (od 1,3 do 1,7 razy). Z kolei tylko połowę średniej stanowił PKB *per capita* w prowincjach Yunan, Gansu i Guizhou.

³⁰ China Statistical Yearbook 2009.

Wykres 2.27. PKB wg parytetu siły nabywczej przypadające na mieszkańca wybranych państw (w USD)



Uwaga: p - prognoza

Źródło: IMF WEO, October 2010, opracowanie własne.

Jak wskazuje raport OECD (2010a), część ogromnych nierówności pomiędzy wysoko rozwiniętymi prowincjami wschodnimi a niedoinwestowanym zachodem kraju została wyrównana w ostatnich latach dzięki migracji. Przekazy emigrujących pracowników dla rodzin oraz wzrost poziomu płac pracowników w regionach biedniejszych pozwoliły na zwiększenie dochodu gospodarstw domowych. Nierówności geograficzne pozostają jednak duże mimo zaangażowania rządu w inwestycje na zachodzie kraju w ramach programu *Western Development Plan*. Można również zauważyć silną polaryzację pomiędzy terenami miejskimi a wiejskimi, która wpływa m.in. na kształtowanie cen i poziom życia ludności. Mimo że władze postrzegają urbanizację i uprzemysłowienie jako czynniki wzrostu wydajności i dalszego rozwoju, migracja siły roboczej z regionów wiejskich do miast jest ograniczana administracyjnie przez system rejestracji *hukou*. Pozwala on na tymczasową migrację, ale wiąże możliwość korzystania ze świadczeń socjalnych z miejscem zarejestrowania, a nie rzeczywistym miejscem zamieszkania. Zmiana miejsca zamieszkania najczęściej oznacza dla pracownika utratę świadczeń i może stanowić bardzo poważny argument przeciw migracji.

Jakość instytucji

Wnioski płynące z przygotowywanego przez OECD raportu PMR (*Product Market Regulation*) wskazują, że rozwój chińskich instytucji postępował znacznie wolniej niż transformacja gospodarcza

(OECD, 2010a), wobec czego dla sprawnego funkcjonowania gospodarki konieczna jest przebudowa systemu instytucjonalnego.

Zmiana struktur organizacji rządu w 2003 r., podczas której zlikwidowano niektóre ministerstwa przemysłowe, niegdyś pełniące bardzo ważną rolę w gospodarce centralnego planowania, oznaczała przejście z systemu gospodarki planowanej do rynkowej. Jednak wskaźniki PMR pokazują, że stopień regulacji jest nadal znaczny, wyższy niż w gospodarkach OECD. Szczególnym przejawem tego zjawiska jest regulacja cen, która – będąc wynikiem decyzji politycznych, a nie gospodarczych – zwiększa koszty na skutek nieoptymalnej alokacji zasobów.

Pomimo stosunkowo szybkiej prywatyzacji i odczuwalnej poprawy zarządzania w przedsiębiorstwach państwowych (*State Owned Companies, SOE*), zakres kontroli państwa w gospodarce Państwa Środka jest wyższy niż w jakimkolwiek kraju OECD. Wynika to z powszechnej własności państwowej w sektorze przedsiębiorstw oraz zaangażowania rządu w operacje gospodarcze. Prywatyzacja chińskich przedsiębiorstw ma jednak charakter częściowy, co stanowi przeszkodę w dalszej restrukturyzacji i zwiększaniu produktywności przez zastosowanie nowoczesnych technologii.

Bariery przedsiębiorczości ograniczają rozwój sektora prywatnego. Obciążenia administracyjne rozpoczynających biznes są bardzo wysokie i działają jak bariera wejścia, nakładając na przedsiębiorców uciążliwe obowiązki związane z uzyskaniem zezwoleń administracyjnych. Jak podkreślono w raporcie OECD (2010a), wydaje się jednak, że bariery przedsiębiorczości wynikają nie tyle z samych regulacji, ile z trudności w ich stosowaniu.

Również w obszarze handlu międzynarodowego i inwestycji zagranicznych istnieje wiele barier. Przykładowo, w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych przedsiębiorcy spoza Chin napotykają trzy rodzaje ograniczeń: obostrzenia dotyczące własności i limitu liczby akcji, jakie mogą posiadać w firmach krajowych; ograniczenia geograficznego zasięgu i branż funkcjonowania, jak również inne w rodzaju minimalnych wymogów kapitałowych dla firm zagranicznych, nieobowiązujące takich samych przedsiębiorstw z rynku krajowego (OECD, 2010a).

Chiny dokonały znacznego postępu pod względem przejrzystości administracji dzięki wdrożonej w maju 2008 r. regulacji o dostępie do informacji publicznej (*regulation on open government information*). Stanowi ona podstawę prawną ogólnonarodowego systemu ujawniania informacji publicznej na wszystkich szczeblach władzy. Zwiększenie przejrzystości sektora publicznego powinno wzmocnić dążenie do reformy instytucjonalnej oraz zwiększyć wydajność i odpowiedzialność władz publicznych. Już od 2001 r. prowadzone są działania na rzecz uproszczenia procedur administracyjnych. Wdrożono wiele programów, mających na celu zmniejszenie wpływu regulacji pozostałych po systemie gospodarki planowanej na system gospodarczy. Jednak struktury

administracyjne, które w większości przypadków nie dotrzymały kroku tempu zmian ekonomicznych, nadal są nieuporządkowane. Tylko znaczna przebudowa procedur administracyjnych może poprawić jakość usług publicznych i interakcje pomiędzy władzą a przedsiębiorstwami.

Zagrożenia ekologiczne

Szybki i intensywny wzrost gospodarczy w Chinach przyczynił się do dewastacji środowiska naturalnego, szczególnie zasobów powietrza i wody w tym kraju. Chiny są obecnie największym emitentem gazów cieplarnianych, a poziom pyłowych zanieczyszczeń powietrza we wszystkich większych miastach jest bardzo wysoki. Raport OECD (2010a) wspomina ponadto, że woda z ponad połowy chińskich rzek i jezior została przez władze zaklasyfikowana jako niezdatna do picia, możliwa do wykorzystania tylko w przemyśle lub do nawadniania.

Aby ograniczyć zanieczyszczanie środowiska władze chińskie podjęły kroki mające na celu oszczędność i wydajne wykorzystanie energii (Zhou, Levine, Price, 2010; Wang, Chen, 2010). Przykładowo, plan na lata 2005–2010 zakłada zmniejszenie energochłonności produkcji o 20%. Skuteczność powyższych rozwiązań jest jednak ograniczana przez uwarunkowania instytucjonalne – ceny prądu są regulowane na poziomie niższym od kosztów wytworzenia, co nie tylko dezinformuje klientów, lecz również zaburza mechanizm dostosowania podaży energii i popytu na nią.

Przykładowe rozwiązania w innych obszarach to chociażby zmodyfikowane w 2008 r. korporacyjne prawo podatkowe, preferencyjnie traktujące przedsiębiorstwa inwestujące w technologie oszczędzania energii oraz przyjazne środowisku czy ograniczanie limitów emisji spalin przez samochody. Odchodzi się również od polityki promowania przemysłu ciężkiego na rzecz branż mniej energochłonnych, co powinno korzystnie wpłynąć na środowisko.

Działania te są potrzebne, jednak niewystarczające, by w krótkim czy nawet średnim okresie Chiny osiągnęły zachodni poziom standardów środowiskowych. Wydaje się, że duże znaczenie dla tego procesu może mieć presja międzynarodowa, jeśli nie same problemy Chin z nadmierną eksploatacją środowiska. Brak wyśrubowanych norm środowiskowych pozwala Państwu Środka produkować tańsze, bardziej konkurencyjne produkty, co z jednej strony przyczynia się do narastania problemu globalnych nierównowag, a z drugiej gwarantuje chińskiej gospodarce utrzymanie wysokiego wzrostu gospodarczego.

Podsumowanie

W drugim rozdziale podjęto próbę oceny zdolności Chin do umiędzynarodowienia własnej waluty, co pozwala na sformułowanie następujących wniosków.

Po pierwsze, światowy system gospodarczy w coraz większym stopniu zależy od państw rozwijających się, spośród których najważniejszą rolę odgrywają Chiny, będące największym globalnym eksporterem i drugą po Stanach Zjednoczonych gospodarką świata pod względem wartości wytworzonego PKB. Eksport Chin pełni funkcję łącznika między mniejszymi gospodarkami azjatyckimi a rynkiem międzynarodowym, co obok wielkości, zaludnienia i siły ekonomicznej oraz politycznej predestynuje ten kraj do roli regionalnego lidera. Silna pozycja chińskiego eksportu w połączeniu z bardzo dużym napływem BIZ, których Chiny są największym światowym odbiorcą, dowodzą silnej pozycji tego państwa na arenie międzynarodowej. Analiza gospodarki realnej dowodzi, że Chiny dysponują dostatecznym zapleczem, by renminbi mogło w przyszłości stać się walutą międzynarodową.

Po drugie, polityka kursowa Chin przyczyniła się w znacznej mierze do wykreowania globalnych nierównowag i wpływa na obecny kształt MSW. Polityka braku przyzwolenia chińskich władz na szybką aprecjację renminbi często bywa przywoływana jako jeden z istotnych czynników wpływających na wahania kursów innych walut oraz powstawanie globalnych nierównowag. Argumenty mające potwierdzić niedowartościowanie chińskiej waluty to przede wszystkim szybkie tempo akumulacji rezerw walutowych, nadwyżki na rachunku obrotów bieżących oraz silny wzrost produktywności pracy w Chinach. Scenariusz dostosowań optymalny z punktu widzenia redukcji globalnych nierównowag zakłada aprecjację renminbi, zmniejszenie oszczędności i wzrost konsumpcji w Chinach oraz zmniejszenie zadłużenia prywatnego i publicznego w Stanach Zjednoczonych. Częściowe upłynnienie kursu renminbi w lipcu 2010 r. można uznać za reakcję władz chińskich na te oczekiwania. W średnim i długim okresie aprecjacja chińskiej waluty może być korzystna dla Państwa Środka z punktu widzenia zwiększenia roli popytu wewnętrznego. W krótkim okresie zwiększenie wartości waluty może wpłynąć na zahamowanie wzrostu gospodarczego generowanego przez eksport, co mogłoby przyczynić się do wzrostu bezrobocia. Doświadczenia z lat 2005–2008, kiedy kurs renminbi podlegał aprecjacji, dowodzą jednak, że wcale nie musi dojść do spadku nadwyżki chińskiego bilansu obrotów bieżących na skutek wzrostu wartości waluty.

Po trzecie, do charakterystycznych cech chińskiej gospodarki należy niski poziom rozwoju sektora finansowego, co stanowi jedną z głównych barier umiędzynarodowienia renminbi. Liczne regulacje dotyczące dostępu podmiotów zagranicznych do chińskiego rynku finansowego tworzą barierę dla kapitału zagranicznego i uniemożliwiają integrację z globalnym rynkiem finansowym.

Problemem jest również mała różnorodność instrumentów finansowych, duży udział własności państwowej oraz mały stopień umiędzynarodowienia sektora finansowego. W 2009 r. kapitalizacja rynku giełdowego Chin w stosunku do PKB sytuowała je na czele grupy BRIC. Jednak obecny udział renminbi w obrocie na globalnym rynku walutowym jest bardzo mały (rzędu 0,3%). Tak małe zainteresowanie walutą chińską jest pochodną jej ograniczonej wymienialności sterowanego kursu walutowego. Należy dodać, że władze chińskie podejmują kroki na rzecz internacjonalizacji renminbi, jednak ich celem jest stopniowy wzrost roli waluty tak, aby nie stracić kontroli nad poziomem kursu.

Po czwarte, chiński model wzrostu charakteryzuje się wieloma słabościami, co nie gwarantuje stabilności potrzebnej do wykreowania wiarygodnej waluty międzynarodowej. Chiny są krajem specyficznym, m.in. ze względu na ustrój gospodarczy, będący mieszanką gospodarki rynkowej i socjalistycznej. W Państwie Środka nadal silne są dysproporcje międzyregionalne. Eksportowy model wzrostu uzależnia rozwój gospodarczy w Chinach od koniunktury na rynkach międzynarodowych, dlatego niezbędne wydaje się wzmocnienie popytu krajowego poprzez stymulację konsumpcji wewnętrznej, dostosowania płacowe oraz dopuszczenie do swobodniejszego kształtowania kursu chińskiej waluty.

Zakończenie i wnioski

Analiza wybranych aspektów przemian w międzynarodowym systemie walutowym pozwala na sformułowanie następujących wniosków.

Po pierwsze, oparcie MSW na walucie jednego kraju, obecnie Stanów Zjednoczonych powoduje nadmierne uzależnienie całego systemu od kondycji gospodarczej jednego państwa. Niemniej jednak, w krótkim i średnim okresie nie istnieje rozwiązanie alternatywne dla systemu z dominacją dolara i dużą rolą euro.

Dolar utrzymuje swoją dominującą pozycję na skutek historycznie kluczowej roli w systemie Bretton Woods. Mimo upadku systemu dolarowo-złotego na początku lat 70. siła gospodarki amerykańskiej oraz efekty sieci wynikające z powszechnego zastosowania dolara w światowym systemie gospodarczym sprzyjały utrzymaniu jego dominującej pozycji. Status dolara jako pieniądza międzynarodowego przyczynił się również do globalnych nierównowag konstytuując tzw. Bretton Woods II, w którym kraje azjatyckie - nauczone doświadczeniami kryzysów z końca lat 90. - rozpoczęły proces akumulacji rezerw dolarowych za pomocą proeksportowego modelu rozwoju gospodarczego.

Z punktu widzenia stabilności MSW udanym, jak dotąd, eksperymentem okazało się powołanie euro, które pozwoliło na uruchomienie procesów prowadzących do powstania systemu dwuwalutowego. Niemniej jednak EBC wyraźnie podkreśla swoje neutralne stanowisko, wskazując na brak zainteresowania wzrostem roli europejskiego pieniądza w funkcjach waluty międzynarodowej. Ponadto kryzys finansowy i gospodarczy ujawnił słabości ekonomiczne oraz instytucjonalne funkcjonowania obszaru wspólnej waluty, co w krótkim okresie nie sprzyja zwiększeniu jego znaczenia.

W następstwie powyżej zarysowanych problemów pojawiają się koncepcje przebudowy struktury MSW. Ich realizacja napotyka jednak wiele przeszkód, m.in. wymagając politycznej współpracy wielu państw czy zdobycia zaufania rynków finansowych. Jedną z propozycji jest pomysł oparcia MSW na parze euro-dolar, czyli współpracy dwóch podstawowych obecnie walut globalnych. Rozwiązanie wydaje się zasadne, biorąc pod uwagę, że gospodarki strefy euro i amerykańska stanowią około 35% światowej gospodarki. Jednocześnie oparty na parze euro-dolar system dwuwalutowy pozwoliłby na wyeliminowanie zakłóceń wynikających ze wzajemnych wahań kursów tych walut. Takie rozwiązanie stanowi jednak kontynuację dotychczasowej polityki

międzynarodowych instytucji finansowych, które przyznawały największą rolę rozwiniętym gospodarkom zachodnim, nie uwzględniając rosnącego znaczenia gospodarek wschodzących.

Naprzeciw zmieniającym się uwarunkowaniom globalnej gospodarki, której punkt ciężkości powoli przesuwa się w kierunku państw rozwijających się, wychodzą propozycje stworzenia systemu wielowalutowego oraz zwiększenia roli SDR. Obie te koncepcje są jednak trudne do zrealizowania ze względu na konieczność bliskiej współpracy politycznej i ekonomicznej wielu państw, a także (zwłaszcza w przypadku systemu wielowalutowego), potrzebę powołania instytucji międzynarodowej sprawującej kontrolę nad MSW. Obecnie brak jest instytucji dysponującej mandatem do zarządzania międzynarodowym systemem walutowym, tak jak ma to miejsce w przypadku WTO, sprawującej pieczę nad handlem w skali globalnej. Z drugiej strony taki stan rzeczy wydaje się uzasadniony w sytuacji, gdy międzynarodowy system walutowy zdominowany jest przez jedną walutę. Pojawiają się jednak pewne oznaki zmian w MSW, czego przykładem są szczyty ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw G20 w Gyeongju oraz przywódców państw w Seulu w 2010 r. Ich ustalenia odzwierciedlają gotowość państw zachodnich do uznania rosnącej roli gospodarek rozwijających się.

Po drugie, barierą uniemożliwiającą obecnie transformację MSW jest utrzymujący się wysoki poziom niepewności na rynkach finansowych. Mimo niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych emitentów głównych walut międzynarodowych oraz znacznych wahań euro i dolara globalna awersja do ryzyka oraz efekty sieci wynikające z ich zastosowania nie sprzyjają zmianie *status quo*.

Przed kryzysem powszechne oczekiwania wskazywały na deprecjację dolara amerykańskiego jako jeden z czynników, który pozwoli przywrócić równowagę w międzynarodowym systemie gospodarczym. Ku zaskoczeniu obserwatorów zjawisk ekonomicznych po wejściu w najbardziej dotkliwą fazę zawirowań na rynkach finansowych po upadku Lehman Brothers dolar stał się najważniejszą walutą *safe haven* na świecie. Na skutek skokowo wzrastającej globalnej awersji do ryzyka poszukiwanie płynnych aktywów o wysokiej jakości zwiększyło popyt na dolara.

Spadek awersji do ryzyka, począwszy od drugiego kwartału 2009 r., oraz nadzwyczajne działania polityki pieniężnej i fiskalnej w USA wspierały deprecjację dolara. Tendencje w gospodarkach realnych i sektorach finansowych najważniejszych emitentów walut międzynarodowych, tj. USA i strefy euro, wskazywały pod koniec 2009 r. na wysokie prawdopodobieństwo aprecjacji euro i deprecjacji dolara. Ze względu na kryzys grecki, który przerodził się w kryzys zadłużeniowy strefy euro i jednocześnie wyeksponował słabości obszaru

wspólnej waluty, zamiast oczekiwanego wzrostu wartości euro od końca 2009 r. postępowała jego deprecjacja. Po odwróceniu trendu w połowie r. 2010 r. i powrocie kursu wspólnej waluty na ścieżkę wzrostu do końca października 2010 r. ponownie aktualny stał się scenariusz wzrostu wartości euro i spadku dolara. Kiedy w listopadzie 2010 r. odżyły obawy rynków finansowych o rozmiar skutków kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, tym razem na skutek problemów irlandzkich banków, euro ponownie zaczęło tracić na wartości.

Po trzecie, kryzys zmusił wiele państw do ochrony swoich rynków za pomocą różnorodnych instrumentów polityki makroekonomicznej, w tym kursu walutowego.

Pokryzysowe problemy z odbudową wzrostu w gospodarkach rozwiniętych doprowadziły do odświeżenia pojęcia wojen kursowych. Analiza czynników prowadzących od eskalacji napięć w MSW pozwala na dokonanie ich podziału na „wojny sprawiedliwe”, prowadzone przez kraje w celu ochrony ich wewnętrznego rynku i utrzymania stabilności gospodarczej, oraz „wojny niesprawiedliwe”, kiedy państwo za pomocą dumpingu kursowego stara się poprawić swoją konkurencyjność kosztem partnerów handlowych. W obliczu kryzysu pierwsze z działań są niekiedy jedyną formą obrony rynku krajowego w warunkach nieskuteczności tradycyjnie stosowanych metod polityki makroekonomicznej.

Zmiana podejścia do użyteczności kursu walutowego jest przejawem szerszej tendencji w zakresie przeformułowania celów i instrumentów polityki makroekonomicznej. W następstwie kryzysu coraz częściej zwraca się uwagę na potrzebę monitorowania skali ryzyka panującego na rynkach finansowych oraz przeciwdziałania powstawaniu baniek na rynkach aktywów rzeczowych i finansowych. Przed wybuchem kryzysu, zgodnie z obowiązującym podejściem do kwestii stabilności makroekonomicznej, mała zmienność poziomu cen i co za tym idzie, koncentrowanie się na celach inflacyjnych były gwarantem zrównoważonego rozwoju gospodarki. Jednak głęboka recesja, która dotknęła gospodarkę w skali globalnej, doprowadziła do przewartościowania powszechnie uznawanych poglądów.

Po czwarte, na tymczasowe utrzymanie *status quo* w MSW wpływa fakt, że w krótkim okresie żadne państwo rozwijające się, włączając Chiny, nie jest w stanie wykreować waluty globalnej.

Chiny dysponują dynamiczną gospodarką o zdecydowanie proeksportowym nastawieniu, która znacznie różni się od modelu powszechnego w państwach Zachodnich. O specyfice chińskiej

gospodarki świadczyć może fakt, że pod względem importu zajmuje ona drugą, za Stanami Zjednoczonymi, pozycję na świecie, a jednocześnie poziom konsumpcji prywatnej w Chinach stanowi 1/8 poziomu amerykańskiego. Eksportowy model wzrostu, który przyczynił się do niezwykle szybkiego (nawet jak na państwo doganiające), wzrostu gospodarczego, jest także słabością gospodarki Chin, w dużej mierze uzależniając ją od koniunktury na rynkach światowych. W przypadku wybuchu globalnego kryzysu na miarę tego z 2007 r. waluta, za którą będzie stało państwo w tak dużym stopniu zależne od eksportu, nie będzie dawała gwarancji stabilności. W sferze realnej Chiny muszą uniezależnić się od koniunktury zagranicznej przez budowę silnego rynku wewnętrznego, a także doprowadzić do złagodzenia znacznych dysproporcji między regionami eksportowymi a centralnymi oraz między miastem a wsią.

Największą przeszkodą w internacjonalizacji chińskiego renminbi jest jednak słabo rozwinięty i przeregulowany rynek finansowy oraz polityka sztywnego kursu walutowego. Renminbi dopiero od połowy lat 90. stało się walutą częściowo wymiennalną, a rynek finansowy Chin jest trudno dostępny dla inwestorów zagranicznych, co uniemożliwia jego integrację międzynarodową. Przyspieszające od maja 2010 r. procesy liberalizacji renminbi dowodzą, że chińskie władze dostrzegają, że posiadanie wymiennalnej waluty może ograniczyć uzależnienie gospodarki od aktywów rezerwowych nominowanych w dolarze, chociażby przez umożliwienie włączenia renminbi do koszyka referencyjnego SDR w 2015 r. Z drugiej strony mimo międzynarodowej presji władze Chin nie są skłonne zrezygnować ze słabej waluty. U podstaw takiej decyzji może leżeć obawa, że szybka aprecjacja zagroziłaby rozwojowi gospodarczemu całego państwa.

Po piąte, pomimo krótkookresowego braku alternatywy dla dolara jako głównej waluty międzynarodowej, Stany Zjednoczone i inne kraje rozwinięte mogą w przyszłości tracić swoją pozycję w globalnej gospodarce na rzecz państw wschodzących, a zwłaszcza Chin.

Do głównych powodów wzrostu znaczenia krajów rozwijających się należy fakt, że pomimo relatywnie niskiego poziomu wyjściowego szybko doganiają kraje bogatsze. W ostatnich latach globalizacja i rozwój gospodarczy świata były możliwe m.in. dzięki włączeniu w międzynarodowe przepływy kapitałowe, handlowe i inwestycyjne krajów rozwijających się. Państwa te w pewnym momencie przekroczą masę krytyczną akumulacji kapitału i wiedzy, pozwalającą im na endogeniczny wzrost oderwany od bodźców pochodzących z krajów bogatych. Pokryzysowe dostosowania mogą przybierać formę przejściowego wyhamowania globalizacji na rzecz wzmocnienia współpracy regionalnej, która jest często podejmowana przez kraje wschodzące. Przykładem mogą tu być Chiny, których rola w organizacjach zdominowanych przez gospodarki rozwiniętego Zachodu jest nadal

ograniczona, podczas gdy w wymiarze regionalnym strefa ich gospodarczych wpływów nieustannie się poszerza. Największe znaczenie z tego punktu widzenia mają ekspansja eksportowa oraz inwestycje zagraniczne. Najściślejsza współpraca ma charakter regionalny w ramach ASEAN+3 i dotyczy spraw gospodarczych, finansowych oraz pieniężnych.

Wzrostowi roli państw wschodzących sprzyja jednak fakt, że kraje rozwinięte zostały bardzo silnie dotknięte przez kryzys. Obecnie wszystkie gospodarki odpowiadające za emisję głównych walut globalnych walczą ze skutkami kryzysu. Stany Zjednoczone oraz Japonia są silnie zadłużone. Również wiele państw strefy euro jest zagrożonych niewypłacalnością, co wpływa na pewną degradację euro w oczach inwestorów. Kraje rozwinięte będą zmuszone poświęcić najbliższe lata na odbudowywanie gospodarek oraz reformy strukturalne w celu niedopuszczenia do ponownej recesji. Z kolei kraje wschodzące, takie jak Chiny i pozostali członkowie grupy BRIC, będą w tym czasie walczyć o zwiększenie swojej roli w światowym systemie gospodarczym.

Bibliografia

1. ADB (2010), Asian Development Outlook 2010 Update. The future of growth in Asia.
2. Arora V., Vamvakidis A. (2010), *China's Economic Growth: International Spillovers*, IMF WP/10/165, lipiec 2010.
3. Aziz J., Cui L. (2007), *Explaining China's low consumption: the neglected role of household income*, IMF WP 07/181, lipiec 2007.
4. Knowledge for Markets (2010), *Banking in BRIC Countries*, Markets in motion, Vol. 1, nr 21, 9 sierpnia 2010.
5. Bergsten C. F. (2010), *We can fight fire with fire on the renminbi*, Financial Times, 4.10.2010.
6. Bilski J. (2007), *Unie, bloki, strefy walutowe we współczesnej gospodarce*, [w:] *Handel i finanse międzynarodowe w warunkach globalizacji*, red. nauk. Schroeder J., Stępień B., Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
7. BIS (2010), *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010*. Preliminary results, wrzesień 2010.
8. Blanchard O. (2009), *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, IMF, luty 2009.
9. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*, SPN/10/03, luty 2010.
10. Blanchard O., MilesiFerretti G. M. (2009), *Global Imbalances: In Midstream?*, IMF SPN/09/29, grudzień 2009.
11. Bloomberg (14.12.2010), <http://www.bloomberg.com/news/2010-12-13/riksbank-norges-bank-may-watch-credit-risks-as-inflation-lags.html>
12. Brautigam D. (2010), *Africa's Eastern Promise. What the West can learn from Chinese Investment in Africa*, Foreign Affairs, Volume 89, nr 1, styczeń 2010.
13. Brown K, Cookson R., Dyer G. (2010), *Malaysian bond boost for renminbi*, Financial Times, 19.09.2010.
14. Brown K. (2010), ADB warns on China's long-term growth, Financial Times, 28.09.2010.
15. Bussière M., Pérez-Barreiro E., Straub R., Taglioni D. (2010), *Protectionist responses to the crisis: global trends and implications*, ECB Occasional Paper Series nr 110, maj 2010.
16. China Banking Regulatory Commission (2010), Annual Report 2009.
17. China Central Depository & Clearing Co. LTD. (2010), *Annual Report 2009. New Horizon*.
18. China Securities Regulatory Commission (2009), *CSRC Annual Report 2008*.
19. Choi W. G., Lee I. H (2010), *Monetary transmission of global imbalances in Asian countries*, IMF WP10/214, wrzesień 2010.
20. Cline W. R., Williamson J. (2010), *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates*, Policy Brief 10-15, Peterson Institute for international Economics, maj 2010.

21. Collignon S.(2010a), *Rebalancing the Economy: A Case for International Monetary Cooperation* [in:] Collignon S., Cooper R. N., Kawai M., Zhang Y. (2010), *Rebalancing the Global Economy Four Perspectives on the Future of the International Monetary System*, Europe in Dialogue 2010/01.
22. Collignon S. (2010b), Does Europe Need a Strategy for China?, 12.01.2010, www.voxeu.com
23. Cookson R., China revs up renminbi expansion, Financial Times, 27 July 2010.
24. Cova P., Pisani M.,Rebucci A. (2009), *Global Imbalances: The Role of Emerging Asia*, IMF WP/09/64, marzec 2009.
25. Cui L., Shu C., Su X. (2009), *How much do exports matter for China's growth?*, Hong Kong Monetary Authority, China Economic Issues nr 1/09, marzec 2009.
26. Deutsche Bank Research (2009), *China`s financial markets – a future global force*, 16 marca 2009.
27. Deutsche Bundesbank (2010), *Nominal and real exchange rate movements during the financial crisis*, Monthly Report, lipiec 2010.
28. Dooley M.P., Folkerts-Landau D., Garber P.M. (2009), *Bretton Woods II still defines the international monetary system*, NBER Working Paper 14731, luty 2009.
29. EBC (2007), *Review of the international role of the euro*, lipiec 2007.
30. EBC (2010a), *The Impact of the Financial Crisis on the Central and Eastern European Countries*, Monthly Biuletin, maj 2010.
31. EBC (2010b), *The international role of the euro*, lipiec 2010.
32. Eichengreen B. (2006), *China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It*, University of California, Berkeley, 23 marca 2006.
33. Eichengreen B. (2009), *The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition*, Foreign Affairs, NY, Vol. 88, Iss. 5.
34. Eichengreen B., Irwin D. A. (2009), [*The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?*](#), NBER Working Paper No. 15142, lipiec 2009.
35. Evenett J. S. (ed.) (2009), *The Unrelenting Pressure of Protectionism: The 3rd GTA Report. A focus on the Asia-Pacific Region*, Centre for Economic Policy Research.
36. Fan Xiaoqin E. (2002), *Implications of a US Dollar Depreciation for Asian Developing Countries*.
37. Fan J.P.H., Morck R., Xu L.C., Yeung B. (2007), *Institutions and foreign investment: China versus the World*, NBER WP 13435.
38. Ferguson N., Schularick M. (2007), *Chimerica and global asset market boom*, International Finance 10:3.
39. Forbes.pl, 28.10.2010, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/miekkie-ladowanie-gospodarki-chin,7653,1>
40. Genberg H. (2009), *Currency internationalisation: analytical and policy issues*, Hong Kong Monetary Authority, 11.03. 2009 (draft).

41. Green S., *The financial crisis and the shift from west to east*, FT/DIFC World Financial Centres Summit, 20.10.2008.
42. Gregory R., Henn Ch., McDonald B., Saito M. (2010), *Trade and the Crisis: Protect or Recover*, IMF SPN/10/07, kwiecień 2010.
43. Guellec D., van Pottelsberghe de la Potterie B. (2004), *From R&D to Productivity Growth: Do the Institutional Settings and the Source of Funds of R&D Matter?*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 66(3), pp. 353-378.
44. Guo K., N'Diaye P (2009), *Is China's Export-Oriented Growth Sustainable?*, IMF WP/09/172, sierpień 2009.
45. Guo K., N'Diaye P. (2010), *Determinants of China's Private Consumption: An International Perspective*, IMF WP/10/93, kwiecień 2010.
46. Hall B., Mairesse J., Mohnen P. (2009), *Measuring the Returns to R&D*, NBER Working Paper Series nr 15622, grudzień 2009.
47. He Q. (2006), *China's FDI Policy is undergoing important changes*, My China News Digest, 12 listopada 2006.
48. Hess P. (2010), *Securities Clearing and Settlement in China. Markets, infrastructures and policy-making*, ECB Occasional Paper Series nr 116, lipiec 2010.
49. IMF (2009), *Regional Economic Outlook. Asia and Pacific, Building a Sustained Recovery*, World Economic and Financial Surveys, październik 2009.
50. IMF (2010a), *Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*, World Economic and Financial Surveys, październik 2010.
51. IMF (2010b), *People's Republic of China: 2010 Article IV Consultation-Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, IMF Country Report No. 10/238, lipiec 2010.
52. IMF (2010c), *World Economic Outlook*, październik 2010
53. Johnson S. (2010), *Control on currencies 'doomed'*, Financial Times, 17.10.2010
54. Kamińska I. (2010), *25 interventions in one week band redux*, 13 October 2010
55. Kohler M. (2010), *Exchange rates during financial crises* [in:] International banking and financial market developments, BIS Quarterly Review, marzec 2010.
56. Koopman R., Wang Z., Wei S. J. (2008), *How much of Chinese exports is really made in China? Assessing domestic value-added when processing trade is pervasive*, NBER WP 14109, czerwiec 2008.
57. Kuijs L. (2005), *Investment and saving in China*, World Bank Policy Research Working Paper 3633, czerwiec 2005.
58. MacroNEXT. Kalendarium ekonomiczne, 11.10.2010, <http://pl.macronext.com/art-634>
59. Mateos y Lago I., Duttgupta R., Goyal R.(2009), *The debate on the International Monetary System*, IMF SPN/09/26, listopad 2011.

60. McCauley R. N., McGuire P., *Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging*. BIS Quarterly Review, grudzień 2009.
61. McKinnon R., Schnabl G. (2009), *China's financial conundrum and global imbalances*, BIS Working Papers nr 277.
62. Morawiecki M., Pruski J. (2009), *Działalność antykrzysowa banków centralnych*, Zeszyty BRE–CASE, nr 101.
63. NBP (2009a), *Kryzys finansowy i gospodarczy. Implikacje dla integracji walutowej w Europie*, BISE, lipiec 2009.
64. NBP (2009b), *Kryzys a przemiany w międzynarodowym systemie walutowym. Implikacje dla strefy euro i Polski*, BISE, listopad 2009.
65. NBP (2010a), *Koniunktura międzynarodowa*, Biuletyn kwartalny, IE, wrzesień 2010.
66. NBP (2010b), *Euro jako pieniądz międzynarodowy*, BISE, maj 2010.
67. OECD (2010a), *OECD Economic Surveys: China 2010*.
68. OECD (2010b), *OECD Science, Technology and Industry Outlook 2010*.
69. O'Neill J., Stupnytska A. (2009), *The Long-Term Outlook for the BRICs and N-11 Post Crisis*, Goldman Sachs Global Economics Paper nr 192, grudzień 2009.
70. Ostry J.D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhart D.B.S. (2010), *Capital inflows: The Role of Controls*, IMF SPN/10/04, luty 2010.
71. Pisani-Ferry J. (2010), *China and the World economy: a European perspective*, Breughel Policy Contribution, Issue 2010/03, marzec 2010.
72. Pytlarczyk E., Mazurek M. (2010), *Miesięczny przegląd makroekonomiczny*, BRE Bank SA, październik 2010.
73. (Reuters, 14.11.2010), <http://www.reuters.com/article/idUSTRE6AD13920101114>
74. (Reuters, 18.11.2010), <http://www.reuters.com/article/idUSTOE6AI00920101119>
75. Skarżyński R. (2010), *Koniec dolara? Nowy pieniądz międzynarodowy*, Polish Open University, Wyższa Szkoła Zarządzania.
76. Sławiński A. (2010), *Wpływ globalnego kryzysu bankowego na bankowość centralną*, Ekonomista, nr 2.
77. Strauss-Kahn D. (2010): *Transcript of a Press Conference by International Monetary Fund Managing Director Dominique Strauss-Kahn With First Deputy Managing Director John Lipsky and External Relations Department Director Caroline Atkinson*, Washington, DC, kwiecień 22, 2010.
78. Stratfor (2009), *China: Revising Hukou as a Key to Economic Reform*, stan na 8 grudnia 2009, http://www.stratfor.com/memberships/150228/analysis/20091208_china_revising_hukou_key_economic_reform
79. Subacchi P. (2010), *Introduction: No New Bretton Woods, but a System in Flux* [in:] Subacchi P., Driffill J. (ed.) *Beyond the Dollar, Rethinking the International Monetary System*, March 2010.

80. Subramanian A. (2010), *New PPP-based Estimates of Renminbi Undervaluation and Policy Implications*, Policy Brief 10-8, Peterson Institute for International Economics.
81. Wagstyl S. (2010), *China lifts forex reserves veil - a little*, 3.10.2010, <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2010/09/03/china-lifts-currency-reserves-veil-a-little/>
82. Wang Q., Chen Y. (2010), *Energy Saving and Emission Reduction Revolutionizing China's Environmental Protection*, Renewable and Sustainable Energy Reviews, Vol. 14, No. 1.
83. Wei S. J., Zhang X. (2009), *The competitive saving motive: evidence from rising sex ratios and saving rates in China*, NBER WP 15093, czerwiec 2009.
84. Whalley J., Xin X. (2006), *China's FDI and Non-FDI Economies and the Sustainability of Future High Chinese Growth*, NBER Working Paper 12249.
85. Woo W. T. (2007), *Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin*, Zeszyty BRE Bank - CASE nr 93, październik 2007.
86. Xinhua (2010), *IMF economist: RMB Appreciation no cure-all*, 16.02.2010, http://www.china.org.cn/business/2010-02/16/content_19430039.htm
87. Zhou N., Levine M., Price L. (2010), *Overview of Current Energy-Efficiency Policies in China*, Energy Policy, Vol. 38, Issue 11, listopad 2010.