

Perspektywy internacjonalizacji chińskiego renminbi

Jacek Suder*

Nadesłany: 19 stycznia 2024 r. Zaakceptowany: 27 sierpnia 2024 r.

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza faktycznych postępów internacjonalizacji renminbi. Zdaniem wielu badaczy dzięki swoim powiązaniom handlowym chińska waluta może stać się ważną walutą rezerwową – po dolarze amerykańskim i euro – oraz kluczowym składnikiem trójelementowego międzynarodowego systemu walutowego. Jednocześnie bardzo istotne w tym procesie jest zaangażowanie chińskich władz. W tym kontekście w artykule w pierwszej kolejności scharakteryzowano rozwój systemu kursu walutowego w Chinach oraz rolę renminbi w globalnym rynku walutowym. Następnie przedstawiono postępy w tym procesie oraz bariery ograniczające uzyskanie przez renminbi statusu międzynarodowej waluty rezerwowej. Szczególną uwagę zwrócono na ostatni okres, w którym ożywiły się działania zmierzające do dedolaryzacji globalnej gospodarki. Nałożenie sankcji gospodarczych na Rosję i zablokowanie jej aktywów rezerwowych w wyniku agresji na Ukrainę spowodowały wzrost zainteresowania alternatywnymi sposobami wymiany handlowej i poszukiwanie innych możliwości utrzymywania rezerw finansowych – w tym zmianę struktury koszyka posiadanych walut rezerwowych oraz zakupy fizycznego złota. Na koniec zwrócono także uwagę na działania państw grupy BRICS mające na celu stworzenie systemu walutowego alternatywnego wobec amerykańskiego dolara.

Słowa kluczowe: internacjonalizacja renminbi, dedolaryzacja, międzynarodowa waluta rezerwowa, rynki finansowe, wojna w Ukrainie

JEL: E52, F02, F31, G15

* Narodowy Bank Polski, Departament Operacji Krajowych; e-mail: jacek.suder@nbp.pl.

1. Wprowadzenie

W ostatnich kilkudziesięciu latach wielokrotnie dochodziło do prób kwestionowania szczególnej pozycji amerykańskiego dolara (USD) w międzynarodowym systemie walutowym. Na przykład w latach 70. XX w. swoje niezadowolenie wyrażała głównie Francja, która postulowała nawet powrót do systemu monetarnego opartego na standardzie złota. Wybuch światowego kryzysu finansowego (Global Financial Crisis, GFC) w latach 2007–2009 jeszcze silniej podważył hegemonię dolara, a także dyscyplinę monetarną i fiskalną Stanów Zjednoczonych.

W ostatnim czasie ponownie nasiliły się próby osłabienia międzynarodowej pozycji USD, na co mogą wpływać następujące czynniki:

1. Obniżenie wiarygodności kredytowej Stanów Zjednoczonych. Agencja ratingowa Fitch 1 sierpnia 2023 r. zdecydowała się na obniżenie ratingu USA (wcześniej taką decyzję w sierpniu 2011 r. podjęła agencja S&P Global Ratings) z najwyższego poziomu AAA do AA+. Swoją decyzję uzasadniła przewidywanym pogorszeniem się sytuacji fiskalnej w ciągu najbliższych trzech lat, rosnącym zadłużeniem sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz pogorszeniem standardów zarządzania (ang. *erosion of governance*) (Fitch 2023). Fitch ocenił, że w 2023 r. deficyt finansów publicznych Stanów Zjednoczonych wzrośnie do 6,3% PKB, z 2,7% PKB w 2022 r., a w kolejnych dwóch latach ma się znaleźć w przedziale między 6,6% a 6,9% PKB. Agencja ratingowa oszacowała także, że w relacji do PKB amerykański dług spadnie do 112,9% w 2023 r., wobec 122,3% w rekordowym 2020 r., ale w kolejnych latach ponownie wzrośnie – do 118,4% PKB w 2025 r. Jednocześnie agencja Fitch wskazała, że państwa z oceną AAA są przeciętnie zadłużone na poziomie 39,3% PKB, podczas gdy dług państw z oceną AA+ to przeciętnie 44,7% PKB. Dodatkowo agencja ratingowa Moody's w listopadzie 2023 r. podjęła decyzję o obniżeniu perspektywy ratingu USA ze „stabilnej” do „negatywnej”, utrzymując najwyższy rating inwestycyjny dla tego państwa na poziomie AAA. Zmiana ta odzwierciedlała obawy przed rosnącym deficytem budżetowym Stanów Zjednoczonych i pogłębiającą się polaryzacją polityczną w tym państwie.

2. Napięcia geopolityczne między Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Od 2018 r. trwa wojna handlowa. Jednym z jej przejawów było wprowadzenie przez administrację Donalda Trumpa we wrześniu 2019 r. ceł na eksport chińskich dóbr do USA o wartości 300 mld USD.

3. Wykorzystywanie sankcji gospodarczych przez Stany Zjednoczone i ich sojuszników. Należy do nich m.in. odcięcie Rosji od międzynarodowego systemu SWIFT (Society for Worldwide Interbank, system płatności używany do rozliczania transakcji finansowych przez transfer wartości pieniężnych) i odłączenie banku centralnego Rosji od posiadanych rezerw walutowych w wysokości 300 mld USD w następstwie ataku zbrojnego na Ukrainę. W rezultacie inne państwa zaczęły się obawiać, że Stany Zjednoczone mogą nałożyć takie sankcje na ich gospodarki. Jest to widoczne szczególnie w państwach rozwijających się (tzw. *emerging markets*), w tym m.in. w Chinach.

W kontekście zachodzącego procesu dedolaryzacji¹ istotny był również wynik spotkania państw grupy BRICS (ang. *Brazil, Russia, India, China, South Africa* – Brazylia, Rosja, Indie, Chiny, Republika

¹ Dedolaryzacja to proces zmniejszania pozycji międzynarodowej USD w globalnym handlu i operacjach finansowych przez przejście na alternatywne metody wymiany, m.in. na waluty narodowe i krajowe systemy płatności. Jednocześnie niektóre państwa dokonują modyfikacji posiadanych rezerw walutowych (Global Times 2023). MFW dodaje, że dedolaryzacja obejmuje łączenie polityki makroekonomicznej i mikroekonomicznej mające na celu zwiększenie atrakcyjności lokalnej waluty w transakcjach gospodarczych oraz podniesienie świadomości kosztów dolaryzacji związanych z ryzykiem walutowym. W ten sposób zachęca się podmioty gospodarcze do dobrowolnej dedolaryzacji. Może ona także obejmować działania wymuszające użycie waluty krajowej w połączeniu z polityką stabilizacji makroekonomicznej (Kokenyne, Ley, Veyrune 2010).

Południowej Afryki)², które odbyło się w Johannesburgu w RPA w dniach 22–24 sierpnia 2023 r. Agenda tego spotkania obejmowała m.in. rozszerzenie grupy o kolejne 22 państwa oraz rozmowy dotyczące wprowadzenia nowej waluty, częściowo opartej na fizycznym złocie. Według agencji Bloomberg o formalne przyjęcie do grupy BRICS poprosiły m.in.: Argentyna, Iran, Algieria, Tunezja, Turcja, Arabia Saudyjska i Egipt. Kolejnych 20 państw zgłosiło nieformalną chęć uczestnictwa w grupie. Było to o tyle ważne, że dotychczas żadna waluta państwa rozwijającego się czy grupy takich państw nie została walutą rezerwową – status ten osiągały wyłącznie waluty państw wysoko rozwiniętych.

Celem artykułu jest analiza faktycznych postępów internacjonalizacji renminbi (RMB³). Zdaniem wielu badaczy chińska waluta może stać się ważną walutą rezerwową – po dolarze amerykańskim i euro – oraz kluczowym składnikiem trójelementowego międzynarodowego systemu walutowego. Jednocześnie bardzo ważne w tym procesie jest zaangażowanie chińskich władz. W artykule w pierwszej kolejności scharakteryzowano rozwój systemu kursu walutowego w Chinach oraz rolę RMB na globalnym rynku walutowym. Następnie przedstawiono postępy w tym procesie oraz bariery utrudniające uzyskanie przez RMB statusu międzynarodowej waluty rezerwowej. Szczególną uwagę zwrócono na ostatni okres, w którym ożywiły się działania zmierzające do dedolaryzacji globalnej gospodarki. Nałożenie sankcji gospodarczych na Rosję i zablokowanie jej aktywów rezerwowych w wyniku agresji na Ukrainę wywołały wzrost zainteresowania alternatywnymi sposobami wymiany handlowej i poszukiwanie innych możliwości utrzymywania rezerw finansowych, w tym zmianę struktury koszyka posiadanych walut rezerwowych oraz zakupy fizycznego złota. Na koniec zwrócono uwagę na działania państw grupy BRICS mające na celu stworzenie alternatywnego systemu walutowego dla USD. Analiza kończy się podsumowaniem i wskazuje kierunki dalszego przebiegu procesu umiędzynarodowienia RMB.

2. Charakterystyka rozwoju systemu kursu walutowego w Chinach

Według Dasa (2019) w lipcu 2005 r. rozpoczęła się stopniowa reforma systemu kursu walutowego w Chinach, polegająca na odejściu od systemu kursu sztywnego. Wywołały ją oskarżenia ze strony Kongresu Stanów Zjednoczonych o wykorzystywanie przez Chiny polityki kursowej do wspierania krajowego eksportu. Zmiana polegała na odejściu od ustalania kursu RMB na podstawie USD⁴ i wprowadzeniu systemu kierowanego kursu płynnego (ang. *managed floating*) wobec określonego koszyka walut. Chiński bank centralny (People's Bank of China, PBoC) podał skład walutowy koszyka, jednak nigdy nie przedstawił szczegółowych wag przypisanych do poszczególnych walut. Przeprowadzone badania pokazały jednak, że pomimo odniesienia kursu RMB do koszyka walut wartość chińskiej waluty po reformie była nadal ściśle powiązana z USD, który najprawdopodobniej stanowił największą część tego koszyka. Jednocześnie dokonano rewaluacji kursu RMB/USD o 2,1% do poziomu 8,11. Jak zwracali uwagę ekonomiści, w wyniku wprowadzonej reformy kurs walutowy RMB zyskał nieco na elastyczności.

² Kraje BRICS to nieformalna grupa państw składająca się z Brazylii, Rosji, Indii, Chin i RPA. Są one uważane za pięć czołowych gospodarek wschodzących na świecie. Termin BRIC został utworzony w 2001 r. przez ekonomistę banku Goldman Sachs Jima O'Neill'a, a w 2010 r. na zaproszenie Chin grupa powiększyła się o Republikę Południowej Afryki (stąd BRICS). Chociaż akronim powstał jako nieformalne określenie tych wschodzących gospodarek, kraje BRICS od 2009 r. organizują coroczne szczyty, których obszary zainteresowania są podobne jak w przypadku spotkań grupy G7.

³ Renminbi to formalna nazwa chińskiej waluty, jednak powszechnie używa się również nazwy juan (Wasilewski 2021).

⁴ W okresie od 1994 do 2005 r. kurs RMB był ściśle powiązany z USD i utrzymywany na prawie niezmiennym poziomie. Co ważne, wartość kursu nie odzwierciedlała czynników fundamentalnych, tj. rynkowego przekształcania struktury gospodarki. W rezultacie kurs RMB pozostawał niedowartościowany (Skopiec 2011).

Działania te doprowadziły również do stopniowej aprecjacji chińskiej waluty – w latach 2005–2008 RMB umocnił się o ponad 17% wobec USD (wykres 1). Dodatkowo chińskie władze rozpoczęły proces stopniowego zwiększania elastyczności mechanizmu kursowego przez rozszerzenie pasma wahań RMB. W maju 2007 r. rozszerzono pasmo wahań kursu RMB wokół parytetu z $\pm 0,3\%$ do $\pm 0,5\%$. Po uspokojeniu się sytuacji rynkowej związanej z GFC pasmo wahań poszerzono do $\pm 1\%$ w kwietniu 2012 r. (Skopiec 2011).

W okresie GFC chiński bank centralny powrócił do usztywnienia kursu RMB względem USD (od lipca 2008 r. do czerwca 2010 r. kurs USD/RMB utrzymywał się na poziomie 6,83). Ustąpienie kryzysu doprowadziło do ponownego powiązania kursu RMB z koszykiem walut. GFC uwidocznił jednak problemy chińskiej gospodarki opartej na modelu proeksportowym. Doprowadził do spadku nadwyżek na rachunku bieżącym w relacji do PKB i do dalszego przekształcenia chińskiej gospodarki, która miała stać się bardziej zdywersyfikowana i nakierowana na stymulowanie wewnętrznego popytu. Jednocześnie chińskie władze realizowały kolejne działania mające na celu liberalizację tamtejszego rynku walutowego, w tym powstających rynków kontraktów terminowych i swapów walutowych, oraz wzrost liczby uczestników rynku. Dzięki tym działaniom chciano jeszcze bardziej zwiększyć międzynarodową rolę RMB. Powróciła również tendencja do aprecjacji chińskiej waluty w relacji do USD (od czerwca 2010 r. do końca 2013 r. RMB umocnił się o ponad 11% wobec USD; por. wykres 1). Skala aprecjacji mogłaby być jeszcze większa, jednak PBoC przeprowadzał jednokierunkowe interwencje walutowe mające na celu ograniczenie umacniania się RMB. Skup dewiz prowadził do akumulacji rezerw walutowych o dużej wartości. W latach 2005–2014 rezerwy dewizowe Chin wzrosły ponad czterokrotnie i osiągnęły wartość około 3,9 bln USD (wykres 1). Prowadziło to do oskarżeń ze strony innych państw o zaniżanie wartości chińskiej waluty.

Sytuacja rynkowa po raz kolejny istotnie się zmieniła w sierpniu 2015 r., kiedy PBoC ogłosił zmianę sposobu przeprowadzania fixingu RMB względem USD. Miał on być ustalany na podstawie kursu zamknięcia z dnia poprzedniego, co teoretycznie zwiększało rolę sił rynkowych w określaniu kursu referencyjnego. Jednocześnie dokonano – nieoczekiwanej przez rynki – dewaluacji chińskiej waluty o 1,90%. Jej skala nie była duża, jednak doprowadziła do gwałtownego wzrostu zmienności na światowych rynkach finansowych, osłabiła proces umiędzynarodowienia RMB i spowodowała odpływ kapitału z tamtejszych rynków.

Dewaluacja rozpoczęła okres systematycznej deprecjacji RMB wobec USD. W drugiej połowie 2015 r. jej skala osiągnęła 5% (do końca 2016 r. RMB osłabił się wobec USD łącznie o około 12% do poziomu 6,9450; wykres 1). W rezultacie PBoC zareagował na deprecjację RMB interwencjami walutowymi. W drugiej połowie 2015 r. chińskie rezerwy spadły o 321 mld USD (co ważne – do początku 2017 r. obniżyły się łącznie o 1 bln USD; wykres 1). Wśród analityków pojawiły się opinie, że dokonane zmiany miały na celu stymulowanie słabnącej gospodarki Chin przez zwiększenie cenowej konkurencyjności eksportu. Poza interwencjami walutowymi dodatkowym działaniem mającym na celu powstrzymanie odpływu kapitału z Chin było utworzenie w grudniu 2015 r. przez Chiński System Handlu Walutami Zagranicznymi (China Foreign Exchange Rate Trade System, CFETS), należący do PBoC, indeksu efektywnego kursu walutowego RMB opartego na koszyku 13 walut.

Presja na osłabienie RMB zmniejszyła się na początku 2017 r., po części dzięki osłabieniu USD oraz lepszym perspektywom dla globalnej gospodarki. Doprowadziło to do zmniejszenia skali przeprowadzanych interwencji walutowych i do powrotu do odbudowywania rezerw walutowych. Ponadto działania PBoC z pierwszej połowy 2018 r., polegające na przywróceniu rezerwy obowiązkowej w wysokości

20% dla bankowych transakcji walutowych, zachęcenie banków do unikania „zachowań stadnych” oraz ponowne wprowadzenie czynnika antycyklicznego wpływały na stabilizację RMB względem koszyka walut.

Obecnie w porównaniu z 2005 r. RMB jest bardziej elastyczny w relacji do USD i jest powiązany z koszykiem walut CFETS. To powiązanie pozwala Chinom zarządzać konkurencyjnością w stosunku do większej liczby partnerów handlowych. Co więcej, kurs USD/RMB nadal waha się codziennie w wąskim przedziale⁵ i co do zasady ma odzwierciedlać uwarunkowania makroekonomiczne. I chociaż elastyczność RMB wzrosła, szczególnie od początku 2018 r., nadal wykazuje on mniejszą zmienność niż inne płynne waluty. Ponadto głębokość i płynność rynku walutowego w Chinach są stosunkowo małe w porównaniu z innymi państwami, których waluty są uznawane za płynne.

Według ekonomistów Międzynarodowego Funduszu Walutowego, aby zwiększyć poziom liberalizacji rynku walutowego w Chinach powinno się: (1) zezwolić na większą rolę sił rynkowych przez mechaniczne i przejrzyste tworzenie centralnego parytetu dla dziennego przedziału handlowego, (2) ograniczyć stosowanie interwencji walutowych wyłącznie do zapobiegania nadmiernej zmienności kursu oraz (3) nie wykorzystywać środków zarządzania przepływem kapitału (ang. *capital flow management*, CFM) do wpływania na kurs walutowy. Jednocześnie uzupełnieniem tych działań powinny być: (1) dalsze starania na rzecz rozwoju rynku walutowego, (2) poprawa zarządzania ryzykiem walutowym oraz (3) modernizacja ram polityki pieniężnej.

3. Czynniki cechujące międzynarodowe waluty rezerwowe

Za walutę międzynarodową uważana jest waluta używana i utrzymywana poza granicami państwa emitenta do zawierania transakcji z jego rezydentami, jak również do dokonywania transakcji między nierezydentami (Kenen 2011). Z kolei Hartmann (2003) dodaje, że obecnie współistnieją różne waluty międzynarodowe, które cechuje swego rodzaju hierarchia uzależniona od częstotliwości, z jaką dana waluta pełni poszczególne funkcje pieniądza w transakcjach międzynarodowych.

Waluty, które spełniają większość klasycznych funkcji pieniądza, otrzymują miano walut kluczowych (ang. *key currencies*). Co ważne, wspomniane funkcje pełni zazwyczaj jedna waluta międzynarodowa. Wówczas jest ona nazywana dominującą walutą międzynarodową (ang. *dominant international currency*). Obecnie za taką walutę uznawany jest dolar amerykański. Z kolei euro (EUR), jen japoński (JPY), funt brytyjski (GBP), frank szwajcarski (CHF) i dolar australijski (AUD) są nazywane walutami kluczowymi (Skopiec 2014).

Waluta krajowa, aby zostać międzynarodową walutą rezerwową, musi spełnić wiele kryteriów. Po pierwsze emitentami takich walut są państwa, których PKB stanowi istotną część światowego PKB (mają silną pozycję w globalnej gospodarce), a ich handel zagraniczny jest ważną częścią handlu światowego. Wysoki udział w strukturze handlu międzynarodowego przekłada się na dużą liczbę i wysoką wartość realizowanych transakcji handlowych zawieranych w danej walucie. Kolejnym czynnikiem jest

⁵ W praktyce oznacza to, że kurs walutowy może się odchylić od poziomu ustalonego przez bank centralny nie więcej niż o 2% każdego dnia. Jeśli odchylenia od dziennego kursu są większe, PBoC wkracza, aby kupić lub sprzedać juana, ograniczając jego zmienność i pozwalając na powrót kursu do oczekiwanego zakresu. Ten kurs wymiany jest znany jako *juan onshore* (juan wewnętrzny) lub CNY. Juanem handluje się również poza Chinami kontynentalnymi, głównie w Hongkongu i Singapurze, a także w Londynie. Ustalony tam kurs określa się jako *juan offshore* (juan zewnętrzny) lub CNH. W tym przypadku kurs wymiany jest silniej uzależniony od relacji popytu i podaży, ale mniejszy jest wolumen obrotu.

dobrze rozwinięty, efektywny, odpowiednio głęboki oraz płynny rynek finansowy. Wyżej wymienione cechy gwarantują, że rynek ten będzie się charakteryzował znaczną liczbą przeprowadzanych transakcji, wysokim poziomem obrotu oraz dużą liczbą dostępnych instrumentów finansowych. Co więcej, będzie funkcjonował w dobrze rozwiniętej infrastrukturze instytucjonalnej. Jednocześnie musi być całkowicie otwarty na napływ kapitału z zagranicy. W tym kontekście szczególnie ważny jest dobrze rozwinięty rynek długu, zwłaszcza sektor obligacji skarbowych. Ponadto państwa emitujące taką walutę muszą mieć system płynnego kursu walutowego, którego wartość jest kształtowana przez dostosowywanie popytu i podaży (Prasad, Ye 2012).

Do odpowiedniego umiędzynarodowienia waluty krajowej przyczynia się również charakter prowadzonej polityki gospodarczej. Wpływa ona na zaufanie inwestorów do waluty danego państwa. Taka polityka musi gwarantować stabilność makroekonomiczną oraz zapewniać ochronę siły nabywczej waluty, tj. chronić przed inflacją. Ponadto konieczne jest zapewnienie umiarkowanego poziomu długu publicznego. Jego zbyt wysoki poziom może obniżyć wiarygodność kredytową państwa, jak również emitowanych obligacji skarbowych.

Ważnym warunkiem umiędzynarodowienia waluty jest także możliwość swobodnego obrotu nią na międzynarodowym rynku walutowym i zawierania transakcji obejmujących w szczególności inwestycje bezpośrednie i portfelowe.

4. Postępy w procesie osiągnięcia przez RMB statusu waluty rezerwowej

Chiny od kilkunastu już lat podejmują działania, których celem jest zwiększenie internacjonalizacji RMB. Według danych MFW dotyczących koszyka walut reprezentującego oficjalne rezerwy walutowe (ang. *currency composition of official foreign exchange reserves*, COFER) USD jest nadal najczęściej wykorzystywaną walutą rezerwową na świecie (wykres 2). Jego udział w całkowitych globalnych rezerwach walutowych obniżył się jednak z poziomu około 72% w 2001 r. do około 59% w pierwszym kwartale 2023 r. (IMF 2024). Dla porównania chiński RMB pojawił się w analizowanym zestawieniu walut rezerwowych po raz pierwszy w czwartym kwartale 2016 r. i obecnie plasuje się na piątym miejscu z udziałem w wysokości 2,58% (wykres 3). Co ważne, w ujęciu bezwzględny jego udział pozostaje niski. Ponadto spośród banków centralnych utrzymujących rezerwy w RMB wyróżniają się banki centralne Rosji oraz Tanzanii, które na koniec 2020 r. posiadały odpowiednio 17% i 89% swoich nietradycyjnych⁶ rezerw w tej walucie (Arslanalp, Eichengreen, Simpson-Bell 2022).

Dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS 2022) na temat średniego dziennego obrotu pozagiełdowymi instrumentami walutowymi wskazują, że USD pozostaje najczęściej wymienianą walutą na świecie. Udział tych transakcji stanowi 88% transakcji ogółem (wzrost o blisko 3 pkt proc. w ciągu ostatnich 12 lat), a w ujęciu nominalnym wynosi 6,641 bln USD. Na drugim miejscu znajduje się EUR z udziałem w rynku na poziomie około 31% (spadek o niemal 8 pkt proc.), nominalnie 2,293 bln USD. W analizowanym okresie odnotowano także zauważalny wzrost udziału chińskiej waluty w rynku – o 6 pkt proc. do poziomu 7%, tj. do 0,526 bln USD. W rezultacie RMB stał się piątą najczęściej wymienianą walutą na świecie i awansował z 17. miejsca, na którym znajdował się w 2010 r.

Struktura globalnych płatności z wykorzystaniem systemu SWIFT wskazuje, że na koniec czerwca 2023 r. osiem na 10 płatności realizowano z wykorzystaniem USD lub EUR. Wprawdzie Chiny mają

⁶ Do tradycyjnych rezerw zalicza się główne waluty, tj. dolara amerykańskiego czy euro, oraz fizyczne złoto.

największe rezerwy walutowe na świecie (w 2022 r. szacowano je na 3,46 bln USD) oraz wysoki udział w globalnym handlu, jednak RMB był dopiero szóstą walutą używaną w płatnościach międzynarodowych i odpowiadał jedynie za 1,66% wszystkich płatności na świecie (wykres 3).

O ograniczonym znaczeniu RMB świadczy również niski udział tej waluty w strukturze globalnej emisji obligacji. Według danych Europejskiego Banku Centralnego wartość obligacji, które są denominowane w chińskiej walucie, stanowi mniej niż 1% całkowitej emisji obligacji międzynarodowych (wykres 3). Jednocześnie wykorzystanie RMB jako waluty w pożyczkach międzynarodowych, tj. przez pożyczkodawców mieszkających poza Chinami, jest znikome (Anaya, Di Casola 2022).

Powyższe dane świadczą, że obecne znaczenie RMB na światowym rynku finansowym jest małe. Analizowane dane wskazują jednak na to, że starania władz Chin, aby zwiększyć międzynarodową rolę RMB, przynoszą pewne wymierne rezultaty.

Część badaczy rynku walutowego uważa, że uzyskanie przez RMB statusu waluty rezerwowej nie będzie przebiegać zgodnie z tradycyjną rynkową formułą (ang. *market-led internationalisation*), jak było w przypadku GBP czy USD. Wielka Brytania i Stany Zjednoczone osiągnęły ten status przede wszystkim dzięki uzyskaniu wysokiego udziału w światowym PKB oraz w handlu międzynarodowym. Jednocześnie zbudowały wysoko rozwinięte rynki finansowe, cechujące się odpowiednią głębiokością i płynnością, zapewniając pełną wymienialność waluty i utrzymując system kursu płynnego. Z ostatnich przeprowadzonych badań wynika, że Chiny mogą nie potrzebować pełnej liberalizacji przepływów kapitału (w tym otwartego rachunku kapitałowego) czy wprowadzenia pełnej wymienialności waluty, aby zwiększyć międzynarodowe wykorzystanie RMB. Co więcej, badacze chińskiej gospodarki podkreślają, że występujące w niej specyficzne bariery mogłyby uniemożliwiać przeprowadzenie procedury uzyskania przez RMB statusu waluty rezerwowej w tradycyjnym procesie internacjonalizacji waluty (Skopiec 2014). Dlatego też RMB może stać się ważną walutą rezerwową za pośrednictwem chińskich powiązań handlowych (Frankel 2012) (wykres 5). Według danych agencji Haver w 2020 r. Chiny były drugą po Stanach Zjednoczonych największą gospodarką na świecie pod względem wielkości PKB. Udział chińskiego PKB w globalnym PKB wyniósł 18% (dla porównania udział USA wyniósł 24%) (wykres 6). Ponadto wzrósł udział handlu zagranicznego Chin rozliczanego w RMB. W 2021 r. 14,7% chińskiego handlu dobrami i 24,3% handlu usługami rozliczano w RMB (PBoC 2023).

Bardzo istotne w tym procesie jest także zaangażowanie chińskich władz (ang. *government-led internationalisation*), zauważalne od czasu GFC. Kryzys finansowy pokazał problemy występujące w tamtejszej gospodarce i zmotywował władze Chin do przyspieszenia internacjonalizacji RMB. W tym celu ustanowiono ogólnokrajowy mechanizm rozliczeń handlowych. Chiny zbudowały globalną sieć rozliczeń i płatności, dzięki którym możliwe stało się przeprowadzenie transakcji transgranicznych w RMB w wielu państwach. Badania przeprowadzone przez Eichengreena i in. (2022) pokazują, że istnieje korelacja między handlem danego państwa z Chinami a utrzymywaniem przez to państwo RMB jako waluty rezerwowej (lub posiadaniem RMB w koszyku walut rezerwowych). Co istotne, relacja łącznych rezerw utrzymywanych w RMB do obrotów zafakturowanych w tej walucie w ujęciu globalnym jest podobna jak stosunek łącznych rezerw w EUR do łącznych obrotów zafakturowanych w tej walucie – jest to około 5%. Ta obserwacja jest ważna, biorąc pod uwagę małą otwartość rynku kapitałowego w Chinach w porównaniu z krajami strefy euro.

W celu ułatwienia przeprowadzania transakcji w RMB chiński bank centralny ustanowił liczne walutowe linie swapowe. Mają one zwiększyć zaufanie inwestorów, że w sytuacji wystąpienia braku płynnych rynków papierów wartościowych będzie można uzyskać RMB od PBoC. Podpisano

dwustronne umowy swapowe z co najmniej 39 bankami centralnymi na kwotę około 3,7 bln RMB (tj. około 550 mld USD). W przeciwieństwie do umów w sprawie linii swapowych zawieranych przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych nie są to jednak stałe linie swapowe dostępne w nieograniczonym zakresie⁷. Ponadto PBoC wykorzystuje wspomniane linie swapowe głównie do zwiększenia wolumenu handlu denominowanego w RMB, a nie w celu awaryjnego uzupełniania płynności banków zagranicznych (Perks i in. 2021). Zachęca również, aby banki centralne państw, które podpisały umowy w sprawie linii swapowych, utrzymywały część rezerw walutowych w RMB.

Jednocześnie PBoC dbał o rozwój rynków *offshore* – tj. centrów finansowych poza Chinami kontynentalnymi, w których można wymieniać RMB. Od 2010 r., kiedy pierwszy taki rynek został otwarty w Hongkongu, do lipca 2021 r. powstały łącznie 24 rynki *offshore* na całym świecie, na których zdeponowano w sumie 1,25 bln RMB (około 200 mld USD). Nie są to duże kwoty (dla porównania rynki *offshore* dla USD w 2016 r. szacowano na 14 bln USD), jednak dzięki tym działaniom Chiny zapewniły globalnych inwestorów, że mogą wymieniać RMB na USD po stabilnych i przewidywalnych kursach.

Chiny coraz częściej stają się również tzw. kredytodawcą ostatniej szansy (ang. *lender of last resort*) dla rozwijających się krajów w Ameryce Płd., Afryce i Azji Płd. Od 2008 r. do końca 2021 r. Chiny przeprowadziły 128 operacji „ratunkowych” w 22 państwach, w tym w Argentynie, Białorusi, Ekwadorze, Egipcie, Laosie, Mongolii, Pakistanie, Surinamie, Sri Lance, Turcji, Ukrainie i Wenezueli (Wooley 2023). Wydały ponad 240 mld USD na ratowanie przed bankructwem krajów, które zadłużyły się u nich w ramach globalnego programu infrastrukturalnego Pasa i Szlaku (Belt and Road Initiative). Wcześniej instytucją odpowiedzialną za pomoc państwom przeżywającym problemy finansowe był przede wszystkim MFW. Dostępne dane wskazują, że obecnie Chiny udzieliły więcej pożyczek niż MFW. Mniejsza skala środków udostępnianych przez Fundusz wynika z: (1) wygórowanych oczekiwań MFW co do koniecznych reform gospodarczo-prawnych, (2) długiego procesu decyzyjnego oraz (3) zwlekania z wypłatą środków warunkowaną postępami w realizacji programu naprawczego. Brak dostępu do szybkiej pomocy z MFW zwiększa zainteresowanie zadłużaniem się u rządu Chin, mimo że często taka pożyczka jest zaciągana na gorszych warunkach⁸.

PBoC działa również na rzecz tworzenia alternatywnych systemów płatności. W tym celu w 2015 r. uruchomiono Transgraniczny System Płatności Międzybankowych (Cross-Border Interbank Payment System, CIPS). System ten jest niezależny od SWIFT i umożliwia globalnym bankom rozliczanie transgranicznych transakcji w RMB bezpośrednio w Chinach zamiast korzystania z usług banków zlokalizowanych w centrach *offshore*. Średnia dzienna kwota transakcji realizowanych w systemie wzrosła w latach 2015–2021 ponad 40-krotnie do 334 mld CNY (około 50 mld USD dziennie). Niemniej jednak w porównaniu z systemem SWIFT transakcje dokonywane w ramach systemu CIPS stanowią zaledwie 1% wolumenu globalnych płatności⁹. Udział ten może jednak wzrosnąć po nałożeniu ograniczeń na rosyjski system bankowy w wyniku wojny w Ukrainie (Skopiec 2023).

Wsparciem międzynarodowej pozycji RMB jest również otwarcie chińskiego rynku obligacji skarbowych. Obecnie chiński rynek długu *onshore* jest trzecim co do wielkości rynkiem na świecie, po Stanach Zjednoczonych i państwach strefy euro. Na koniec 2020 r. wartość chińskiego rynku długu oscylowała

⁷ Do 2022 r. PBoC wykorzystał swoją sieć linii swapowych, aby zapewnić bankom centralnym na całym świecie awaryjne wsparcie płynności w wysokości 170 mld USD (Wooley 2023).

⁸ Pożyczki są udzielane z wyższym oprocentowaniem (średnia stopa procentowa chińskich pożyczek wynosi 5%, a pożyczek MFW 2%), na krótsze terminy i często zawierają klauzule zabraniające korzystania z restrukturyzacji długu. Co ważne, bardzo często wprowadza się również zapisy zabraniające ujawniania szczegółów podpisanych umów.

⁹ System SWIFT zrzesza około 10 tys. członków i obsługuje codzienne transakcje o wartości około 5 bln USD.

wokół 20 bln USD i była większa niż w Wielkiej Brytanii czy Japonii (wykres 4). Proces liberalizacji chińskiego rynku długu postępował od 2002 r., jednak dopiero w 2017 r. wprowadzono Bond Connect z siedzibą w Hongkongu, co umożliwiło prywatnym inwestorom handel chińskimi obligacjami. Spowodowało to włączenie chińskich obligacji do głównych światowych wskaźników referencyjnych na rynkach długu. W 2019 r. chińskie obligacje zostały włączone w skład indeksu Bloomberg's Barclays Global Aggregate Bond Index z wagą około 7,8%. Następnie weszły również w skład indeksu JP Morgan's Government Bond Index for Emerging Markets z wagą 10% w 2020 r.¹⁰ i w skład indeksu FTSE Russell World Government Bond Index z wagą około 5,3% w 2021 r. W efekcie fundusze obligacyjne zwiększyły swoją ekspozycję na aktywa denominowane w RMB z poziomu bliskiego zera w 2017 r. do ponad 5% całkowitej sumy posiadanych aktywów w 2021 r.

W październiku 2016 r. Chiny poczyniły bardzo ważny krok na drodze do umiędzynarodowienia swojej waluty, dzięki włączeniu RMB do koszyka walut specjalnych praw ciągnienia (ang. *special drawing rights*, SDR), emitowanych przez MFW. Było to wynikiem reform przeprowadzonych przez PBoC w postaci publikacji indeksu CFETS i wprowadzenia nowej formuły obliczania kursu centralnego. Co istotne, RMB zostało pierwszą walutą państw rynków wschodzących włączoną do tego koszyka z wagą na poziomie 10,8% – większą niż w przypadku funta brytyjskiego i japońskiego jena. Dodatkowo udział RMB w koszyku walut MFW został w maju 2022 r. zwiększony do 12,28%.

Z kolei po szczycie państw BRICS w 2018 r. Chiny wprowadziły na Międzynarodową Giełdę Energii w Szanghaju kontrakty terminowe na ropę naftową nominowane w RMB. Na razie pod względem wolumenu obrotu kontrakty te nie dorównują najważniejszym na świecie benchmarkom¹¹ surowca, tj. ropie Brent i WTI, które są wyceniane w USD (wykres 7). Chińczycy próbują jednak zwiększać wykorzystanie RMB w rozliczeniach w handlu ropą naftową. Na przykład w grudniu 2022 r. przewodniczący Chińskiej Republiki Ludowej Xi Jinping podczas wizyty w Arabii Saudyjskiej zabiegał o to, aby większa część eksportu ropy z tego państwa do Chin była rozliczana w RMB. Co więcej, już we wrześniu 2017 r. Wenezuela rozpoczęła sprzedaż ropy za inne waluty niż USD, tj. RMB, JPY, RUB, INR.

W ostatnim czasie Chiny poczyniły również postępy w opracowaniu cyfrowego juana (e-CNY), który został wprowadzony przed Zimowymi Igrzyskami Olimpijskimi w lutym 2022 r. Jego wykorzystanie okazało się na razie ograniczone (wykres 8), jednak w przyszłości może być stosowany do rozliczeń handlowych, np. w realizowanym przez Chiny programie Pasa i Szlaku, co wspierałoby globalny status chińskiej waluty. W tym kontekście warto dodać, że Chiny są pionierami w zakresie platform płatności *online*. Chińska platforma Alipay założona w 2004 r. po dziewięciu latach działalności wyprzedziła PayPal w konkurowaniu o tytuł największej mobilnej platformy płatniczej na świecie. W 2022 r. korzystało z niej 1,24 mld osób. Alipay i WeChat odpowiadają za ponad 90% chińskiego rynku płatności mobilnych (De Best 2023).

¹⁰ Aby znaleźć się w tych indeksach, obligacje muszą być swobodnie zbywalne, nie może istnieć istotna kontrola kapitału, a w niektórych przypadkach muszą być dostępne instrumenty zabezpieczające.

¹¹ Benchmark, czyli marker cenowy, ma duże znaczenie w określaniu ceny spot ropy naftowej o podobnej jakości i znajdującej się w tej samej lokalizacji. Pomaga też określić cenę surowca sprzedawanego w ramach kontraktów terminowych. Stanowi również podstawę zarządzania ryzykiem i hedgingu. Dobry benchmark powinien się cechować wysokimi i solidnymi wolumenami fizycznej produkcji surowca, dużą różnorodnością producentów i sprzedawców handlujących danym gatunkiem surowca i stałą jakością surowca oraz musi być powszechnie akceptowany przez dużą grupę nabywców. Przykłady globalnych benchmarków ropy naftowej to europejski Brent, amerykańska WTI czy Dubaj i Oman, które są wykorzystywane na Bliskim Wschodzie. Niemniej jednak sprzedaż gatunków Dubaj i Oman odbywa się z wykorzystaniem spreadu do ropy Brent (ICE 2021).

5. Przyspieszenie procesu umiędzynarodowienia RMB w wyniku wybuchu wojny w Ukrainie

Szczególnym zdarzeniem, które przyczyniło się do ożywienia działań w kierunku dedolaryzacji, był wybuch wojny w Ukrainie w lutym 2022 r. W wyniku działań zbrojnych państwa wspierające Ukrainę nałożyły sankcje gospodarcze na Rosję w postaci zamrożenia dużej części oficjalnych rezerw walutowych czy wykluczenia wybranych rosyjskich banków z systemu SWIFT. Spowodowało to wzrost zainteresowania alternatywnymi sposobami wymiany handlowej i poszukiwanie innych możliwości utrzymywania globalnych rezerw finansowych. Część analityków zwracała również uwagę, że w ramach działań ostrożnościowych może dojść do odchodzenia od utrzymywania rezerw w USD i EUR na rzecz innych walut. Jednocześnie na postrzeganie USD negatywnie oddziaływały napięcia w sektorze bankowym (marzec 2023 r.), trwający proces deglobalizacji czy zmiany w polityce pieniężnej amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Podwyżki stóp procentowych do poziomu 5,25–5,50%, najwyższego od 22 lat, spowodowały istotny wzrost kosztu obsługi długu denominowanego w USD, co negatywnie wpływało na gospodarki państw rozwijających się.

Silnie zainteresowane odejściem od amerykańskiego dolara w rozliczeniach handlowych były państwa należące do grupy BRICS, szczególnie Rosja oraz Chiny. Zablokowanie handlu Rosji z Unią Europejską doprowadziło do zwiększenia sprzedaży pomiędzy Rosją a państwami BRICS (Rosja dokonała zwrotu w kierunku Azji – tzw. *pivot* na Azję). Udział wzajemnego handlu Chin i Rosji rozliczanego w USD spadł z poziomu 90% w 2015 r. do 34% w marcu 2023 r. Co więcej, Chiny zachęcały inne państwa, głównie rozwijające się, np. Iran, Zjednoczone Emiraty Arabskie, do zwiększenia dywersyfikacji posiadanych rezerw walutowych.

Tabela 1 pokazuje działania podejmowane przez państwa, również spoza grupy BRICS, mające na celu ograniczenie roli USD i stworzenie alternatywnego systemu handlowo-walutowego, podobnego do modelu anglosaskiego.

Na postępujący proces dedolaryzacji zwraca również uwagę raport *OMFIF Global Public Investor 2023* (Jacobs 2023). Według tego raportu kraje Afryki Subsaharyjskiej oraz regionu Azji i Pacyfiku wykazują większą skłonność do podwyższania poziomu rezerw walutowych w RMB niż państwa europejskie. Wyniki wskazują na zwiększanie się zjawiska *friendshoring* w rezerwach, polegającego na tym, że banki centralne mające bliższe powiązania gospodarcze lub polityczne z Chinami chętniej redukują udział USD na korzyść RMB. Nie oznacza to, że USD utraci swój dotychczasowy status, jednak raport wskazuje, że jego udział w globalnych rezerwach może się zmniejszyć o niemal 5 pkt proc. Z kolei udział RMB może wzrosnąć do 6% światowych rezerw z poziomu nieco poniżej 3% w 2023 r.

Warto także odnieść się do postanowień 14. szczytu państw grupy BRICS, który odbył się w dniach 22–24 sierpnia 2023 r. w RPA. Inwestorzy oczekiwali, że grupa zaprezentuje nową walutę, która stanie się przeciwwagą dla USD. Ostatecznie jednak skupiono się na wykorzystaniu rozliczeń dwustronnych między państwami. Grupa przyjęła także rezolucję w sprawie przeanalizowania w przyszłości i utworzenia „nowej waluty służącej płatnościami”. Ponadto poinformowano, że począwszy od 1 stycznia 2024 r. grupa rozszerzy się o kolejne sześć państw: Argentynę¹², Egipt, Iran, Etiopię, Arabię Saudyjską i Zjednoczone Emiraty Arabskie. W rezultacie doszło do połączenia największych konsumentów surowców energetycznych (Chin i Indii) z największymi producentami tych surowców (Arabią Saudyjską, Rosją, Iranem i ZEA). Umożliwi to zwiększenie rozliczeń handlu w walutach alternatywnych.

¹² Po wyborach prezydenckich Argentyna zdecydowała ostatecznie, że nie dołączy do BRICS.

6. Zagrożenia dla dalszego procesu umiędzynarodowienia RMB

Pierwszym czynnikiem blokującym zwiększenie międzynarodowego wpływu RMB są utrzymujące się napięcia geopolityczne między Stanami Zjednoczonymi i Chinami. „Wojna handlowa” z Chinami zapoczątkowana przez prezydenta Donalda Trumpa jest kontynuowana przez prezydenta Joe Bidena. Przybrała jednak inną formę. W październiku 2022 r. Departament Handlu Stanów Zjednoczonych wprowadził nowy pakiet przepisów regulujących eksport do Chin określonych rodzajów procesorów i środków do ich produkcji. Administracja amerykańska wprowadziła dwie kluczowe protekcyjnistyczne ustawy: Inflation Reduction Act i Chips Act, za pomocą których władze udzielają subsydiów, zwolnień podatkowych i gwarancji kredytowych firmom inwestującym w zielone technologie oraz firmom utrzymującym stare i budującym nowe fabryki półprzewodników zlokalizowane w Stanach Zjednoczonych. Takie działanie wzbudziło niezadowolenie ze strony Unii Europejskiej oraz Chin. Unia odpowiedziała wprowadzeniem rozporządzenia o neutralnym emisyjnie przemyśle – Net-zero Industry Act, NZIA (EC 2023), a Chiny ograniczyły możliwość zakupu niektórych pierwiastków i metali ziem rzadkich, np. galu, germanu i grafitu (Reuters 2023). Działanie Chin jest częścią tzw. wojny technologicznej ze Stanami Zjednoczonymi i jednocześnie odpowiedzią na zaostrzenie retoryki państw wspierających Ukrainę w wojnie z Rosją (m.in. na zapowiedzi ograniczenia sprzedaży Chinom najbardziej zaawansowanych półprzewodników).

Negatywnie na wizerunek Chin wpływa również realizowana do przełomu 2022 i 2023 r. polityka „zero-COVID”, która spowodowała odpływ zagranicznych inwestorów¹³, obawiających się ponownego wprowadzania długotrwałych i ścisłych lockdownów. Pomimo jej odwołania inwestorzy w dalszym ciągu boją się zbyt silnego ingerowania władz w działalność gospodarczą i braku stabilności prawnej w porównaniu ze stabilnością systemu politycznego w Stanach Zjednoczonych. W tym kontekście warto dodać za Eichengreenem (2013), że od początku XIX w. środki finansowe napływały do państw, w których szanowane były rządy prawa, oraz do państw potrafiących budować trwałe sojusze międzynarodowe. Niemniej ważne jest bezpieczeństwo militarne kraju – Stany Zjednoczone słyną z posiadania najnowocześniejszej armii na świecie.

Uczestnicy rynków finansowych wskazują, że w dalszym ciągu utrzymywane są: niepełna otwartość chińskiego rynku finansowego, kontrola przepływu kapitału i brak pełnej elastyczności kursu walutowego. Autor tego artykułu zakłada, że państwa nie będą gromadziły rezerw w RMB, jeśli nie będą mogły ich łatwo kupować i sprzedawać na rynkach międzynarodowych. Co więcej, w porównaniu z rynkiem amerykańskim chiński rynek długu cechuje się zdecydowanie mniejszą płynnością i głębokością, które są konieczne, by przyciągnąć globalnych inwestorów¹⁴. Jednocześnie w dalszym ciągu występują na nim liczne ograniczenia dotyczące udziału zagranicznego kapitału (Wei i in. 2023), a także brakuje narzędzi do zabezpieczenia ryzyka finansowego lub instrumentów zwiększających dźwignię. Jest to o tyle ważne, że każdy bank centralny mający nadwyżki walutowe musi je utrzymywać na bezpiecznych i płynnych rynkach. Dlatego światowym liderem w tym zakresie są Stany Zjednoczone. Według badań w przypadku USA, UE czy Wielkiej Brytanii inwestorzy zagraniczni posiadają od 20% do 35% długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Z kolei w przypadku Chin udział ten na koniec 2021 r. nie przekraczał 5%.

¹³ Bezpośrednie inwestycje zagranicznych firm w Chinach w drugim kwartale 2023 r. wyniosły 4,9 mld USD, co oznacza spadek o 87% w ujęciu r/r i największy spadek od 1998 r., kiedy po raz pierwszy udostępniono porównywalne dane (Liu 2023).

¹⁴ Wg danych SIFMA amerykański rynek długu szacowany jest na ok. 52 bln USD, tj. ok. 40% globalnego rynku długu. Jest zatem prawie trzykrotnie większy od rynku chińskiego (SIFMA 2023).

Analizując czynniki ekonomiczne, warto również podkreślić, że Chiny różnią się od państw Zachodu strategią polityki pieniężnej. Kwestionuje się przejrzystość realizowanej polityki oraz niezależność banku centralnego. Czynnikiem ryzyka jest również niska efektywność nadzoru ostrożnościowego (złe regulacje przyczyniły się do tego, że sektor nieruchomości w Chinach znalazł się w kryzysie).

Ponadto PBoC dużą część posiadanych rezerw walutowych utrzymuje w USD, ponieważ na razie nie ma lepszej alternatywy. Złoto nie przynosi zysków z odsetek i jest mało prawdopodobne, by stało się środkiem płatności międzynarodowych – problem stanowi w tym przypadku trudność z jego transportem. Co więcej, generuje koszty przechowywania. Z kolei kryptowaluty cechują się wysoką zmiennością cen i są traktowane jako ryzykowne aktywa spekulacyjne. W konsekwencji zwiększona rola RMB na rynkach międzynarodowych niekoniecznie musi ograniczyć rolę USD, szczególnie że chińskie władze powinny zachować stabilność i przewidywalność kursu walutowego. Zamiast tego Chiny mogą być zmuszone do utrzymywania rezerw dolarowych, aby inne państwa dobrowolnie gromadziły rezerwy w RMB. W tak funkcjonującym świecie dwie waluty rezerwowe byłyby dla siebie uzupełnieniem, a nie substytutem.

W tym miejscu warto dodać, że uzyskanie przez USD statusu waluty rezerwowej miało charakter rynkowy. Dlatego jest mało prawdopodobne, aby jego pozycja została znacznie zmniejszona nawet w wyniku skoordynowanych działań państw BRICS i innych gospodarek wschodzących. Państwa te mają ograniczoną zdolność do wpływania na wielkość i płynność amerykańskiego rynku finansowego, na wielkość gospodarki, jakość instytucji, niezależność Rezerwy Federalnej i prowadzonej przez nią polityki pieniężnej, a więc na podwaliny zaufania do USD.

Na międzynarodową akceptację waluty wpływają również czynniki pozaekonomiczne. W tym przypadku ważne są: jakość funkcjonowania instytucji emitującej walutę, stabilny i demokratyczny ustrój polityczny, przestrzeganie rządów prawa czy ochrona praw własności. W Chinach wymogi te są spełniane na niskim poziomie.

7. Podsumowanie

Pomimo wzrostu umiędzynarodowienia RMB przez ostatnie 15 lat chińska waluta nie uzyskała statusu waluty rezerwowej. RMB w dalszym ciągu nie spełnia wielu istotnych funkcji waluty międzynarodowej; m.in. nie ma swobodnego dostępu do przepływu kapitału i wymienialności waluty, brakuje w pełni płynnego systemu kursu walutowego, a rynek finansowy w Chinach jest na niskim poziomie rozwoju. Istotnymi ograniczeniami są również czynniki o charakterze instytucjonalnym, w tym autorytarny (komunistyczny) system polityczny czy nieprzejrzysta polityka pieniężna prowadzona przez PBoC.

Działania rządu i banku centralnego Chin (m.in. ustanowienie ogólnokrajowego mechanizmu rozliczeń handlowych w chińskiej walucie, rozbudowa rynku *offshore* dla RMB czy ustanowienie licznych walutowych linii swapowych) sugerują, że uzyskiwanie przez RMB statusu waluty rezerwowej najprawdopodobniej nie będzie się odbywać według tradycyjnej rynkowej formuły, jak w przypadku GBP czy USD. Niemniej jednak Chiny dbają o realizację poszczególnych funkcji charakterystycznych dla waluty międzynarodowej, w tym o rozwój krajowego rynku obligacji skarbowych czy zwiększenie udziału RMB w SDR oraz opracowanie cyfrowego juana. Angażując się w pomoc swoim partnerom handlowym czy coraz częściej stając się „kredytodawcą ostatniej szansy” dla rozwijających się krajów

w Ameryce Płd., Afryce i Azji Płd., Chiny stopniowo wzmacniają swoją pozycję na rynku międzynarodowym. Działania te powodują nasilanie się zjawiska *friendshoring* w rezerwach. Polega ono na tym, że banki centralne mające bliższe powiązania gospodarcze czy polityczne z Chinami prawdopodobnie w ciągu następnej dekady zredukują udział USD na korzyść RMB.

Istotne są też inne wymiary umiędzynarodowienia RMB. Jednym z możliwych katalizatorów tego procesu są nowe technologie, takie jak blockchain i waluty cyfrowe. Wykorzystując takie narzędzia, państwa próbujące zbudować alternatywy dla kontrolowanej przez Stany Zjednoczone infrastruktury finansowej mogą zaoferować korzyści w postaci obniżenia kosztów, podwyższenia wydajności i łatwiejszego użytkowania.

Jeśli w kolejnych latach dojdzie do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Chinach i dokona się postęp w reformach instytucjonalnych (tj. zbudowane zostanie solidne otoczenie prawne, siła militarna oraz rozwój technologiczny), to można oczekiwać, że RMB stopniowo wyprzedzi funta brytyjskiego i jena japońskiego pod względem płatności, transakcji i rezerw międzynarodowych. W rezultacie w niedalekiej przyszłości RMB może stać się trzecią co do wielkości walutą międzynarodową po dolarze amerykańskim i euro oraz kluczowym składnikiem trójelementowego międzynarodowego systemu walutowego (Zhang 2023).

Bibliografia

- Anaya P., Di Casola P. (2022), *The internationalisation of the renminbi: regaining strength?*, w: ECB, *The International Role of the Euro*, European Central Bank.
- Arslanalp S., Eichengreen B.J., Simpson-Bell C. (2022), *The stealth erosion of dollar dominance: active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies*, Working Paper, 22/58, International Monetary Fund.
- BIS (2022), *OTC foreign exchange turnover in April 2022*, https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.htm, dostęp: grudzień 2023 r.
- Chandan M., Popescu O. (2023), *Deciphering de-dollarization: unfolding slowly but USD should maintain dominance*, J.P. Morgan.
- Das S. (2019), *China's evolving exchange rate regime*, Working Paper, 19/50, International Monetary Fund.
- Dejean G. (2023), *China–U.S. tensions drive yuan internationalization, but there's a long way to go*, <https://convera.com/blog/international-payments/china-us-yuan-internationalization/>.
- De Best R. (2023), *Number of users of Alipay and WeChat Pay in China in 2020, with forecasts from 2021 to 2025*, Statista, <https://www.statista.com/statistics/1271130/mobile-wallet-user-forecast-in-china/>.
- EC (2023), *The Net-Zero Industry Act: accelerating the transition to climate neutrality*, European Commission, https://single-market-economy.ec.europa.eu/industry/sustainability/net-zero-industry-act_en.
- Eichengreen B. (2013), Number one country, number one currency?, *The World Economy*, 36(4), 363–374.
- Eichengreen B., Macaire C., Mehl A., Monnet E., Naef A. (2022), *Is capital account convertibility required for the renminbi to acquire reserve currency status?*, Working Paper, 892, Banque de France.
- Fitch (2023), *Fitch Downgrades the United States' Long-Term Ratings to 'AA+' from 'AAA'. Outlook stable*, <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>.

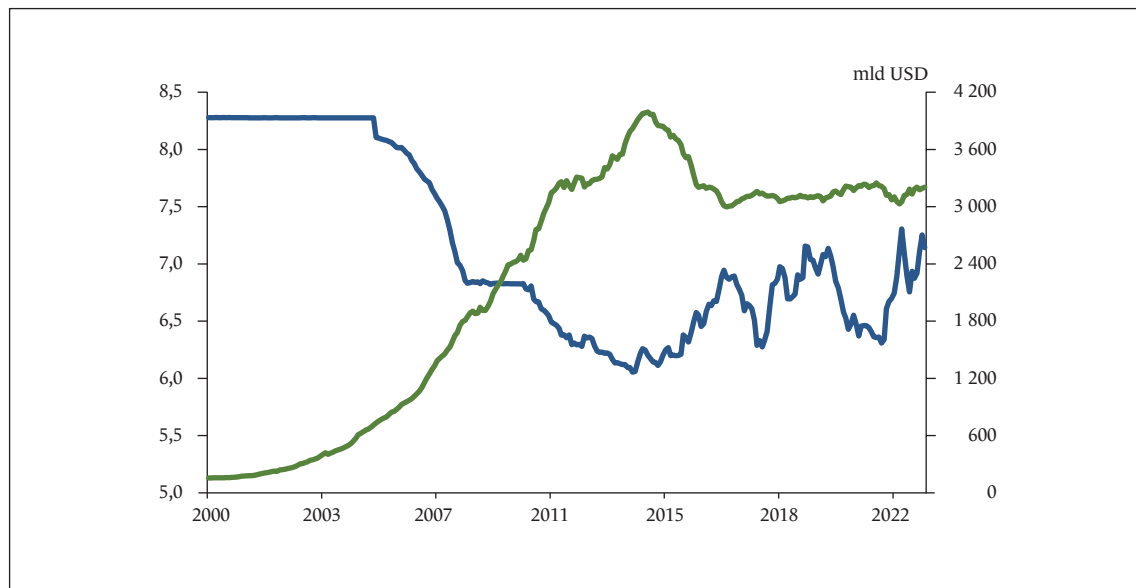
- Frankel J. (2012), Internationalization of the RMB and historical precedents, *Journal of Economic Integration*, 27(3), 329–365.
- Global Times (2023), *What is meant by de-dollarization?*, <https://www.globaltimes.cn/page/202307/1294673.shtml>.
- Habib M.M., Mehl A. (2022), The Russian invasion of Ukraine and international currencies, w: ECB, *The International Role of the Euro*, European Central Bank.
- Hartmann P. (2003), *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press.
- ICE (2021), *Global crude benchmarks: Brent sets the standard*, <https://www.ice.com/global-crude-benchmarks-brent-sets-the-standard>.
- IMF (2024), *Currency composition of official foreign exchange reserves*, International Monetary Fund, <https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175>.
- Jacobs J. (2023), *Friendshoring gaining traction in central bank reserves*, <https://www.omfif.org/2023/08/friendshoring-gaining-traction-in-central-bank-reserves/>.
- Jing S. (2023), *Renminbi ramps up internationalization pace*, <https://www.chinadaily.com.cn/a/202308/22/WS64e40436a31035260b81d73a.html>.
- Kenen P. (2011), Currency internationalisation: an overview, w: BIS, *Currency Internationalisation: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific*, 61, Bank for International Settlements.
- Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. (2010), *Dedollarization*, Working Paper, 10/188, International Monetary Fund.
- Kolchin K., Podziemska J., Hadley D. (2022), *2022 Capital Markets Fact Book*, SIFMA.
- Liu J., Wang F. (2023), *China's foreign investment gauge declines to 25-year low*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-07/china-foreign-investment-gauge-at-25-year-low-amid-high-tensions>.
- PBoC (2023), *2022 RMB Internationalization Report*, <https://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3828468/4601761/index.html>.
- Perks M., Rao Y., Shin J., Tokuoaka K. (2021), *Evolution of bilateral swap lines*, Working Paper, 21/210, International Monetary Fund.
- Prasad E., Ye L. (2012), *The renminbi's role in the global monetary system*, Discussion Paper, 6032, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit.
- Reuters (2023), *China export curbs choke off shipments of gallium, germanium for second month*, <https://www.reuters.com/world/china/china-export-curbs-choke-off-shipments-gallium-germanium-second-month-2023-10-20/>.
- SIFMA (2023), *Capital Markets Fact Book*, <https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/>.
- Skopiec D. (2011), Polityka kursowa Chin jako instrument realizacji proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego, *Studia Ekonomiczne*, 4(71), 381–404.
- Skopiec D. (2014), Perspektywy internacjonalizacji waluty Chin, *Gospodarka Narodowa*, 1(269), 5–31.
- Skopiec D. (2023), *Gospodarki wschodzące nie zagrożą międzynarodowej dominacji dolara*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/trendy-gospodarcze/gospodarki-wschodzace-nie-zagroza-miedzynarodowej-dominacji-dolara/>.
- Wasilewski M. (2021), *Rynek chiński – waluta i bank centralny*, <https://www.citibank.pl/pdf/edu/listopad-2021.pdf>.

- Wei M., Shana H., Wang L., Yang Y., Tilton A. (2023), *Progress check on RMB internationalization*, <https://www.gspublishing.com/content/research/en/reports/2023/07/02/450c00ac-c2ae-4a96-a5e5-26534e7e493c.html>.
- Wooley A. (2023), *Belt and Road bailout lending reaches record levels, raising questions about the future of China's flagship global infrastructure program*, <https://www.aiddata.org/blog/belt-and-road-bailout-lending-reaches-record-levels>.
- Zhang J. (2023), *Prospects for the yuan unseating the dolar*, <https://www.gisreportsonline.com/r/yuan-unseating-the-dollar/>.

Aneks

Wykres 1

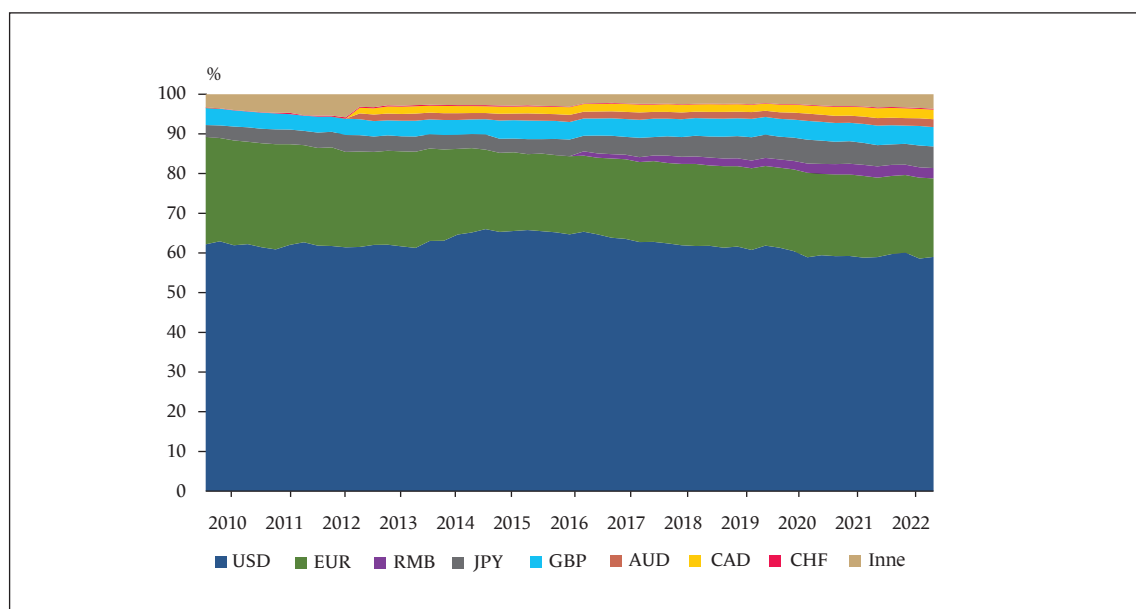
Kurs USD/RMB i wielkość chińskich rezerw walutowych od 2000 r.



Źródło: Bloomberg.

Wykres 2

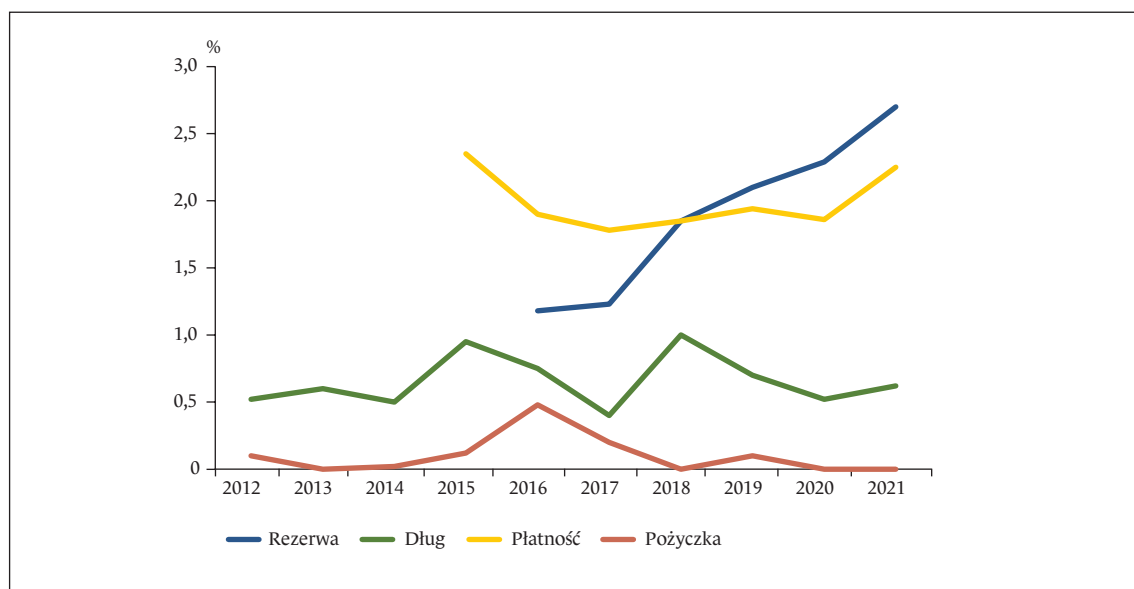
Struktura globalnych rezerw walutowych od 2010 r.



Źródło: MFW.

Wykres 3

Udział RMB w wybranych miarach międzynarodowego wykorzystania waluty: niehandlowe wykorzystanie RMB

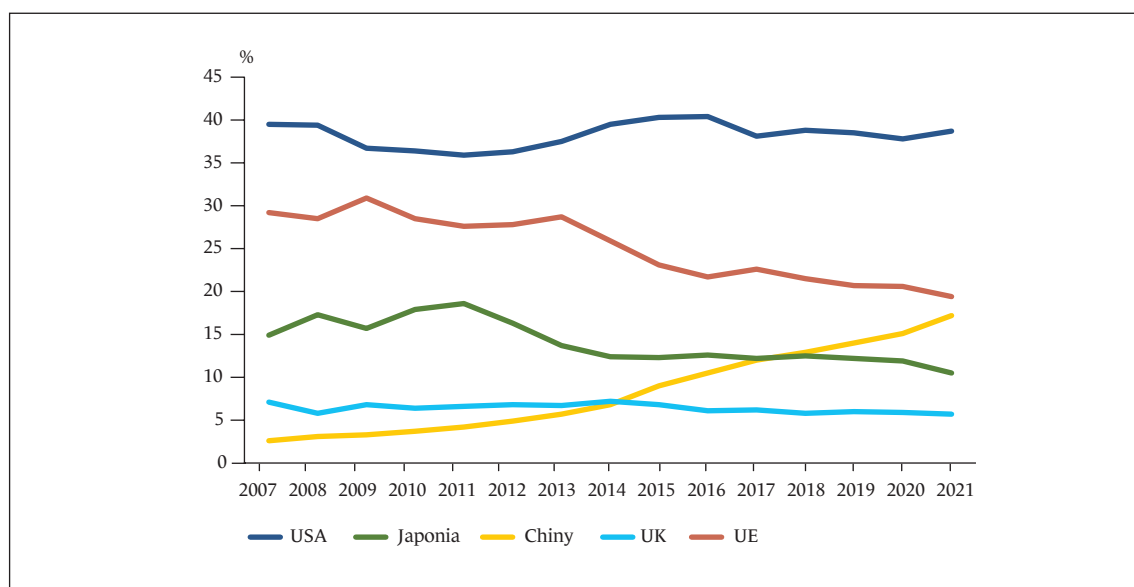


Uwagi: Rezerwa – globalne rezerwy utrzymywane w RMB; Płatności – średni udział RMB w płatnościach międzynarodowych (SWIFT); pożyczki – RMB denominowane w pożyczkach, dług – RMB denominowane w długu.

Źródło: Anaya, Di Casola (2022).

Wykres 4

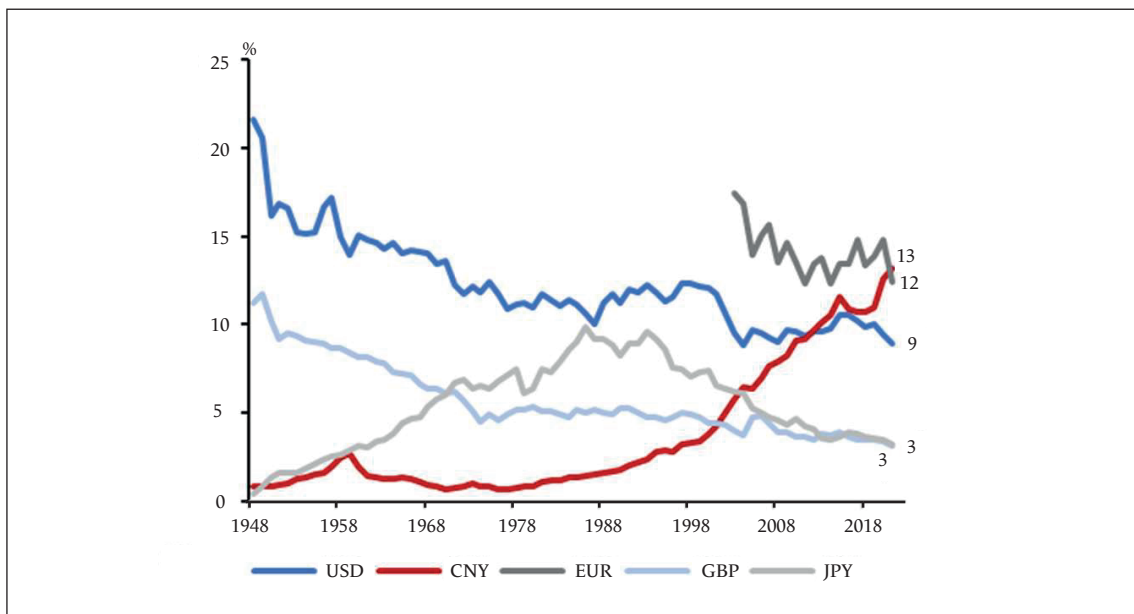
Największe globalne rynki długu



Źródło: Kolchin (2022).

Wykres 5

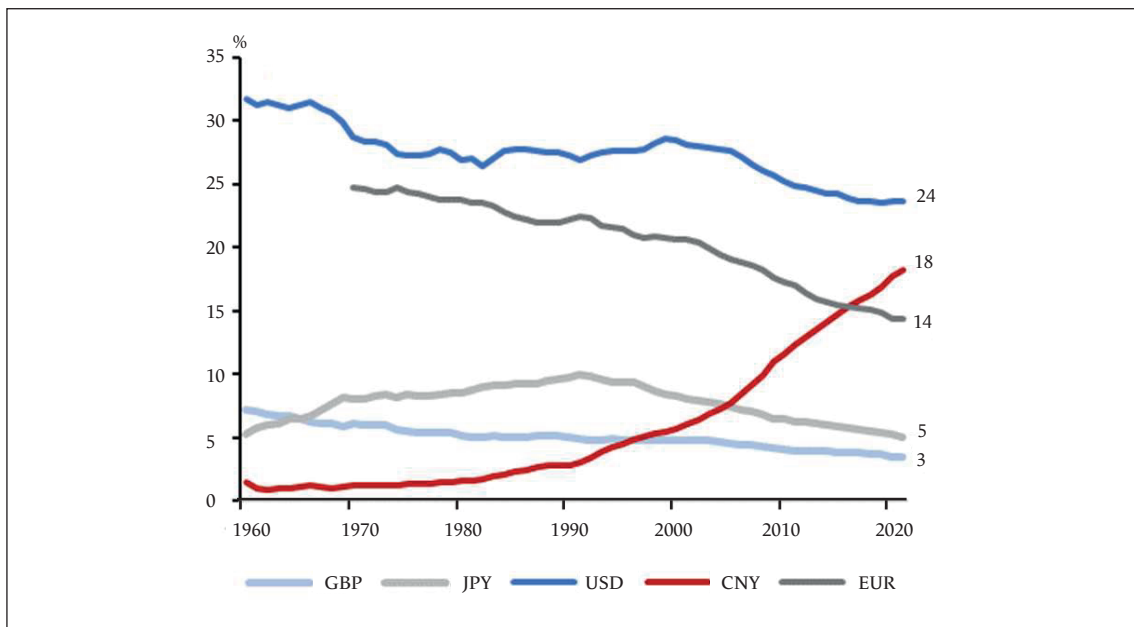
Udział wybranych walut w globalnym handlu od 1948 r.



Źródło: Chandan, Popescu (2023).

Wykres 6

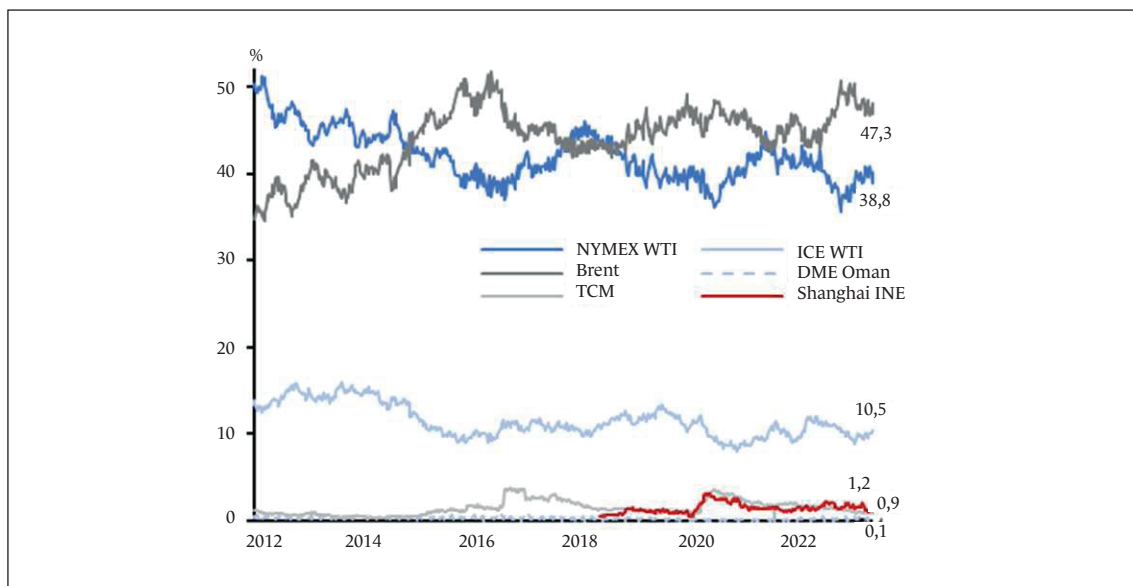
Udział wybranych państw w globalnym PKB od 1960 r.



Źródło: Chandan, Popescu (2023).

Wykres 7

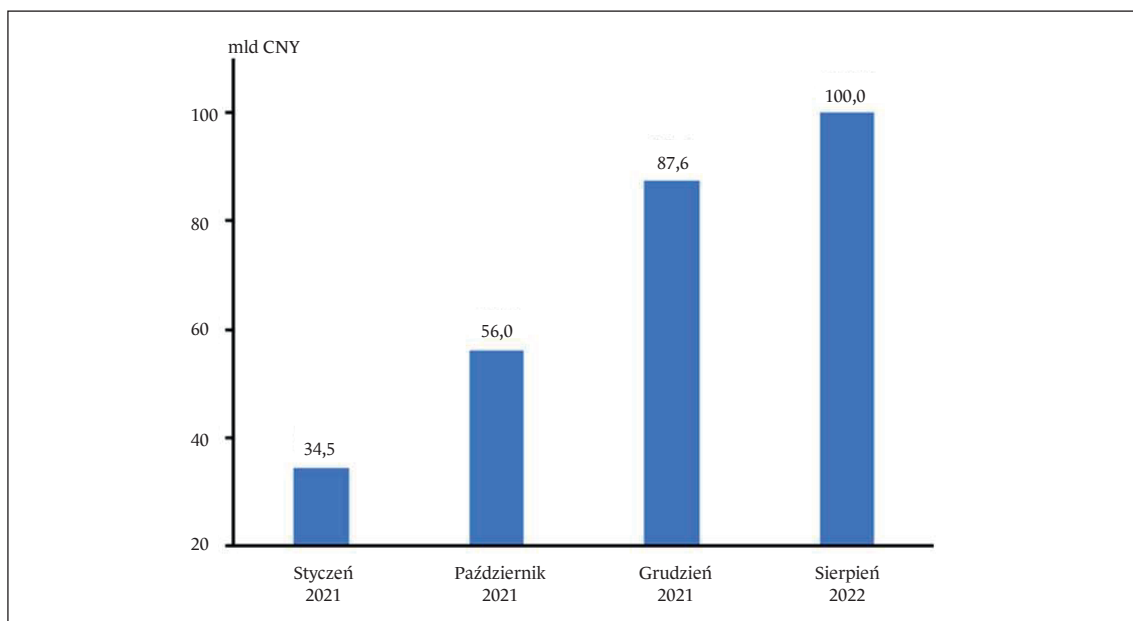
Udział otwartych kontraktów na ropę naftową na wybrane gatunki surowca w całkowitej sumie kontraktów



Źródło: Chandan, Popescu (2023).

Wykres 8

Skumulowana wartość transakcji w e-CNY od momentu powstania



Źródło: Chandan, Popescu (2023).

Tabela 1

Wysiłki Chin zmierzające do zwiększenia internacjonalizacji RMB

Data	Państwo	Podjęte działania
Luty 2022	Chiny Rosja	Rosja podpisuje 30-letni kontrakt gazowy na dostawy do Chin 10 mld m ³ gazu rocznie, rozliczane w euro
Lipiec 2022	Indie	Bank centralny Indii wprowadził nowy mechanizm rozliczeń handlu międzynarodowego w rupiach przy użyciu specjalnych rachunków – Special Rupee Vostro Accounts (SRVA)
Lipiec 2022	Rosja Indie	Rosja zażądała, aby indyjscy klienci zapłacili za dostarczoną ropę w dirhemach ZEA
Lipiec 2022	Rosja Chiny	Rosyjski Rusał, drugi co do wielkości producent aluminium na świecie, wyemitował obligacje denominowane w juanie o wartości 2 mld RMB
Lipiec 2022	Australia Chiny	Australia dostarcza Chinom rudę żelaza, która jest rozliczana w RMB
Wrzesień 2022	Rosja Chiny	Gazprom i CNPC podpisały umowę i zaczęły rozliczać się za dostawy gazu w rublach i renminbi zamiast w dolarach i euro. Były to działania mające na celu ograniczenie handlu z tzw. nieprzyjawnymi walutami
Wrzesień 2022	Indie Rosja Chiny	Dane celne pokazują, że indyjscy producenci stali i cementu zmierzają w kierunku rozliczeń bez dolarów, ponieważ kupowali rosyjski węgiel za chińskie renminbi, dirhamy ZEA, dolary hongkońskie i euro
Wrzesień 2022	Turcja Rosja	Turcja zgodziła się zapłacić za ok. 25% rosyjskich dostaw gazu ziemnego w rublach. Pozostała część ma być zapłacona w euro i dolarach
Wrzesień 2022	Rosja Chiny	Przywódcy na szczycie SCO w Uzbekistanie przyjęli plan działania na rzecz zwiększenia wykorzystania walut narodowych we wzajemnych rozliczeniach
Grudzień 2022	Chiny państwa Zatoki Perskiej	Prezydent Chin w trakcie szczytu China–GCC zachęcał państwa Zatoki Perskiej do wykorzystywania Szanghajskiej Giełdy Ropy Naftowej i Gazu Ziemnego jako platformy do przeprowadzania w przyszłości rozliczeń w handlu ropą i gazem przy użyciu chińskiego renminbi
Styczeń 2023	Rosja Iran	Rosja i Bank Centralny Iranu rozmawiały o utworzeniu <i>stablecoin</i> opartego na złocie, który byłby wykorzystywany do rozliczeń handlu zagranicznego w specjalnej strefie ekonomicznej
Styczeń 2023	ZEA Indie	ZEA i Indie rozmawiały na temat rozliczania w rupiach indyjskich handlu towarami niebędącymi pochodnymi ropy naftowej
Styczeń 2023	Argentyna Brazylia	Argentyna i Brazylia rozpoczynają przygotowania do stworzenia wspólnej waluty „sur”, zapraszając inne państwa w Ameryce Łacińskiej, by dołączyły do tego bloku
Styczeń 2023	Iran Rosja	Iran i Rosja planują połączyć swoje międzybankowe systemy przesyłania wiadomości, aby odłączyć się od systemu SWIFT
Styczeń 2023	Rosja Egipt	Rosja rozważa sprzedaż pszenicy do Egiptu rozliczaną w rublach
Luty 2023	Indie	Indyjskie rafinerie zaczynają kupować rosyjską ropę od handlarzy z Dubaju, używając dirhamów ZEA zamiast dolarów amerykańskich
Luty 2023	Chiny Arabia Saudyjska	Chiny wezwały Arabię Saudyjską do rozszerzenia współpracy handlowej i gospodarczej oraz stworzenia strefy wolnego handlu między Chinami a państwami Rady Współpracy Zatoki Perskiej (GCC)

Tabela 1, cd.

Data	Państwo	Podjęte działania
Marzec 2023	Chiny Brazylia	Chiny i Brazylia osiągnęły porozumienie w sprawie rozliczania handlu i inwestycji we własnych walutach – zamierzają wymieniać bezpośrednio RMB na BRL i odwrotnie zamiast dokonywać przewalutowania w USD
Marzec 2023	Chiny Arabia Saudyjska	Arabia Saudyjska ogłosiła inwestycje w dwa projekty rafinerii ropy naftowej w chińskich prowincjach Liaoning i Zhejiang. Ponadto według doniesień prasowych kraje te prowadziły również rozmowy w sprawie denominacji dwustronnych transakcji naftowych w renminbi
Marzec 2023	Chiny Francja	Na giełdzie w Szanghaju francuski TotalEnergies kupił 65 tys. ton LNG od chińskiego giganta CNOOC, płacąc w renminbi
Marzec 2023	Chiny Malezja	Podczas marcowego Boao Forum 2023 premier Malezji zaproponował, aby Chiny pokierowały utworzeniem Azjatyckiego Funduszu Walutowego, aby zmniejszyć zależność od USD i MFW
Kwiecień 2023	Brazylia Chiny Rosja	Prezydent Brazylii Lula da Silva wezwał państwa BRICS do podjęcia działań na rzecz zastąpienia USD własnymi walutami w handlu międzynarodowym
Kwiecień 2023	Rosja Chiny	Kwota rozliczeń transakcji w Rosji za pomocą RMB przekroczyła kwotę rozliczeń w USD w marcu 2023 r. Według rosyjskiego banku centralnego RMB stanowiło 39% rozliczeń handlowych, a USD 34%
Kwiecień 2023	Chiny Argentyna	Minister gospodarki Argentyny Sergio Massa oświadczył, że Argentyna będzie rozliczać import z Chin w RMB zamiast w USD
Maj 2023	Państwa ASEAN	Podpisały deklaracje o ograniczeniu używania USD w handlu międzynarodowym i promowaniu używania lokalnych walut
Czerwiec 2023	Chiny Argentyna	Bank Centralny Argentyny ogłosił, że zaakceptuje renminbi jako walutę dozwoloną do wpłat i wypłat w argentyńskim systemie bankowym (Jing 2023)
Czerwiec 2023	Chiny Pakistan Rosja	Pakistan kupił przecenioną rosyjską ropę naftową, płacąc w renminbi (Dejean 2023)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Reuters, Bloomberg, Markets Insider, Central Banking, *Financial Times*, BNP Paribas i JP Morgan Commodities Research.

Prospects for the internationalization process of the Chinese renminbi

Abstract

Over recent years, there have been numerous attempts to question the US dollar's special position in the international monetary system. Recently, factors such as the decreased rating of the United States, increased geopolitical tensions with China and the imposition of economic sanctions on Russia have resulted in renewed discussion in this area. As a result, researchers of the de-dollarization process have become more convinced that the Chinese renminbi may become an alternative reserve currency to the US dollar.

In order to analyze the progress of the renminbi internationalization process, first of all, the stages of development of the exchange rate system in China and the role of the Chinese currency in the global financial market were presented. According to IMF data, the share of the renminbi in the basket of currencies representing official currency reserves increased to 2.58% in 2023. At the same time, the Chinese currency is the fifth most frequently traded currency in the world (with a share of 7%; according to BIS data) and the sixth currency used in international payments (with a share of 1.66%; according to SWIFT data). On the other hand, according to ECB data, the global value of bonds that are denominated in Chinese currency represents less than 1% of the total international bond issuance. The use of RMB as a currency in international lending, i.e. by lenders residing outside China, is also negligible.

The above factors prove that the current importance of the renminbi for the global financial market is small. Nevertheless, some researchers believe that China's path to obtaining a reserve currency may take a non-standard form. In their opinion, the Chinese currency can use its trade connections for this purpose. At the same time, the involvement of the Chinese state authorities is very important in this process. In this context, China has already established a nationwide trade settlement mechanism, created numerous currency swap lines and developed offshore markets. In addition, the PBoC launched the Cross-Border Interbank Payment System, an alternative to the US SWIFT system, ensured the inclusion of the renminbi in the basket of special drawing rights (SDR) currencies, and made progress in developing a digital yuan. The process of internationalization of the renminbi also accelerated as a result of the outbreak of the war in Ukraine. The imposition of economic sanctions on Russia and the blocking of its reserve assets resulted in an increase in interest in alternative methods of trade and the search for other options for maintaining financial reserves – including changing the structure of the basket of reserve currencies held and purchases of physical gold. Apart from China and Russia, the group of countries significantly interested in moving away from the dollar in trade settlements were in this case the countries belonging to the BRICS group.

Finally, the barriers hindering the process of obtaining the status of an international reserve currency for the renminbi were also characterized. These include geopolitical tensions between the US and China, incomplete openness of the Chinese capital and financial market, capital flow control, and lack of full exchange rate flexibility.

As a result, if China's economy returns to growth in the future and progress is made in institutional reforms, the renminbi can be expected to gradually improve its international position in the reserve currency structure, mainly in terms of international payments, transactions and reserves. Additional RMB can be a key element of the three-track international monetary system.

Keywords: internationalization of the renminbi, de-dollarization, international reserve currency, financial markets, war in Ukraine

