

*Dominik Skopiec\**

## POLITYKA KURSOWA CHIN JAKO INSTRUMENT REALIZACJI PROEKSPORTOWEJ STRATEGII WZROSTU GOSPODARCZEGO

Towarzysząca imponującemu wzrostowi gospodarczemu Chin oraz ich rosnącej integracji z gospodarką światową polityka kursowa Państwa Środka pozostaje od kilku lat kością niezgody w jego relacjach z głównymi partnerami handlowymi, przede wszystkim ze Stanami Zjednoczonymi i Unią Europejską. Chiny są oskarżane o manipulowanie kursem walutowym w celu poprawienia swojej cenowej konkurencyjności eksportu, w związku z czym wysuwane są żądania zmiany ich polityki kursowej. Dla Chin zmiana taka jest z kolei kwestią kłopotliwą, ponieważ polityka stałego kursu walutowego stała się jednym z kluczowych czynników umożliwiających temu państwu awans na pozycję drugiej co do wielkości gospodarki świata oraz największego eksportera światowego.

Celem niniejszego artykułu jest analiza polityki kursowej Chin jako instrumentu realizacji proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego oraz jej konsekwencji dla gospodarki chińskiej i światowej. Analiza ta ma posłużyć pokazaniu, iż obecna polityka kursowa jest źródłem znacznych kosztów dla Chin i świata, co rodzi potrzebę jej zmiany. Ponieważ polityka kursowa Państwa Środka jest nierozzerwalnie związana ze strategią proeksportową i pozostałymi instrumentami polityki gospodarczej, nie jest wskazana zmiana samej polityki kursowej, lecz powinny jej towarzyszyć reformy w gospodarce chińskiej i modyfikacja strategii wzrostu gospodarczego.

---

\* Kolegium Gospodarki Światowej SGH.

## KURS WALUTOWY I POLITYKA KURSOWA

Kurs walutowy jest jedną z kluczowych zmiennych monetarnych. Najogólniej można stwierdzić, iż jest on ceną jednej waluty wyrażoną w jednostkach innej waluty (Krugman, Obstfeld, 2007, s. 46). Stanowiąc zewnętrzną wartość, pieniądz krajowy (wewnętrzną jego wartością jest stopa procentowa) jest uważany za szczególną, strategiczną cenę, gdyż jej zakres oddziaływania jest szerszy od oddziaływania cen poszczególnych towarów i walorów finansowych. Pełni przede wszystkim funkcję informacyjną, ponieważ pozwala na porównywanie cen dóbr i usług produkowanych w różnych krajach, a także funkcję cenotwórczą, która polega na przenoszeniu zagranicznego układu cen na krajowy układ cen (Zabielski, 2002, s. 11). Ponadto poziom i zmiany kursu walutowego determinują podstawowe zmienne makroekonomiczne, takie jak: saldo bilansu płatniczego, stopa inflacji, stopa procentowa czy konkurencyjność cenowa eksportu. Wpływają więc pośrednio także na poziom PKB.

Poziom kursu walutowego jest efektem interakcji popytu i podaży na rynku walutowym. Poziom ten określa jednak wiele różnych czynników, wśród których wyróżnia się zazwyczaj czynniki fundamentalne (ekonomiczne) oraz niefundamentalne (nieekonomiczne). Fundamentalne determinanty kursu walutowego to przede wszystkim: stopa wzrostu PKB, stopa inflacji, zmiany stóp procentowych, sytuacja w bilansie płatniczym, poziom rozwoju i struktura gospodarki oraz jej konkurencyjność i produktywność. Determinanty niefundamentalne to przede wszystkim czynniki polityczne, instytucjonalne i psychologiczne (Bożyk, Misala, Puławski, 2002, s. 239). Ponadto czynniki kształtujące poziom kursu walutowego można przedstawić w podziale na wewnętrzne, leżące po stronie danego kraju, oraz zewnętrzne, leżące po stronie zagranicy.

Kurs walutowy kształtuje się w ramach systemu kursowego. System kursowy, zwany także reżimem kursowym, definiuje się jako zbiór zasad i narzędzi określających możliwe zmiany kursu walutowego oraz możliwości i zakres wpływu banku centralnego na poziom kursu walutowego (Kosztowniak, Misztal, Pszczółka, Szelałowska, 2009, s. 71). Systemy kursowe klasyfikować można według rozmaitych kryteriów, z których najistotniejsze jest – jak się wydaje – kryterium zmienności kursu walutowego. Na jego podstawie wyodrębnia się dwie grupy systemów kursowych, a mianowicie systemy kursu stałego i zmiennego (Chrabonszczewska, Kalicki, 1996, s. 82). Reżimy te charakteryzują się pewnymi szczególnymi cechami, które najbardziej widoczne są w ujęciach modelowych.

W ujęciu modelowym w systemie kursu stałego (*fixed exchange rate*) jest wyznaczany kurs centralny (w stosunku do określonej waluty lub koszyka walut) oraz marże wahań, w ramach których kurs może się zmieniać pod wpływem oddziaływania sił rynkowych. Skala wahań ograniczona jest dolnym i górnym punktem interwencyjnym, po osiągnięciu których bank centralny zobowiązany jest do interweniowania na rynku walutowym. Warunkiem skutecznej interwencji

jest odpowiedni poziom rezerw walutowych pozostających do dyspozycji banku centralnego. W systemie kursu stałego możliwe są zmiany kursu centralnego, które są dokonywane przez rewaluację lub dewaluację. W systemie kursu płynnego (*floating exchange rate*) jego wartość jest kształtowana przez mechanizm rynku walutowego, a bank centralny nie ma obowiązku interwencji na tym rynku (Bilski, 2006, s. 14–15).

Modelowe ujęcia systemów kursu stałego i płynnego pozostają raczej zagadnieniem teoretycznym, podczas gdy w praktyce w ramach tych dwóch grup stosowane są rozwiązania cechujące się różnym stopniem natężenia poszczególnych cech. Występuje w nich mniejszy bądź większy stopień interwencji banku centralnego w celu korygowania ustalonego przez rynek poziomu kursu walutowego. W grupie kursów stałych występują więc reżimy, w których poziom kursu ograniczony jest szerszym bądź węższym pasmem wahań w stosunku do kursu centralnego, a interwencje banku centralnego mogą przyjmować postać interwencji powtarzalnych i przewidywalnych, bądź też prowadzonych bez określenia ich częstotliwości i wielkości. W grupie kursów płynnych z kolei obok kursów wolnorynkowych, w których bank centralny prawie nigdy nie interweniuje, spotyka się także kursy kierowane, w przypadku których interwencje takie występują, jednakże nie są związane z osiągnięciem określonego celu w postaci pożądanego poziomu kursu, lecz służą stabilizowaniu kursu poprzez eliminację jego nadmiernych wahań (Copeland, 2005).

Wybór danego systemu kursowego uzależniony jest od wielu czynników. Za stosowaniem kursu stałego przemawiają przede wszystkim wysoki udział handlu zagranicznego w PKB, niewielki stopień dywersyfikacji eksportu, słabe zintegrowanie z międzynarodowym rynkiem finansowym, duży stopień otwarcia gospodarki i niewielki stopień swobody przepływów kapitału. Do wyboru kursu płynnego skłaniać z kolei mogą: znaczny stopień dywersyfikacji produkcji, istotne rozbieżności między poziomem inflacji krajowej wobec inflacji głównych partnerów handlowych, wysoki poziom rozwoju gospodarczego kraju, duża swoboda przepływów kapitału i znaczne prawdopodobieństwo wystąpienia szoków zewnętrznych (Kosztowniak i in., 2009, s. 78).

Polityka kursowa jest konsekwencją przyjętego systemu kursu walutowego. Jest ona elementem polityki gospodarczej i przyczynia się do realizacji jej celów, w szczególności do stabilizacji gospodarczej i rozwoju gospodarczego. Polityka kursowa jest więc podporządkowana celom polityki gospodarczej, która z kolei prowadzona jest w ramach przyjętej przez dany kraj strategii wzrostu gospodarczego. Tak rozumiana polityka kursowa ma inny charakter w systemie kursów stałych, a inny w systemie kursów płynnych. W przypadku kursów płynnych ich wartość jest ustalana przez rynek walutowy, a – co za tym idzie – polityka kursowa ma bardziej pasywny charakter. Natomiast w systemie kursu stałego polityka kursowa jest narzędziem aktywnym, które służy do reagowania w szczególności na nierównowagę bilansu płatniczego (deficyt lub nadwyżka) oraz wahaniami kursu walutowego (aprecjacja lub deprecjacja).

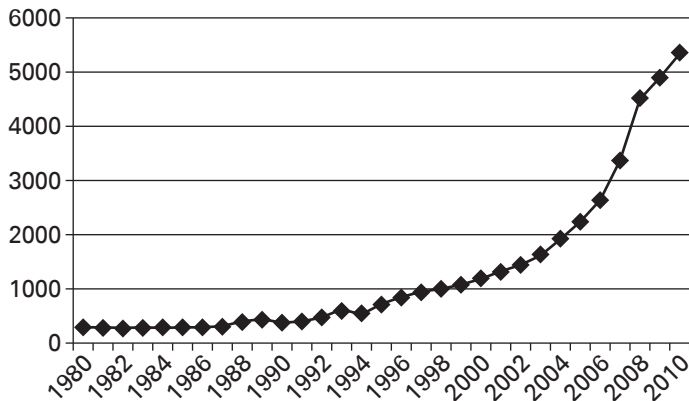
## RYNKOWA TRANSFORMACJA GOSPODARKI CHIŃSKIEJ

Momentem przełomowym w rozwoju chińskiej gospodarki było rozpoczęcie w 1978 r. reform prowadzących do budowy systemu rynkowego. Oznaczało to przejście od fazy rozwoju w ramach modelu autarkicznego, który funkcjonował w latach 1949–1978, do fazy modelu otwartego. Punktem zwrotnym stało się III Plenum Komunistycznej Partii Chin, które odbyło się w grudniu 1978 roku. Zdecydowano na nim o rozwijaniu stosunków gospodarczych ze wszystkimi krajami, niezależnie od ich systemu politycznego, w oparciu o kryterium korzyści ekonomicznych. Oznaczało to przede wszystkim rozwój relacji z krajami kapitalistycznymi (Bhaumik, 2009, s. 58–59).

Zmiany przeprowadzone po 1978 r., określane jako rynkowa transformacja gospodarki, prowadziły do jakościowo nowej struktury społeczno-ekonomicznej. Rynkowa transformacja z założenia polega na zmianach systemowych w trzech zasadniczych płaszczyznach: mechanizmu gospodarczego (przejście od mechanizmu planowego do rynkowego), systemu własności (przejście od dominacji własności państwowej do własności prywatnej) oraz systemu politycznego (przejście od systemu monopartyjnego do polipartyjnego, demokratyzacja). Rynkowa transformacja w wydaniu chińskim określana jest mianem niepełnej i gradualnej, ponieważ polegała ona przede wszystkim na zmianie mechanizmu gospodarczego, nie prowadząc do przemian systemu politycznego (Starzyk, 2009, s. 25–27).

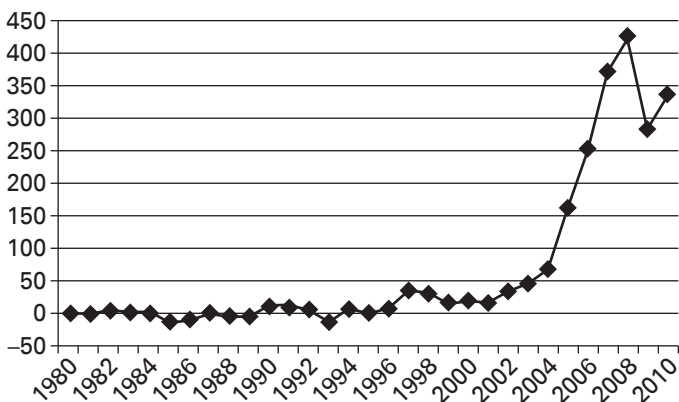
Transformacja gospodarcza w Chinach odbywała się w ramach dwóch zasadniczych modeli. We wczesnej fazie transformacji dominował model proimportowy, w którym występowało ujemne saldo bilansu obrotów bieżących. Chiny importowały kapitał w postaci początkowo głównie kredytów, a następnie zagranicznych inwestycji bezpośrednich. W imporcie przeważał import inwestycyjny, który prowadził do budowy potencjału eksportowego, mającego kluczowe znaczenie w proeksportowej fazie transformacji, która datuje się od lat 90. XX wieku. Wówczas kluczowym źródłem wzrostu gospodarczego stał się eksport. Chiny stały się gospodarką otwartą, a liberalizacja handlu uległa dalszemu przyspieszeniu po wejściu Chin do Światowej Organizacji Handlu w 2001 roku (Winters, Yusuf, 2007, s. 68). Właśnie w okresie następującym po akcesji Chiny odnotowały zaskakująco szybki wzrost eksportu. Zwieńczeniem tego procesu było zajęcie przez Państwo Środka pozycji pierwszego eksportera światowego po wyprzedzeniu Niemiec w 2009 roku.

Realizowana do dziś strategia rozwoju proeksportowego pozwoliła Chinom na osiągnięcie znacznego wzrostu gospodarczego, zarówno jeśli chodzi o globalny PKB, jak i PKB per capita. PKB Chin na początku okresu reform wynosił 309 mld USD w 1980 r., następnie rósł w umiarkowanym tempie i osiągnął poziom ponad 1 bln USD w 1998 r., a po 2000 r. tempo wzrostu gospodarczego znacznie przyspieszyło i w 2010 r. chiński PKB wyniósł prawie 6 bln USD. W okresie transformacji Chiny osiągały corocznie znaczne tempo wzrostu gospodarczego, które w latach 1989–2010 wynosiło średnio 9,8%.

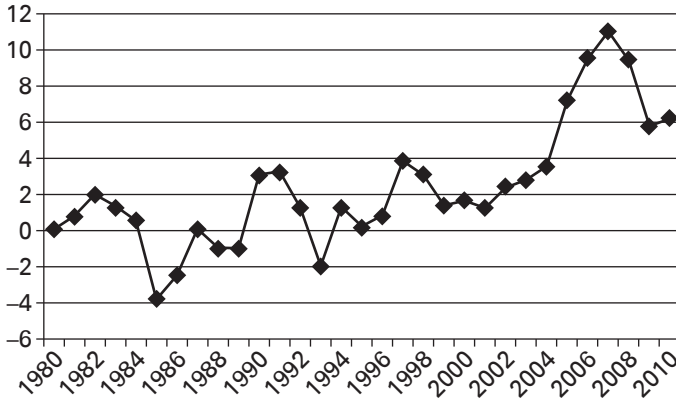
**Rysunek 1. PKB Chin w cenach bieżących, w mld USD**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: IMF (2011a).

Strategia proeksportowa znalazła odzwierciedlenie także w wartości salda bilansu obrotów bieżących. W początkowych latach transformacji rynkowej było ono ujemne lub bliskie zeru w związku z realizowaną strategią proimportową, aby później przejść do stałego wzrostu nadwyżki po przejściu do fazy strategii proeksportowej, co stało się w szczególności widoczne po akcesji do WTO i intensyfikacji liberalizacji handlu. Wówczas relacja nadwyżki rachunku obrotów bieżących do PKB wzrosła od 1,31% w 2001 r. do 10,99% w 2007 roku. Obniżenie tego wskaźnika w latach 2007–2009 było odbiciem spadku eksportu w wyniku globalnego kryzysu finansowego. Uwidoczniało to znaczne uzależnienie chińskiego wzrostu gospodarczego od popytu zagranicy na import z tego kraju.

**Rysunek 2. Saldo bilansu obrotów bieżących, ceny bieżące, w mld USD**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: IMF (2011a).

**Rysunek 3. Saldo bilansu obrotów bieżących jako % PKB**

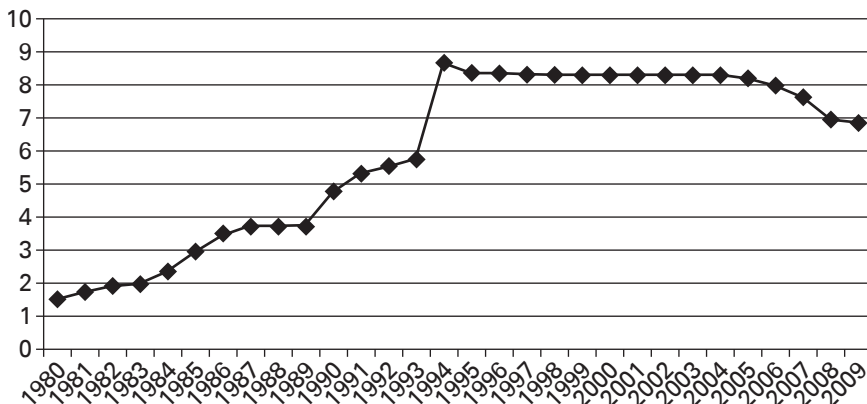
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: IMF (2011a).

Należy jednak podkreślić, iż strategia proeksportowa przyczyniła się co prawda do imponującego wzrostu dochodu narodowego Chin, jednak jej realizacja stała się źródłem narastającej nierównowagi zewnętrznej i wewnętrznej Państwa Środka. Do nierównowag tych przyczyniła się w szczególności realizowana w ramach tej strategii polityka gospodarcza, w tym zwłaszcza kursowa.

## SYSTEM KURSU WALUTOWEGO RENMINBI

System kursu walutowego renminbi jest uważany za jeden z kluczowych czynników, które zdecydowały o przyspieszonym wzroście gospodarczym Chin i ich szybkim awansie w gospodarce światowej. W okresie autarkicznego rozwoju, czyli w latach 1949–1978, renminbi cechował przewartościowany kurs walutowy, któremu towarzyszył rozwój produkcji antyimportowej, ścisła kontrola przepływów kapitału oraz monopol dewizowy banku centralnego. W przeciwieństwie do tego okresu, który charakteryzowały częste dostosowania kursu walutowego renminbi, w okresie po 1994 r. kurs ten był silnie powiązany z dolarem USA i do 2005 r. utrzymywany na prawie niezmiennym poziomie (Bergsten, Freeman, Lardy, Mitchell, 2008, s. 17). Wartość kursu nominalnego nie odzwierciedlała jednak czynników fundamentalnych, takich jak wzrost produktywności i rynkowe przekształcenia struktury gospodarki, które w przypadku kursu kształtowanego przez siły rynku wywoływałyby jego aprecjację. Kurs renminbi pozostawał więc niedowartościowany.

Wybór dolara USA jako waluty, z którą powiązano renminbi, był nieprzypadkowy. Przede wszystkim USA to główny partner handlowy Chin. Ponadto dolar USA od dziesięcioleci pełni funkcję pieniądza międzynarodowego, w której w ostatnich latach jest tylko częściowo substytuowany przez euro. Znaczna część transakcji surowcami jest też dokonywana w dolarach. Ponadto Stany Zjednoczone posia-

**Rysunek 4. Średnioroczny nominalny kurs walutowy USD/RMB**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011).

dają najbardziej rozwinięty i płynny rynek finansowy, na którym Chiny mogły inwestować w bezpieczne i płynne papiery wartościowe (Brender, Pisani, 2010, s. 86).

W celu utrzymania pożądanej wartości renminbi względem dolara, Ludowy Bank Chin prowadzi zakrojone na szeroką skalę interwencje na rynku walutowym. Są to operacje jednokierunkowe, które polegają na zakupie dewiz i zwiększaniu podaży renminbi, co zapobiega jego aprecjacji.

Ulegając rosnącej presji międzynarodowej, której źródłem były przede wszystkim Stany Zjednoczone, Chiny dokonały w 2005 r. reformy systemu kursu walutowego. Od 21 lipca 2005 r. wprowadzono nowy reżim kursowy, który teoretycznie zakończył dekadę silnego powiązania renminbi z dolarem. Ludowy Bank Chin ogłosił, że odąd renminbi powiązane będzie z koszykiem walut, a kurs będzie „bardziej płynny”, co odzwierciedlać miało większą rolę popytu i podaży na rynku walutowym w jego kształtowaniu (McKinnon, Schnabl, 2009, s. 2–4).

Struktura tego koszyka pozostała jednak dość enigmatyczna. Co prawda Ludowy Bank Chin podał skład walutowy koszyka, ale nie określił wag poszczególnych walut tworzących ten koszyk. W jego skład weszły dwie grupy walut określone jako waluty główne (dolar amerykański, euro, jen i koreański won) oraz waluty drugorzędne (dolar singapurski, malezyjski ringgit, dolar australijski, dolar kanadyjski, rubel oraz tajski baht). Oficjalnie wagi wspomnianych walut w koszyku miały odzwierciedlać udział transakcji rejestrowanych na rachunku obrotów bieżących dokonywanych w tych walutach.

W momencie wprowadzania reformy dokonano też rewaluacji renminbi o 2,1%. Następnie tempo aprecjacji było jednak dość niewielkie. Uważa się także, że po wprowadzeniu reformy w życie wartość renminbi pozostawała nadal w silnym związku z wartością dolara, który stanowił większą część wspomnianego koszyka walut. Skala aprecjacji nominalnej renminbi względem dolara wynosiła 3% w latach 2005 i 2006, a następnie w latach 2007 i 2008 wzrosła do 7%

(Goldstein, Lardy, 2009, s. 11). W okresie od lipca 2005 r. do lipca 2008 r. aprecjacja renminbi względem dolara wyniosła 20%.

W roku 2008 w związku z pojawieniem się w gospodarce chińskiej objawów globalnego kryzysu finansowego w postaci spadku eksportu, zdecydowano o ponownym powiązaniu renminbi z dolarem w lipcu tego roku, co oznaczało powrót do systemu kursowego sprzed lipca 2005 roku. Krok ten miał zapobiec negatywnym skutkom aprecjacji renminbi dla słabnącego w dobie kryzysu eksportu. Posunięcie to uważane jest też za element pakietu stymulującego, który władze chińskie wprowadziły właśnie w tym czasie.

Po zakończeniu najcięższej fazy kryzysu i powrocie eksportu na ścieżkę wzrostową Chiny zdecydowały się w czerwcu 2010 r. na powrót do systemu kursowego wprowadzonego w lipcu 2005 r. i ponowne powiązanie renminbi z koszykiem walut (Cline, 2010, s. 1). W rezultacie w 2010 r. renminbi uległo nominalnej aprecjacji w stosunku do dolara o około 2,5%.

Należy podkreślić, iż obecny system kursu walutowego renminbi pozostaje nadal systemem kursu stałego. Przede wszystkim wynika to z faktu, że wartość renminbi powiązana jest z koszykiem walut, a bank centralny dokonuje interwencji na rynku walutowym w celu utrzymywania wartości kursu na określonym poziomie. Wartość tego kursu nie jest więc kształtowana przez siły rynkowe, lecz określana w sposób administracyjny przez Ludowy Bank Chin. Niemniej jednak oficjalnie stosowany przez władze chińskie termin to system płynnego kierowanego kursu walutowego (*managed floating exchange rate regime*).

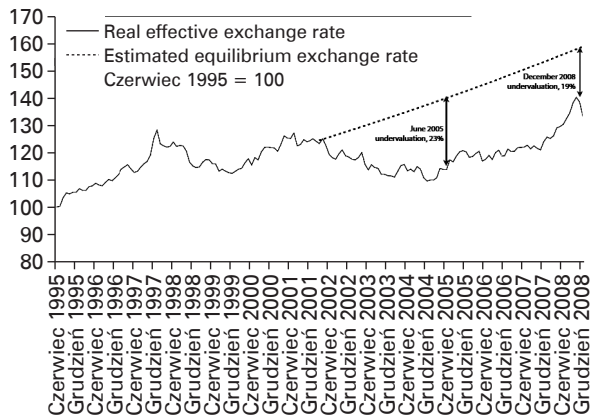
Przyjęty w marcu 2011 r. przez Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych dwunasty plan rozwoju społeczno-gospodarczego na lata 2011–2015 wskazuje kierunek przemian polityki kursu walutowego renminbi. Plan ten zakłada mianowicie, że system kierowanego kursu płynnego (oficjalne określenie systemu kursu walutowego renminbi stosowane przez władze Chin) będzie w dalszym ciągu doskonalony celem zwiększenia udziału sił rynku w kształtowaniu jego poziomu. Podobne deklaracje padają od dłuższego czasu także z ust chińskich przywódców (Roach, 2011).

## PROBLEM NIEDOWARTOŚCIOWANIA RENMINBI

Poziom kursu walutowego renminbi powszechnie jest określany jako niedowartościowany, różnice opinii dotyczą jedynie skali tego zjawiska. Niedowartościowanie renminbi określa się zazwyczaj jako odchylenie od kursu równowagi, definiowanego jako poziom kursu zapewniający równowagę bilansu płatniczego (Goldstein, Lardy, 2009, s. 27). Niedowartościowanie widoczne jest także w stosunku do kursu równowagi określonego przez parytet siły nabywczej. Szacunki wskazują na odchylenie od 20% do 30%.

Wskazując na niedowartościowanie kursu walutowego renminbi, odnosi się je do kilku kwestii. Przede wszystkim wiąże się to z intensywnymi interwencjami Ludowego Banku Chin na rynku walutowym oraz wysokim tempem akumulacji



**Rysunek 5. Odchylenie kursu walutowego renminbi od kursu równowagi**

Źródło: Goldstein, Lardy (2009), s. 25.

rezerw dewizowych. Określany w sposób administracyjny kurs walutowy nie odzwierciedla z tego powodu czynników kształtujących poziom kursu na rynku walutowym, związanych z popytem na waluty i ich podażą.

Na niedowartościowanie kursu renminbi wskazuje też szybsze tempo wzrostu wydajności czynników produkcji w Chinach w stosunku do ich partnerów handlowych. Poziom wydajności od końca lat 90. wzrósł znacznie, podczas gdy wartość kursu wzrosła w stopniu nieporównywalnie mniejszym (*Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym*, 2010, s. 31). Podobnie szybki rozwój i przemiany struktury gospodarki chińskiej wskazywałyby na konieczność wzrostu kursu walutowego jako odzwierciedlenie występującego zazwyczaj trendu, w którym kurs walutowy krajów rozwijających się wraz z „doganianiem” (*catching up*) przez nie krajów rozwiniętych ulega aprecjacji.

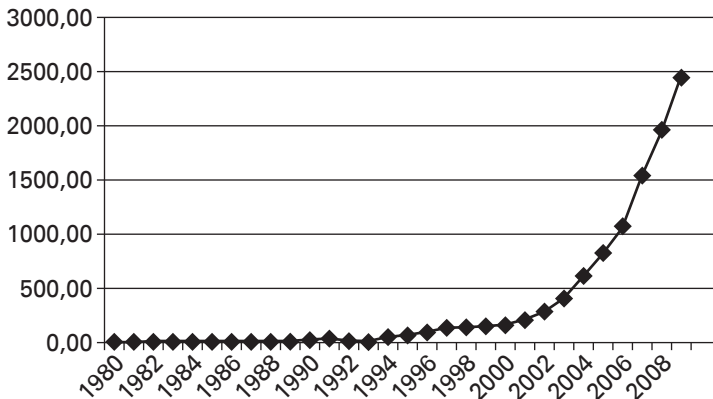
Wśród argumentów wskazujących na niedowartościowanie renminbi istotne jest także odniesienie do szybko rosnącego dodatniego salda bilansu obrotów bieżących. Ogromną nadwyżkę tego rachunku uznaje się za dowód na niedowartościowanie kursu walutowego, ponieważ kurs równowagi zapewnia także równowagę bilansu płatniczego.

## PROBLEM WIELKOŚCI I STRUKTURY REZERW WALUTOWYCH CHIN

Proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego Chin i realizowanej w jej ramach polityki stałego kursu walutowego towarzyszy od lat nieprzerwany wzrost utrzymywanych przez ten kraj rezerw walutowych. O ile w 1980 r. wielkość rezerw walutowych Chin wynosiła 10,09 mld USD, to w 2000 r. wzrosły one do 171,76 mld USD, aby w 2009 r. osiągnąć wartość 2452,90 mld USD, co stanowi 49,02%

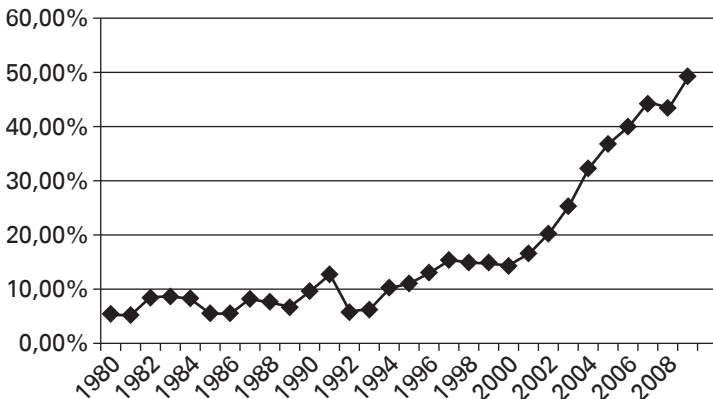
PKB Chin z tego roku. Wzrost chińskich rezerw był również znaczny w stosunku do rezerw światowych, które także rosły we wspomnianym okresie, pomimo upowszechniania się na świecie kursów płynnych. W roku 1995 chińskie rezerwy stanowiły 5,78% rezerw światowych, w 2001 r. wzrosły do 10,74%, natomiast w 2009 r. udział ten przekroczył 30%.

**Rysunek 6. Rezerwy walutowe Chin, w mld USD**



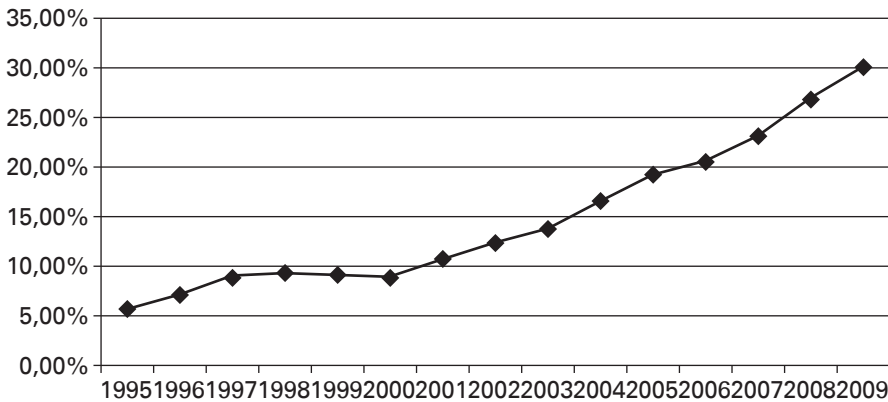
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011).

**Rysunek 7. Rezerwy walutowe Chin jako % PKB**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011).

Tak znaczny przyrost rezerw walutowych spowodowany był przede wszystkim realizowanymi przez Ludowy Bank Chin interwencjami na rynku walutowym mającymi na celu utrzymanie pożądanego kursu renminbi. W praktyce były to prawie wyłącznie interwencje polegające na zakupie dewiz oraz zwiększaniu podaży renminbi na rynku walutowym, aby zapobiec aprecjacji tej waluty.

**Rysunek 8. Rezerwy walutowe Chin jako % rezerw światowych**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011) oraz IMF (2011b).

Utrzymywanie przez Chiny znacznych rezerw ma też swoje źródło w doświadczeniach z okresu kryzysu azjatyckiego lat 1997–1998. Wówczas wiele państw Azji Wschodniej stało się ofiarą ataków spekulacyjnych na ich waluty, które uległy drastycznej deprecjacji. Banki centralne tych państw nie posiadały jednak odpowiednio wysokich rezerw walutowych, aby skutecznie przeciwdziałać spadkowi kursu. Rezultatem było wyczerpanie rezerw walutowych i upłynnienie walut tych krajów, poczynając od upłynnienia tajskiego batha 2 lipca 1997 roku (Haggard, 2000).

Chiny co prawda nie zostały dotknięte tym kryzysem w stopniu tak znacznym jak inne państwa Azji Wschodniej ze względu na to, iż nie istniały tam problemy, które wywołały kryzys w tych państwach (jak nadmierne krótkookresowe zadłużenie banków komercyjnych), jednak kryzys spowodował spadek popytu na chiński eksport, a co za tym idzie – również i spowolnienie gospodarcze. Chiny wyciągnęły lekcje z doświadczeń kryzysu i krajów, które miały wówczas waluty powiązane z dolarem USA w ramach systemu stałego kursu. Od tego czasu datuje się właśnie przyspieszenie akumulacji ich rezerw walutowych.

Analizując wielkość rezerw walutowych Chin, warto spojrzeć na nią przez pryzmat kryterium optymalności. Rezerwy walutowe służą przede wszystkim utrzymaniu zewnętrznej wypłacalności oraz zapewnieniu sprawnej obsługi zadłużenia zagranicznego oraz płatności z tytułu transakcji handlu zagranicznego, ponadto są istotnym czynnikiem kształtującym wiarygodność kraju jako miejsca lokowania inwestycji zagranicznych. Określając optymalny poziom rezerw walutowych, zwykle przytacza się regułę Greenspana-Guidottiego, zgodnie z którą wielkość rezerw walutowych powinna być równa wielkości krótkookresowego zadłużenia zagranicznego. Za takim określeniem optymalnej wielkości rezerw przemawia fakt, iż w przypadku masowego odpływu kapitału krótkookresowego państwo będzie w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań (Jeanne, Ranciere,

2006, s. 4). Innym sposobem określenia optymalnej wielkości rezerw walutowych jest ich odniesienie do wielkości importu, przy czym uważa się, że powinny one wystarczać na pokrycie zobowiązań z tytułu trzymiesięcznego importu.

Wielkość chińskich rezerw znacznie przewyższa wartości określone przy założeniu wspomnianych kryteriów. Uważa się, że z 2,5 mld USD utrzymywanych przez Chiny rezerw około 1,5 mld USD to rezerwy nadmierne (Yu-Wei Hu, 2010, s. 14). Nadmierne rezerwy są źródłem nie tylko kosztów związanych z ich utrzymywaniem, ale wymagają też efektywnych strategii inwestowania.

W Chinach główną instytucją odpowiedzialną za zarządzanie rezerwami walutowymi jest State Administration of Foreign Exchange (SAFE). Organizacyjnie stanowi ona departament wyodrębniony w banku centralnym, a jej szef jest jednocześnie zastępcą prezesa Ludowego Banku Chin. Oprócz centrali zlokalizowanej w Pekinie SAFE posiada także 34 oddziały lokalne, a także cztery biura zagraniczne (w Hong Kongu, Singapurze, Londynie i Nowym Jorku). Instytucja ta powstała w 1995 r. i jest uważana za jedną z najbardziej tajemniczych władz zarządzających rezerwami walutowymi na świecie. Wynika to nie tylko z mało transparentnej struktury tej instytucji, ale przede wszystkim z faktu, iż wszystkie dane poza globalną wielkością rezerw walutowych pozostają tajemnicą. SAFE nie podaje do wiadomości ani struktury walutowej rezerw, ani ich struktury opartej na kryterium typu aktywów. Enigmatyczna jest także jej strategia inwestycyjna.

Z analizy dotychczasowych inwestycji realizowanych przez SAFE wiadomo, iż jest ona w tym zakresie instytucją dość konserwatywną. Priorytet mają inwestycje w aktywa cechujące się przede wszystkim bezpieczeństwem, ale przy tym także i znaczną płynnością. Pomimo braku oficjalnych danych na temat struktury walutowej chińskich rezerw istnieją dane szacunkowe, które wskazują, iż 60–70% inwestowane jest w aktywa denominowane w dolarach USA, 20–30% w euro i 10% w funtach brytyjskich, jenach japońskich i innych walutach. W odniesieniu do struktury rezerw według kryterium typu aktywów również brak jest oficjalnych danych. Istnieją jednak dane publikowane przez Departament Skarbu USA, które dotyczą amerykańskich aktywów posiadanych przez poszczególne kraje. Z uwagi na fakt, iż aktywa dolarowe stanowią większość chińskich rezerw, dane te są przydatne także do oceny profilu posiadanych przez Chiny aktywów denominowanych w euro i innych walutach. Ponieważ SAFE inwestuje głównie w bezpieczne i płynne amerykańskie rządowe papiery dłużne, można założyć, iż podobny profil inwestycji ma miejsce także w odniesieniu do pozostałych walut (Yu-Wei Hu, 2010, s. 8–9).

Spośród aktywów denominowanych w USD Chiny inwestowały głównie w dwa ich rodzaje, a mianowicie w długookresowe obligacje skarbowe oraz w obligacje agencji rządowych. Z danych udostępnianych przez Departament Skarbu wynika, iż Chiny są największym na świecie posiadaczem amerykańskich obligacji skarbowych.

Znamienne jest, że strategia inwestycyjna SAFE ulegała pewnej ewolucji, która towarzyszyła dynamicznemu wzrostowi rezerw walutowych Chin po 2001 roku. Rosnące rezerwy zwiększały bowiem koszt alternatywny utrzymywania ich

w bezpiecznych aktywach, które cechują się mniejszą stopą zwrotu w porównaniu z bardziej ryzykownymi aktywami. O ile w 2000 roku 77,2% inwestycji w aktywa amerykańskie stanowiły obligacje skarbowe, to ich udział następnie spadał, aby w 2008 r. osiągnąć 43,3%. Zwiększeniu uległ natomiast udział obligacji agencji rządowych, które są uważane za mniej bezpieczne niż obligacje skarbowe, jednakże dające wyższą stopę zwrotu. Wzrósł także udział akcji w strukturze chińskiego portfela inwestycyjnego, jednakże nadal pozostaje on niewspółmiernie niski w porównaniu z dwiema poprzednimi grupami aktywów (Yu-Wei Hu, 2010, s. 10).

Utrzymywanie przez Chiny tak znacznych rezerw walutowych wiąże się z występowaniem kosztów i ryzyka. Przede wszystkim wskazać należy na koszt alternatywny przedstawionej struktury portfela inwestycyjnego w odniesieniu do rezerw walutowych. W latach 2000–2008 nominalna stopa zwrotu z chińskich inwestycji na rynku amerykańskim wyniosła 5,5%, natomiast realna stopa zwrotu 2,1%. Stopa zwrotu byłaby sporo wyższa, gdyby w strukturze portfela inwestycyjnego zwiększono udział bardziej dochodowych papierów. Koncentracja inwestycji na dłużnych papierach rządowych stanowi tu koszt alternatywny, a w rezultacie także utratę dobrobytu. Poważnym ryzykiem jest natomiast utrzymywanie rezerw głównie w jednej walucie, w tym przypadku w dolarach USA. W przypadku deprecjacji dolara zmaterializuje się ryzyko kursowe i wartość rezerw spadnie, generując kolejne straty dla Chin (Goldstein, Lardy, 2008, s. 178).

## KONSEKWENCJE POLITYKI KURSOWEJ DLA RÓWNOWAGI WEWNĘTRZNEJ CHIN

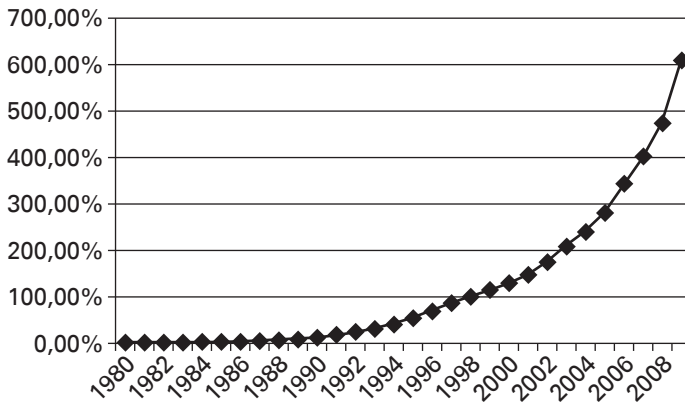
Realizowana obecnie polityka stałego kursu renminbi jest źródłem znacznych kosztów dla gospodarki chińskiej i stwarza ryzyko dla stabilności finansowej Chin. Jest ona jedną z głównych przyczyn nie tylko nierównowagi zewnętrznej, ale też nierównowagi wewnętrznej tego kraju.

Przede wszystkim system stałego kursu walutowego w połączeniu z niedoskonałą kontrolą przepływów kapitału (skuteczna kontrola przepływów kapitału w gospodarce tak otwartej w zakresie handlu zagranicznego jak gospodarka chińska jest z definicji bardzo trudne) staje się istotnym ograniczeniem dla polityki monetarnej, która jest podporządkowana osiągnięciu celu zewnętrznego, a mianowicie pożądanego poziomu kursu walutowego. Taka polityka monetarna nie jest już skutecznym narzędziem osiągnięcia celów wewnętrznych, w szczególności odnoszących się do poziomu inflacji, a także stymulowana wzrostu gospodarczego (Capiello, Ferrucci, 2008, s. 15).

Aby nie dopuścić do nadmiernego wzrostu podaży pieniądza w wyniku interwencji na rynku walutowym, Ludowy Bank Chin prowadzi równocześnie sterylizację tych interwencji, polegającą na wykorzystaniu operacji otwartego rynku w postaci emisji krótkookresowych bonów pieniężnych.

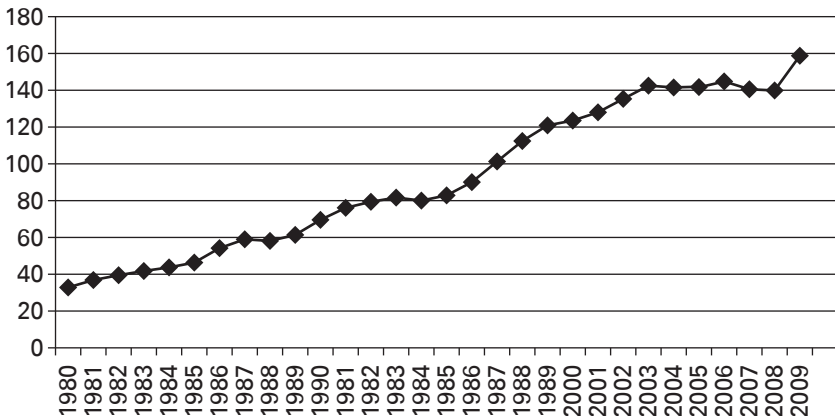
Interwencje na rynku walutowym nie są jednak w całości sterylizowane. W związku z tym ilość pieniądza w gospodarce się zwiększa, czemu towarzyszy rosnąca inflacja. Należy podkreślić, że przez lata Chiny utrzymywały niski poziom inflacji, ostatnio natomiast jej wzrost staje się coraz większym wyzwaniem dla władz chińskich przede wszystkim dlatego, iż inflacja powoduje wzrost realnego kursu walutowego, czyli realną aprecjację. Prowadzi to do spadku cenowej konkurencyjności chińskiego eksportu.

**Rysunek 9. Agregat pieniądza M2 w mld RMB**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011).

**Rysunek 10. Agregat pieniądza M2 jako % PKB**

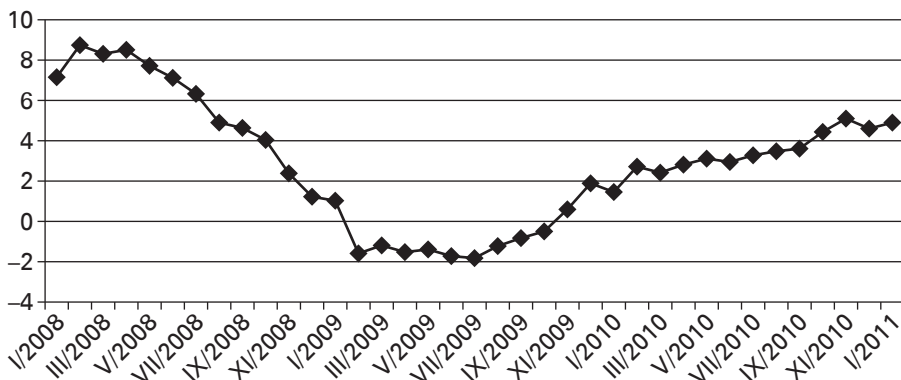


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011).

Warto zauważyć, że wysoka inflacja towarzyszy okresom intensywnego wzrostu eksportu i nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Ponieważ w okresie globalnego kryzysu finansowego eksport chiński spadał, zmniejszyła się nadwyżka

na rachunku obrotów bieżących, a stopa inflacji od lutego do października 2009 r. była ujemna. Po zakończeniu najcięższej fazy kryzysu eksportu chiński zaczął ponownie rosnąć, a w ślad za nim rezerwy walutowe i inflacja.

**Rysunek 11. Stopa inflacji w Chinach (CPI)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Ludowy Bank Chin, który związany jest celem kursowym, a nie inflacyjnym, ma ograniczone możliwości redukcji tempa wzrostu cen. Podniesienie stóp procentowych w systemie kursu stałego stwarza ryzyko napływu krótkookresowego, gorącego kapitału w oczekiwaniu większych zysków, a to spowodowałoby aprecjację renminbi wskutek wzrostu popytu na tę walutę na rynku walutowym. Ponieważ główne działania banku centralnego mają właśnie na celu niedopuszczenie do takiej aprecjacji, stosowanie stopy procentowej jako instrumentu walki z inflacją jest ograniczone.

Polityka stopy procentowej jest w tym przypadku zakładnikiem polityki kursu walutowego. Ludowy Bank Chin utrzymuje więc od lat niską stopę procentową, aby zmniejszyć ryzyko napływu kapitału spekulacyjnego. Powoduje to jednak straty dla społeczeństwa, którego rosnące oszczędności lokowane są głównie w formie depozytów bankowych. Niska stopa procentowa przekłada się na niewielką rentowność tych depozytów, a jednocześnie sprawia, że koszt kredytu, którego głównym odbiorcą jest przerośnięty sektor eksportowy, jest niższy (Goldstein, Lardy, 2009, s. 27–30).

Spowodowany interwencjami na rynku walutowym wzrost ilości pieniądza w gospodarce przekłada się na wzrost płynności banków, a co za tym idzie – wzrost ich akcji kredytowej. Kredyty służą w większości przypadków finansowaniu inwestycji w i tak już przerośniętym sektorze eksportowym, prowadząc do nadmiernych mocy produkcyjnych. Stwarza to ryzyko recesji w długim okresie, gdyż uzależniony od popytu zewnętrznego i przerośnięty sektor eksportowy jest coraz bardziej podatny na negatywne zewnętrzne szoki popytowe. W przypadku ich wystąpienia recesji towarzyszyć będzie wzrost liczby złych długów, a więc zakłócenie stabilności finansowej Chin.

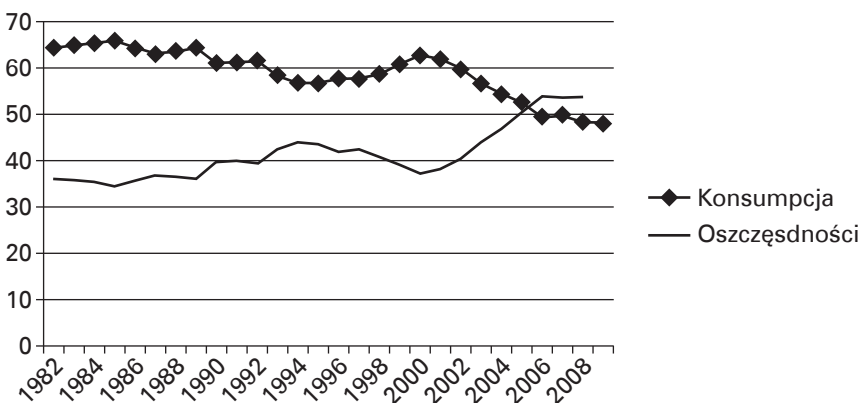
Ponieważ Ludowy Bank Chin nie jest w stanie prowadzić skutecznej polityki stopy procentowej, stosuje on głównie instrumenty o charakterze administracyj-

nym. Instrumenty takie charakteryzują się jednak mniejszą efektywnością niż instrumenty rynkowe, co z kolei przekłada się na mniejszą efektywność całego sektora finansowego. Instrumentami o charakterze administracyjnym są przede wszystkim stopa rezerwy obowiązkowej oraz limity, do wysokości których banki mogą udzielać kredytów (McKinnon, Schnabl, 2009, s. 9–10).

Prowadzone w związku z interwencjami na rynku walutowym operacje otwartego rynku są także źródłem znacznych kosztów dla Ludowego Banku Chin. Są to przede wszystkim koszty odsetek, płaconych posiadaczom emitowanych krótkookresowych papierów dłużnych, które rosną wraz ze wzrostem nasycenia rynku tymi papierami. Jednocześnie są to koszty dla banków, gdyż papiery te cechują się relatywnie niską rentownością, a inwestowanie w nie stanowi koszt alternatywny w stosunku do bardziej opłacalnych inwestycji, które jednak są hamowane restrykcyjną w tym zakresie polityką monetarną. Niewielkie możliwości inwestowania dodatkowych zasobów pieniężnych banków sprawiają, iż dwa główne sposoby lokowania nadwyżek sektora bankowego to depozyty w Ludowym Banku Chin (obowiązkowe i nieobowiązkowe) oraz zakupy bonów emitowanych przez bank centralny. Taka polityka inwestycyjna powoduje zmniejszenie efektywności sektora bankowego, czego bezpośrednią konsekwencją są niskie stopy zwrotu dla ludności lokującej swe oszczędności w postaci depozytów bankowych (stopy procentowe od depozytów są znacznie niższe niż stopa inflacji, co w rezultacie daje negatywną realną stopę procentową) (Capiello, Ferucci, 2008, s. 22–23).

Szczególnym aspektem nierównowagi wewnętrznej Chin jest więc relacja oszczędności i konsumpcji krajowej do PKB. Z jednej strony oszczędności rosły wraz ze wzrostem gospodarczym, w szczególności ze względu na motyw ostrożnościowy, podyktowany brakiem infrastruktury społecznej, systemu ubezpieczeń i systemu emerytalnego, a z drugiej konsumpcja krajowa systematycznie spadała wraz ze wzrostem PKB. Jednym ze źródeł jej niewielkiego poziomu jest wspomniana już negatywna realna stopa procentowa od depozytów.

**Rysunek 12. Konsumpcja i oszczędności jako % PKB**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: The World Bank (2011).

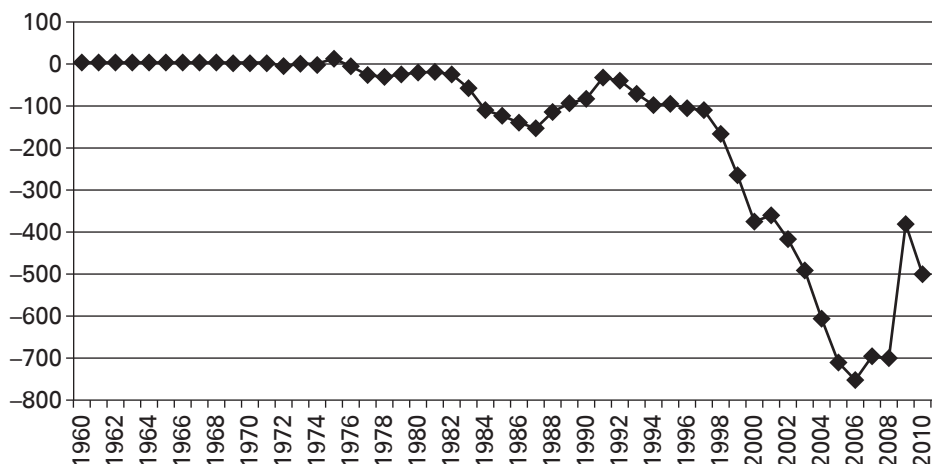


## KONSEKWENCJE POLITYKI KURSOWEJ CHIN DLA GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Prowadzona w ramach strategii proeksportowej polityka kursowa Chin ma wpływ nie tylko na gospodarkę chińską, lecz także na gospodarkę światową. Jako instrument promocji eksportu przyczyniła się do wzrostu deficytu na rachunkach obrotów bieżących państw importujących z Chin, w szczególności Stanów Zjednoczonych i państw Unii Europejskiej. Rozwojowi sektora eksportowego w Chinach i relokalizacji produkcji do tego kraju towarzyszyła deindustrializacja w państwach Zachodu, spadek ich eksportu oraz wzrost stopy bezrobocia.

Efektom tego jest narastająca globalna nierównowaga płatnicza (Gagnon, 2011, s. 4–7). W strukturze podmiotowej gospodarki światowej, analizowanej na podstawie kryterium salda bilansu obrotów bieżących, wyraźny stał się podział państw na posiadające nadwyżki i deficyty tych bilansów. Wśród państw o nadwyżkach bilansu wiodącą rolę odgrywają oczywiście Chiny, natomiast wśród państw posiadających deficyt – Stany Zjednoczone.

**Rysunek 13. Saldo bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych (w mld USD)**

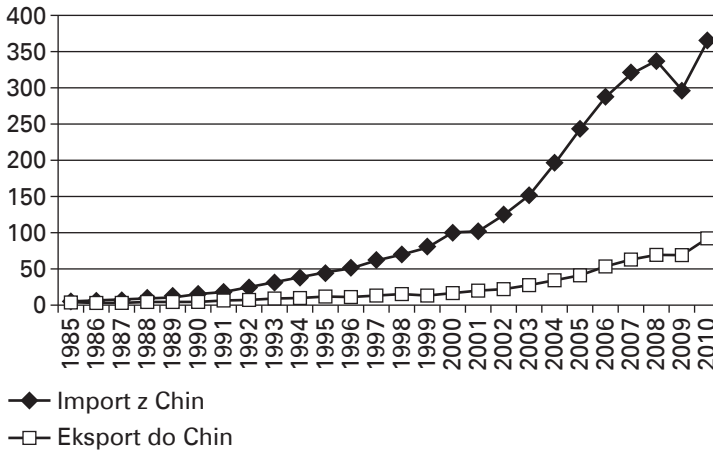


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych US Census Bureau.

Deficyt bilansu obrotów bieżących Stany Zjednoczone notują nieprzerwanie od końca lat 70. ub. wieku, przy czym szczególny wzrost tego deficytu nastąpił po 2000 r., co wiązało się z akcesją Chin do Światowej Organizacji Handlu i wzrostem importu z tego kraju. Skala deficytu bilansu obrotów bieżących uległa znacznej redukcji w wyniku globalnego kryzysu lat 2007–2009 i załamania się handlu międzynarodowego. Jednakże wraz ze stopniowym ożywieniem gospodarczym import z Chin zaczął ponownie rosnąć, czego odzwierciedleniem jest pogarszanie się salda bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych. Według stanu w sierpniu 2011 r., Chiny są drugim po Kanadzie partnerem handlowym Stanów

Zjednoczonych z udziałem 14,1% obrotów handlu zagranicznego tego kraju. Jednakże w przeciwieństwie do Kanady wymiana z Chinami ma charakter nie-zrównoważony. Chiny są bowiem głównym źródłem importu Stanów Zjednoczonych, z udziałem 19% całego importu, podczas gdy eksport do Chin stanowi jedynie 6,6% całego eksportu Stanów Zjednoczonych. W 2010 r. deficyt handlu zagranicznego z Chinami wyniósł 273 mld USD.

**Rysunek 14. Handel zagraniczny Stanów Zjednoczonych z Chinami (w mld USD)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych US Census Bureau.

Warto jednak zaznaczyć, iż chroniczny deficyt bilansu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych jest pochodną wielu zjawisk. Jest on związany przede wszystkim z procesem globalizacji gospodarki światowej, w rezultacie którego nastąpiła realokacja działalności produkcyjnej ze Stanów Zjednoczonych do krajów oferujących tanią siłę roboczą, w tym w szczególności do Chin. Ponadto ze względu na rozwinięty i płynny rynek finansowy oraz rolę dolara jako waluty międzynarodowej Stany Zjednoczone nie mają problemu z finansowaniem rosnącego deficytu, ponieważ emitowane przez ich rząd papiery dłużne kupowane są na masową skalę przez rządy państw nadwyżkowych. Znaczne oszczędności opartych na strategii eksportowej krajów nadwyżkowych prowadzą też do nadobfitości oszczędności w gospodarce światowej (*global savings glut*), co czyni finansowanie amerykańskiego deficytu jeszcze łatwiejszym. Nie należy zapominać, iż deficyt bilansu płatniczego jest także po części rezultatem deficytu budżetowego (tzw. deficyty bliźniacze), który wynika między innymi z ekspansji militarnej Stanów Zjednoczonych w świecie oraz wprowadzonych przez administrację G. Busha obniżek podatków. Wszystkie wspomniane wyżej czynniki są także źródłem rosnącej globalnej nierównowagi płatniczej.

Globalną nierównowagę płatniczą zdefiniować można jako sytuację w gospodarce światowej, w której permanentnym nadwyżkom bilansów obrotów bieżą-

cych jednej grupy krajów towarzyszą równie chroniczne deficyty bilansów obrotów bieżących innej grupy krajów (Lutkowski, 2011, s. 7). Jako szczególną cechę definiującą globalną nierównowagę podkreśla się także to, że owe chroniczne nadwyżki i deficyty bilansów obrotów bieżących są rezultatem niewłaściwie prowadzonej polityki makroekonomicznej poszczególnych państw czy wręcz zaburzeń w ich gospodarkach (Bracke, Bussiere, Fidora, Straub, 2008, s. 12).

Głównym miernikiem globalnej nierównowagi jest współczynnik będący stosunkiem sumy bezwzględnych wartości sald rachunków obrotów bieżących poszczególnych państw do światowego PKB (Claessens, 2010, s. 39). Ponieważ globalny PKB w 2009 r. wyniósł 57 843 mld USD, a suma bezwzględnych wartości sald rachunków obrotów bieżących 2245 mld USD, to wielkość globalnej nierównowagi płatniczej możemy oszacować na 3,88% globalnego PKB na koniec 2009 roku. Udział Chin w kształtowaniu tej nierównowagi ukształtował się na poziomie 13,23%, natomiast Stanów Zjednoczonych – 16,85%.

Wśród czynników kształtujących globalną nierównowagę płatniczą polityka kursowa Chin odgrywa rolę nie tylko jako bezpośredni stymulator eksportu. Polityka kursowa stała się, jak wspomniałem, także źródłem zaburzeń w gospodarce chińskiej, których efektem jest brak równowagi wewnętrznej. Przejawem tego są nadmierne oszczędności i niedostateczna konsumpcja w Państwie Środka. Nadmiar oszczędności w Chinach i niemożność ich inwestowania w kraju na skutek niedorozwoju lokalnego rynku finansowego spowodowały odpływ oszczędności z Chin. Inwestowanie głównie w aktywa dolarowe stało się źródłem finansowania deficytu rachunku obrotów bieżących oraz deficytu budżetowego Stanów Zjednoczonych, a także niektórych państw europejskich (Eichengreen, 2008, s. 190).

Wywołało to w latach poprzedzających globalny kryzys finansowy 2007–2009 spadek stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych wskutek napływu taniego kapitału z Chin, co w rezultacie przełożyło się na spadek globalnej stopy procentowej. Niska stopa procentowa przy jednoczesnym nadmiarze płynności w gospodarce światowej doprowadziła do nadmiernego kredytowania rynku nieruchomości przez banki amerykańskie przy jednoczesnym złagodzeniu restrykcyjności przy analizowaniu zdolności kredytowej kredytobiorców. Efektem tego stał się najcięższy od czasów Wielkiej Depresji kryzys globalny (Claessens, 2010, s. 40).

Efekty globalnego kryzysu dotknęły także gospodarkę chińską. Transmisja negatywnych impulsów do tej gospodarki nastąpiła głównie przez kanał handlu zagranicznego. Spadł popyt na eksport z Chin, a w konsekwencji wzrosło bezrobocie. Negatywne oddziaływanie dotychczas prowadzonej polityki kursowej dla samych Chin stało się więc odczuwalne nie tylko w postaci zaburzeń wewnątrz gospodarki chińskiej, lecz także poprzez wpływ na gospodarkę światową i skutki tego oddziaływania dla Chin.

Nadmierne oszczędności Chin oraz ich odpływ do państw deficytowych, gdzie służą finansowaniu nadmiernej konsumpcji, jest przykładem nieefektywnej alokacji zasobów, która staje się źródłem utraty dobrobytu. Korzystniejszym rozwiązaniem dla Chin byłoby inwestowanie oszczędności w kraju oraz większy udział

konsumpcji w tworzeniu dochodu narodowego. Tymczasem kapitał płynie z relatywnie biednego kraju, którym nadal są Chiny, do krajów bogatych (Brender, Pisani, 2010).

## ZMIANA STRATEGII WZROSTU GOSPODARCZEGO JAKO WARUNEK REFORMY POLITYKI KURSOWEJ CHIN

W związku z występowaniem przedstawionych kosztów oraz ryzyka dla gospodarki chińskiej i gospodarki światowej z tytułu realizowanej przez Państwo Środka polityki stałego kursu walutowego, coraz bardziej widoczna staje się potrzeba jej zmiany. Państwa zachodnie w swoich naciskach wywieranych na Chiny od kilku lat wskazują jednoznacznie, iż powinna ona polegać na uelastycznieniu reżimu kursowego, co pozwoliłoby na większy stopień determinacji kursu przez siły rynku. Takiemu postulatowi *de facto* upłynnienia renminbi towarzyszy jednak założenie, iż wywołałoby to jego aprecjację, poprawiłoby konkurencyjność cenową eksportu z krajów deficytowych, ale też pogorszyło konkurencyjność cenową chińskiego importu do tych krajów.

Upłynnienie renminbi niewątpliwie wyeliminowałoby pewne zaburzenia w gospodarce chińskiej wywołane obecnym systemem stałego kursu. Wprowadzenie płynnego kursu walutowego bez wcześniejszych reform o charakterze strukturalnym stałoby się jednak źródłem znacznych kosztów dla gospodarki chińskiej, przede wszystkim w postaci spadku eksportu, spowolnienia wzrostu gospodarczego, wzrostu bezrobocia i związanych z tym napięć społecznych (znaczna część siły roboczej zatrudniona w sektorze eksportowym to ludność migrująca do miast z obszarów wiejskich). Ponadto aprecjacja renminbi i związana z tym deprecjacja dolara doprowadziłyby do spadku wartości olbrzymich rezerw walutowych Chin utrzymywanych w znacznej części w papierach dłużnych denominowanych w dolarach.

Można więc przyjąć, iż zmiana polityki kursowej Chin w kierunku upłynnienia renminbi przyniosłaby pożądane efekty zarówno dla gospodarki chińskiej, jak i gospodarki światowej, ale tylko w sytuacji poprzedzenia tej zmiany reformami strukturalnymi w gospodarce chińskiej.

Korzyści z upłynnienia renminbi to przede wszystkim zwiększenie niezależności polityki monetarnej. Pozwoli to na efektywniejsze kontrolowanie poziomu inflacji oraz eliminację zaburzeń w gospodarce, których źródłem jest system kursu stałego. Jednocześnie wraz z postępującą integracją gospodarki chińskiej z gospodarką światową niezależna polityka pieniężna pozwoli na skuteczną reakcję w sytuacji wystąpienia negatywnych szoków zewnętrznych, co do tej pory uniemożliwia konieczność utrzymywania pożądanego kursu chińskiej waluty.

Płynny kurs walutowy zmniejszy także groźbę napływu destabilizującego kapitału krótkookresowego, gdyż w porównaniu do kursu stałego stwarza dla inwestorów ryzyko zmiany kursu walutowego. W takiej sytuacji podwyższenie stopy procentowej nie będzie już groziło napływem gorącego kapitału, czego obawiają

się chińskie władze. Wyższa stopa procentowa pozwoli natomiast nie tylko na uniknięcie przegrzania gospodarki, ale także zwiększy dochody ludności z lokat, co jest jednym z elementów stymulowania wewnętrznego popytu.

Reformy, które powinny poprzedzić upłynnienie renminbi, to przede wszystkim modyfikacja strategii wzrostu gospodarczego, polegająca na odejściu od eksportu jako siły napędowej gospodarki w kierunku zwiększenia roli popytu krajowego i konsumpcji oraz sektora usług. Pozwoli to przede wszystkim na uniknięcie kosztów dotychczasowej strategii<sup>1</sup>, a zmniejszenie udziału eksportu w tworzeniu PKB zmniejszy koszty aprecjacji renminbi. Warto zaznaczyć, iż poparcie dla takiego kierunku zmian wyraża już od pewnego czasu chiński rząd. „Budowa harmonijnego społeczeństwa”, jak określił kierunek zmian prezydent Hu Jintao, ma znaleźć odzwierciedlenie w strukturze tworzenia dochodu narodowego i polegając na zmniejszeniu roli eksportu i inwestycji na rzecz konsumpcji i usług w jego tworzeniu. Dywersyfikacji źródeł wzrostu gospodarczego służyć mają przede wszystkim instrumenty polityki fiskalnej w postaci obniżki podatku dochodowego oraz zwiększenia wydatków rządowych na edukację, służbę zdrowia, opiekę społeczną i system emerytalny. Istotne znaczenie ma tutaj zmiana polityki cenowej, która dotychczas polegała na utrzymywaniu zaniżonych cen surowców i energii, których odbiorcą jest głównie sektor eksportowy. Regulacja cen stanowi więc swego rodzaju subsydiowanie tego sektora.

Ponadto konieczne jest też rozwijanie chińskiego rynku finansowego, w którym dominuje do tej pory sektor bankowy. Niedorozwój sektora bankowego, któremu towarzyszy praktycznie szczątkowa obecność pozostałych segmentów rynku finansowego, naraża go na destabilizację w przypadku upłynnienia waluty chińskiej bez wcześniejszych zmian. Ponadto renminbi pozostaje nadal walutą wymiennalną tylko w zakresie transakcji na rachunku obrotów bieżących (od 1998 r. tzw. wymiennalność w zakresie standardu art. VIII Statutu MFW). Warto też zwrócić uwagę na to, iż po wprowadzeniu pełnej wymiennalności i upłynnieniu renminbi ma szansę – ze względu na pozycję gospodarki chińskiej w gospodarce światowej – na uzyskanie pozycji waluty międzynarodowej, a w związku z tym, jak uważają niektórzy, może stać się obok euro jeszcze jedną alternatywą dla dolara.

Należy wspomnieć, iż część ze wspomnianych postulatów została przyjęta przez władze Chin. Widoczne jest to nie tylko w wypowiedziach i deklaracjach chińskich przywódców. W przyjętym w marcu 2011 r. przez Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych dwunastym planie rozwoju społeczno-gospodarczego na lata 2011–2015 wskazano jednoznacznie, iż celami do osiągnięcia w tym okresie są spadek tempa wzrostu gospodarczego do 7% z obecnego poziomu ponad 10%, zwiększenie udziału krajowej konsumpcji oraz sektora

---

<sup>1</sup> Oprócz wspomnianych w niniejszym artykule kosztów związanych z interwencjami na rynku walutowym i sterylizacją oraz kosztami dla sektora bankowego należy wspomnieć jeszcze o rosnących kosztach związanych z zanieczyszczeniem środowiska, obciążeniem sektora energetycznego, wzroście liczby zachorowań pracujących w fabrykach robotników oraz o nadmiernych zdolnościach produkcyjnych sektora eksportowego.

usług w tworzeniu PKB, zwiększenie elastyczności systemu kursu walutowego, reforma systemu zarządzania rezerwami walutowymi oraz zwiększenie zakresu wymiennalności renminbi w transakcjach na rachunku kapitałowym. Sugeruje to, iż Chiny będą podążać właśnie w kierunku wskazanym w tej części artykułu.

## KONKLUZJE

Realizowana przez Chiny polityka kursu walutowego stała się jednym z głównych czynników sukcesu strategii wzrostu gospodarczego opartej na eksporcie. Szczególnym tego wyrazem było zajęcie przez Chiny pozycji największego światowego eksportera oraz drugiej gospodarki świata. Z drugiej jednak strony polityka kursu walutowego renminbi jest źródłem znacznych kosztów i ryzyk zarówno dla gospodarki chińskiej, jak i gospodarki światowej.

Koszty dla gospodarki Chin to przede wszystkim operacje sterylizujące intensywne interwencje na rynku walutowym. Ponieważ sterylizacja jedynie częściowo eliminuje efekty tych interwencji, problemem staje się także rosnąca podaż pieniądza oraz wzrastający poziom inflacji. Podporządkowanie polityki monetarnej celowi zewnętrznemu, jakim jest poziom kursu walutowego, ogranicza także jej możliwości jako instrumentu osiągnięcia celów wewnętrznych, takich jak stabilny poziom cen oraz zrównoważony rozwój. Negatywne efekty polityki kursu walutowego Chin dla gospodarki światowej to przede wszystkim narastająca globalna nierównowaga płatnicza, z którą wiąże się niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysu finansowego podobnego do kryzysu z lat 2007–2009.

W związku z występowaniem wielu negatywnych zjawisk związanych z obecnym kształtem polityki kursu walutowego renminbi wskazana jest zmiana tej polityki. Jest to w interesie samych Chin, gdyż zmiana reżimu kursowego polegająca na jego uelastycznieniu zredukowałaby koszty utrzymywania wartości renminbi na niedowartościowanym poziomie. Zmiana w tym kierunku będzie jednak korzystna dla Chin tylko wówczas, gdy modyfikacji ulegnie strategia wzrostu gospodarczego w kierunku ograniczenia roli eksportu oraz wzroście udziału konsumpcji i usług w tworzeniu PKB.

## BIBLIOGRAFIA

- Bergsten C.F., Freeman C., Lardy N., Mitchell D. (2008), *China's Rise. Challenges and Opportunities*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Bhaumik T.K. (2009), *Old China's New Economy. The Conquest by a Billion Paupers*, SAGE Publications, New Delhi.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bożyk P., Misala J., Puławski M. (2002), *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

- Bracke T., Bussiere M., Fidora M., Straub R. (2008), *A Framework for Assessing Global Imbalances*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Brender A., Pisani F. (2010), *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance*, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Capiello L., Ferrucci G. (2008), *The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalisation*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K. (1996), *Teoria i polityka kursu walutowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Claessens S., Evenett S., Hoekman B. (red.) (2010), *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Cline W. (2010), *Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Copeland L. (2005), *Exchange Rates and International Finance*, Pearson Education, London.
- Eichengreen B. (2008), *Globalizing Capital. The History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.
- Gagnon J. (2011), *Current Account Imbalances Coming Back*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Goldstein M., Lardy R. (2008), *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Goldstein M., Lardy R. (2009), *The Future of China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Haggard S. (2000), *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*, Peterson Institute of International Economics, Washington.
- IMF (2011a), *World Economic Outlook Database*.
- IMF (2011b), *COFER Database*.
- Jeanne O., Ranciere R. (2006), *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries*, International Monetary Fund, Washington.
- Kosztowniak A., Misztal P., Pszczołka I., Szelągowska A. (2009), *Finanse i rozliczenia międzynarodowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Krugman P., Obstfeld M. (2007), *Ekonomia międzynarodowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lutkowski K. (2011), *Globalna nierównowaga płatnicza i obecny kryzys finansowy*, „Zeszyty Naukowe” nr 29, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- McKinnon R., Schnabl G. (2009), *China's Financial Conundrum and Global Imbalances*, Bank for International Settlements, Basel.
- Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym (2010), Narodowy Bank Polski, Warszawa
- Roach S. (2011), *China's 12th Five-Year Plan: Strategy vs. Tactics*, Morgan Stanley, London.
- Starzyk K. (2009), *Zagraniczna polityka ekonomiczna w procesie rynkowej transformacji gospodarki. Przypadek Chin*, Wydawnictwo Placet, Warszawa.
- Winters L., Yusuf S. (2007), *Dancing with Giants. China, India and the Global Economy*, The World Bank, Washington.
- The World Bank (2011), *World Development Indicators*.

- Yu-Wei Hu (2010), *Management of China's foreign Exchange reserves: a case study on the state administration of foreign Exchange (SAFE)*, European Commission Economic Papers 421, Brussels.
- Zabielski K. (2002), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

## STRESZCZENIE

Polityka kursu walutowego Chin jest instrumentem realizacji proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego. Poprawia ona konkurencyjność cenową chińskiego eksportu, a w rezultacie prowadzi do wzrostu PKB oraz znaczącej nadwyżki rachunku obrotów bieżących. Polityka kursu walutowego Chin jest jednakże źródłem znacznego ryzyka i kosztów dla gospodarki chińskiej i gospodarki światowej, przyczyniła się do narastania zewnętrznej i wewnętrznej nierównowagi Chin. Jej efektem jest rosnąca inflacja jako rezultat częściowo tylko ograniczanego wzrostu podaży pieniądza w wyniku prowadzonych interwencji na rynku walutowym. Chiny stały się także źródłem nadpłynności w gospodarce światowej, czego rezultatem był spadek światowej stopy procentowej oraz globalny kryzys finansowy w latach 2007–2009.

**Słowa kluczowe:** kurs walutowy, niedowartościowanie, globalna nierównowaga, bilans płatniczy, polityka kursowa.

## CHINA'S EXCHANGE RATE POLICY AS AN INSTRUMENT OF THE EXPORT-LED GROWTH STRATEGY

### ABSTRACT

China's exchange rate policy is an instrument of the export-led growth strategy. It boosts price competitiveness of Chinese exports and, as a consequence, leads to GDP growth and substantial current account surplus. On the other hand, China's exchange rate policy constitutes a source of substantial costs and risks for Chinese as well as global economy. It leads to rising inflation rate due to the fact that only a fraction of money supply increase resulting from foreign exchange market interventions is curtailed. China has also become an important source of excessive liquidity in the global economy that resulted in lower interest rate and global financial crisis 2007–2009.

**Key words:** exchange rate, undervaluation, global imbalance, balance of payments, exchange rate policy.

**JEL Classification:** E52, F31, G01.