

Glinka, Katarzyna

**Working Paper**

## Dostosowania na rynku finansowym w Chinach po globalnym kryzysie finansowym

Institute of Economic Research Working Papers, No. 130/2015

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Economic Research (IER), Toruń (Poland)

*Suggested Citation:* Glinka, Katarzyna (2015) : Dostosowania na rynku finansowym w Chinach po globalnym kryzysie finansowym, Institute of Economic Research Working Papers, No. 130/2015, Institute of Economic Research (IER), Toruń

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/219746>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>



**Institute of Economic Research Working Papers**

**No. 130/2015**

**Dostosowania na rynku finansowym w Chinach po globalnym kryzysie finansowym**

**Katarzyna Glinka**

The paper submitted to

**8<sup>th</sup> INTERNATIONAL CONFERENCE ON APPLIED ECONOMICS  
CONTEMPORARY ISSUES IN ECONOMY**

*under the title*

**MARKET OR GOVERNMENT?**

Institute of Economic Research and Polish Economic Society Branch in Toruń

**18-19 June 18-19, 2015, Toruń, Poland**

**Toruń, Poland 2015**

© Copyright: Creative Commons Attribution 3.0 License

## Dostosowania na rynku finansowym w Chinach po globalnym kryzysie finansowym

**JEL Classification:** E58, F33, G01

**Keywords:** *kryzys finansowy; rynki finansowe; internacjonalizacja waluty*

**Abstract:** Celem artykułu jest przedstawienie ewolucyjnych zmian, jakie zaszły na rynku finansowym w Chinach, a których katalizatorem były zaburzenia na globalnym rynku finansowym. Zmiany te były wynikiem zarówno działań antykryzysowych ze strony polityki makroekonomicznej podjętych na początku kryzysu, jak i odpowiedzią na politykę luzowania ilościowego w USA i strefie euro (czyli rosnącą podaż pieniądza trafiającą również na rynek finansowy w Chinach). Przy obecnie funkcjonującym systemie kursu walutowego (kierowany kurs płynny), polityka Chin wobec przepływów kapitałowych stara się z jednej strony maksymalizować korzyści wynikające z napływu kapitału zagranicznego, z drugiej natomiast minimalizować ryzyko związane z gwałtownymi zmianami w kierunkach przepływu kapitału. Konsekwencją takiego podejścia jest strategia bardzo stopniowej liberalizacji obrotów kapitałowych, której towarzyszy bardzo duże zaangażowanie państwa na rynku finansowym. Przedstawione w opracowaniu konkretne rozwiązania w tym zakresie wskazują na specyfikę tej strategii. Liberalizację krajowego rynku finansowego poprzedza bowiem liberalizacja rynku offshore (w Hongkongu). Taka strategia pozwala Chinom na podejmowanie przedsięwzięć ukierunkowanych na internacjonalizację własnej waluty, bez znaczącego otwarcia się na przepływy kapitałowe. W opracowaniu dominuje analiza opisowa.

### Wprowadzenie

Globalny kryzys finansowy w przypadku Chin pokazał, jak ryzykowne dla gospodarki może okazać się uzależnienie wzrostu od zagranicznej części zagregowanego popytu. Niewątpliwie zdecydowana reakcja ze strony polityki pomogła uzupełnić lukę w popycie jaką spowodował szok zewnętrzny i w ten sposób podtrzymać wzrost gospodarczy (niższy niż przed kryzysem, ale i tak imponujący). Zastosowana polityka pobudzania popytu skupiła się przede wszystkim na wzroście inwestycji. Tempo ich wzrostu uległo przyspieszeniu głównie dzięki systemowi finansowania, tradycyjnie opartego na sterowaniu przez państwo przepływami kredytu, najczęściej kierowanego do przedsiębiorstw państwowych. Pośrednictwo finansowe, w które tak bardzo zaangażowało się państwo, w efekcie doprowadziło do zwiększenia tempa przyrostu kredytu, który coraz częściej trafiał do nieregulowanego sektora bankowego. Jak powszechnie wiadomo sektor ten dysponuje prawie nieograniczonymi sposobami finansowania inwestycji, w tym również tych o charakterze spekulacyjnym. Na rynku finansowym w Chinach działalność w ramach nieregulowanego sektora bankowego znalazła bardzo sprzyjające warunki do rozwoju. Istniejące rozwiązania instytucjonalne w otoczeniu rynku finansowego mają bowiem głęboko zakorzoną tradycję związaną z obecnością państwa w gospodarce. Dotyczy to zarówno polityki w zakresie kursu walutowego jak i wobec otwarcia gospodarki na przepływy kapitałowe, których wspólny efekt kumuluje się na rynku finansowym. Skoro otoczenie zewnętrzne wciąż jeszcze nie wysyła dostatecznie silnych bodźców popytowych, Chiny muszą zadbać o popyt wewnętrzny. Przemiany strukturalne jakie już zachodzą w poszczególnych sektorach rynku finansowego powinny temu nie tylko sprzyjać ale równocześnie przygotować go na absorpcję potencjalnego szoku zewnętrznego.

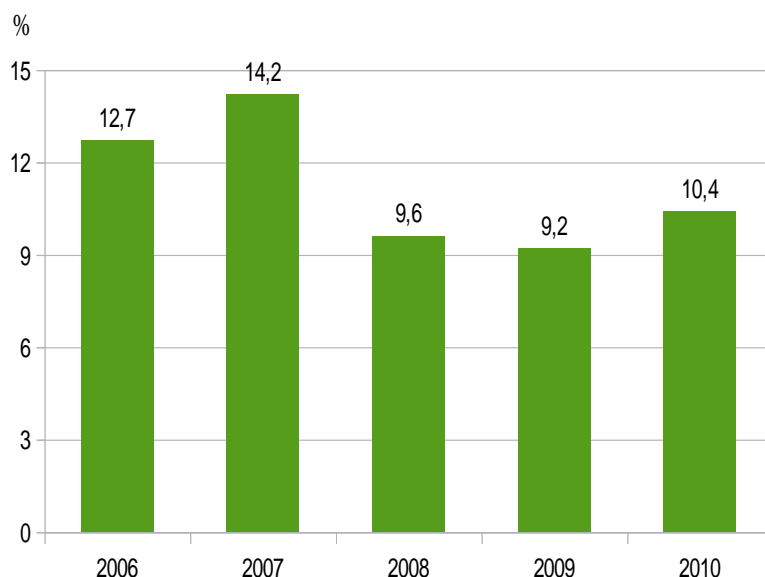
Celem opracowania jest przedstawienie ewolucyjnych zmian jakie zaszły na rynku finansowym w Chinach, a których katalizatorem były zaburzenia na globalnym rynku finansowym. W części pierwszej przedstawiono skutki, jakie w chińskiej gospodarce wywołał globalny kryzys finansowy a także działania antykryzysowe ze strony polityki. Część druga koncentruje się na wzajemnych

powiązaniach między polityką kursową a rosnącą podażą pieniądza, która trafia na rynek finansowy również w wyniku polityki luzowania ilościowego w USA i w strefie euro. Część trzecia natomiast przybliża konkretne rozwiązania w zakresie liberalizacji przepływów kapitałowych, ze szczególnym uwzględnieniem roli państwa w tym zakresie. Kolejna, czwarta część przedstawia charakterystykę nieregulowanego sektora bankowego, skupiając się na tych rodzajach jego działalności, które stwarzają największe zagrożenia dla stabilności całej gospodarki. Część piąta stanowi próbę oceny, w jakim stopniu chińska waluta może pełnić rolę waluty międzynarodowej a także zawiera przegląd najważniejszych przedsięwzięć na rzecz internacjonalizacji juana. W opracowaniu dominuje analiza opisowa.

### Gospodarka Chin po zaburzeniach na globalnym rynku finansowym

Kryzys finansowy (zapoczątkowany w II połowie 2007 r. na rynku kredytów hipotecznych w USA), Chiny odczuły relatywnie późno<sup>1</sup>. Przełomem, tak jak dla większości krajów Azji Płd-Wsch. był 15 IX 2008 r. czyli upadek Lehman Brothers. Wydarzenia te przyczyniły się do wyraźnego spadku tempa wzrostu PKB w całym 2008 i 2009 r (Rys.1).

**Rysunek.1** Stopa wzrostu PKB w Chinach w latach 2006-2010 (w%)



Źródło: ADB (2013a, s.9).

Był to skumulowany efekt zarówno zmian w sferze finansowej jak i sferze realnej gospodarki. Relatywnie słabo rozwinięty krajowy rynek finansowy a przede wszystkim niewielkie zaangażowanie sektora bankowego w transakcje papierami wartościowymi strukturyzowanymi (*originate do distribute model*), skutecznie ograniczyło oddziaływanie kanału finansowego. Nie oznacza to, że kanałem tym kryzys do Chin nie dotarł w ogóle. Spośród dużych państwowych banków chińskich, kilka było wierzycielami amerykańskich instytucji finansowych powiązanych z Lehman Brothers. Po jego bankructwie i panice finansowej, banki te odnotowały duże straty, ale ich bilanse uniknęły trwałych niekorzystnych zmian (Yueh, 2010, s.8). Podobnie jak w innych krajach regionu, rynek finansowy w Chinach (choć w zdecydowanie mniejszym stopniu) doświadczył wstrzymania dopływu kapitału (*sudden stop*), wycofania się inwestorów z rynku (*flight to quality*) i spadku indeksów giełdowych (Tablica 1).

<sup>1</sup> W trzeciej fazie kryzysu przypadającej na koniec 2008 r. i II połowę 2009 r. Szerzej o przebiegu poszczególnych faz kryzysu finansowego w krajach Azji Płd-Wsch. zob. BIS (2009).

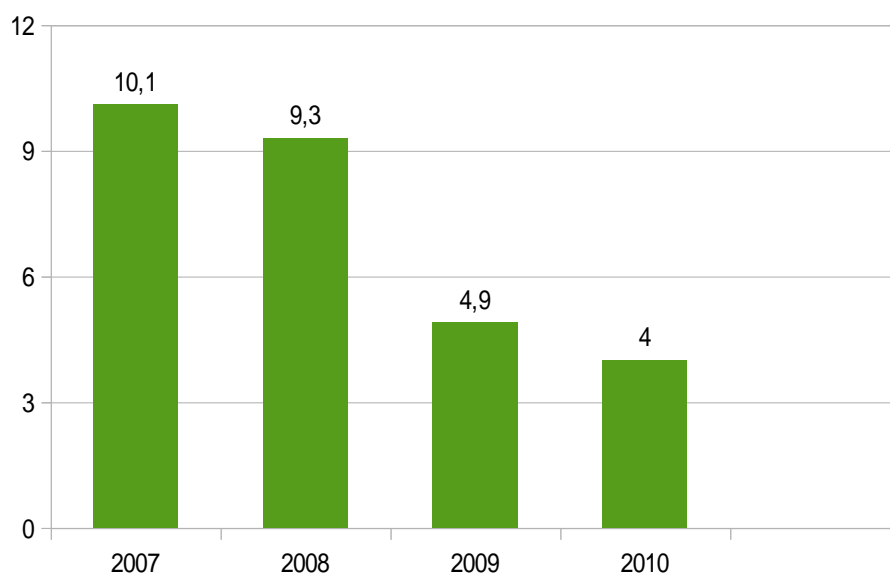
**Tablica 1.** Rynek kapitałowy w Chinach w reakcji na kryzys

	2006	2007	2008	2009	2010
Kapitalizacja rynku papierów wartościowych (%PKB)	89,4	178,2	61,8	100,3	80,3
Stopa średniego wzrostu głównego indeksu giełdowego (%)	41,4	161,1	-27,7	-10,2	3,4

Źródło: ADB (2013c,s.9)

Najbardziej drożnym kanałem za pośrednictwem którego kryzys finansowy trafił do Chin był kanał handlowy. Będąc gospodarką bardzo uzależnioną od rynków zagranicznych (jako skutek *export-led strategy*), spadek aktywności gospodarczej w krajach dotkniętych kryzysem, dla Chin był równoznaczny ze spadkiem ich popytu na import. Dla gospodarki chińskiej oznaczało to gwałtowny spadek eksportu i zmniejszenie nadwyżki w bilansie obrotów bieżących (Rys.2).

**Rysunek. 2** Bilans obrotów bieżących w Chinach w latach 2007-2010 (% PKB)



Źródło: ADB (2013a, s.8)

Warto zauważyć, że gospodarka Chin nigdy wcześniej nie doświadczyła tak dotkliwie skutków gwałtownego spadku jednego ze składników zagregowanego popytu, w oparciu o który forsowana była strategia rozwoju gospodarki. Nigdy wcześniej również, Chiny nie były tak ważną częścią globalnej gospodarki, w której sprzężenia zwrotne zwiększają możliwość transmisji zaburzeń pomiędzy jej uczestnikami. Nawet w poprzedniej dekadzie, kiedy inne kraje Azji Płd.-Wsch. przechodziły przez jeden z największych kryzysów w swojej historii (a przecież kryzys azjatycki w latach 1997-1998 miał swoje epicentrum w regionie), gospodarka Chin odczuła go w znacznie mniejszym stopniu (Tablica 2).

**Tablica 2.** Wpływ kryzysu azjatyckiego (1997-2000) i globalnego kryzysu finansowego (2007-2009) na gospodarkę Chin

Zmiana kursu walutowego (w %)*		Zmiana głównego indeksu giełdowego (w %)		Zmiana stopy wzrostu PKB (w pkt.%)	
Kryzys azjatycki	Globalny kryzys finansowy	Kryzys azjatycki	Globalny kryzys finansowy	Kryzys azjatycki	Globalny kryzys finansowy
0	12	-12	-71	-3,5	-6,5

\* (+) maksymalna aprecjacja wobec dolara

Źródło: BIS (2009, s.17)

Tak odmienne zachowanie się gospodarki chińskiej, w obliczu obu kryzysów, potwierdza jej postępującą integrację z gospodarką globalną.

Wszystkie wymienione oznaki pogorszenia koniunktury a także obawy przed skutkami paniki finansowej, uzasadniają reakcję ze strony polityki gospodarczej do której doszło już pod koniec września 2008 r. Działania, jakie w reakcji na kryzys podjęły Chiny wpisują się w ogólny schemat rozwiązań, jakie zastosowały w tym samym czasie inne kraje regionu<sup>2</sup> (Tablica 3).

**Tablica 3.** Narzędzia polityki gospodarczej Chin w reakcji na kryzys (IX 2008)

Narzędzia standardowe		Narzędzia niestandardowe
<p>Polityka monetarna</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● ↓ stopy procentowej</li> <li>● ↓ stopy rezerw obowiązkowych</li> </ul> <p>Polityka fiskalna</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● stymulacyjny pakiet fiskalny</li> </ul>	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>● wzrost płynności w walucie krajowej</li> <li>● wzrost płynności w walucie obcej</li> <li>● dokapitalizowanie banków</li> <li>● wsparcie dla cen aktywów finansowych</li> </ul>

Źródło : Opracowanie własne na podstawie BIS (2009, s.50-62)

To co wyróżnia Chiny na tle pozostałych krajów azjatyckich, to rozmiary wydatków budżetowych w ramach pakietu fiskalnego w wysokości 13% PKB (na okres 2 lat), podczas gdy średnia wysokość

<sup>2</sup> O kwestiach spornych, jakie rodzi podział działań antykryzysowych na działania standardowe i niestandardowe, szczególnie w odniesieniu do krajów wschodzących, zob. Wojtyna (2012, s.11-21).

pakietów stymulacyjnych w pozostałych krajach azjatyckich wyniosła około 5% PKB (Filardo, 2011, s.14). Były to przede wszystkim wydatki na infrastrukturę, pozwalające na zatrudnienie zwolnionych pracowników z sektora eksportowego<sup>3</sup>. Z drugiej strony, pakiet miał do zaabsorbowania wciąż rosnącą ( w wyniku migracji ludności z obszarów wiejskich do rozwijających się miast chińskich) podaż pracy. Część socjalna pakietu stanowiła niecałe 5% i z punktu widzenia wysokiego poziomu oszczędności gospodarstw domowych będących do zagospodarowania, okazała się niewystarczająca. Chcąc wykorzystać te oszczędności, w 2009 r. zwiększono wydatki na ochronę zdrowia, obejmując nimi 200 mln. nieubezpieczonych obywateli (Yueh, 2010, s.9). Tak ekspansywnym posunięciem ze strony polityki fiskalnej z pewnością sprzyjała nadwyżka budżetowa, dzięki której stan finansów publicznych nie pogorszył się<sup>4</sup>.

Posługując się natomiast standardowymi narzędziami polityki monetarnej, w przypadku stopy rezerw obowiązkowych, bank centralny Chin obniżając jej wysokość dokonał wyraźnego rozróżnienia między dużymi, państwowymi bankami a pozostałymi. Jest to konsekwencja dominacji państwa w sektorze bankowym, z tzw. Wielką Czwórką na czele, którą tworzą cztery duże banki państwowe<sup>5</sup>. Banki te były też beneficjentem pomocy ze strony banku centralnego w ramach narzędzi niestandardowych (jeden z nich został zasilony płynnością w wysokości 30mld. \$).<sup>6</sup>

Pakiet fiskalny, narzędzia standardowe i niestandardowe polityki monetarnej, razem przyniosły efekty już pod koniec 2009 r. Stopa wzrostu PKB w 2010 r. wzrosła do ponad 10% (Rys.1), a Chiny zyskały miano gospodarki podtrzymującej wzrost w całym regionie azjatyckim (Kose i Prasad, 2010, s.9).Ż

### **Rynek finansowy Chin w konfrontacji z nadmiarem płynności**

Strategia rozwoju oparta na eksporcie, wsparta działaniami antykryzysowymi podjętymi przez rząd i bank centralny, które sprzyjały wzrostowi inwestycji, już pod koniec 2009 r. zaowocowała ekspansją eksportu. Udział Chin w światowym eksporcie wzrósł z 3% w 1995 r. do ponad 12% w 2009 r. (IMF, 2011,s.4). Chiny stały się jednym z najważniejszych ogniw w łańcuchu dostaw pośrednich dóbr kapitałowych. Wspierany w okresie kryzysu popyt przyczynił się do wzrostu światowego importu dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Równocześnie, na rynek finansowy w Chinach trafiała coraz większa podaż pieniądza a Chiny stały się największym odbiorcą napływu kapitału wśród wszystkich gospodarek wschodzących (Europy, Azji i Ameryki Łacińskiej). W okresie od II połowy 2009 r. do połowy 2010 r. na Chiny przypadało 29% całkowitego

napływu kapitału, podczas gdy PKB Chin stanowił 31% PKB wszystkich gospodarek wschodzących. (IMF, 2011, s.42). Stało się tak nie tylko w wyniku ekspansywnej polityki monetarnej zastosowanej już na początku kryzysu w obawie przed ewentualnym ograniczeniem akcji kredytowej (Rys.3).

---

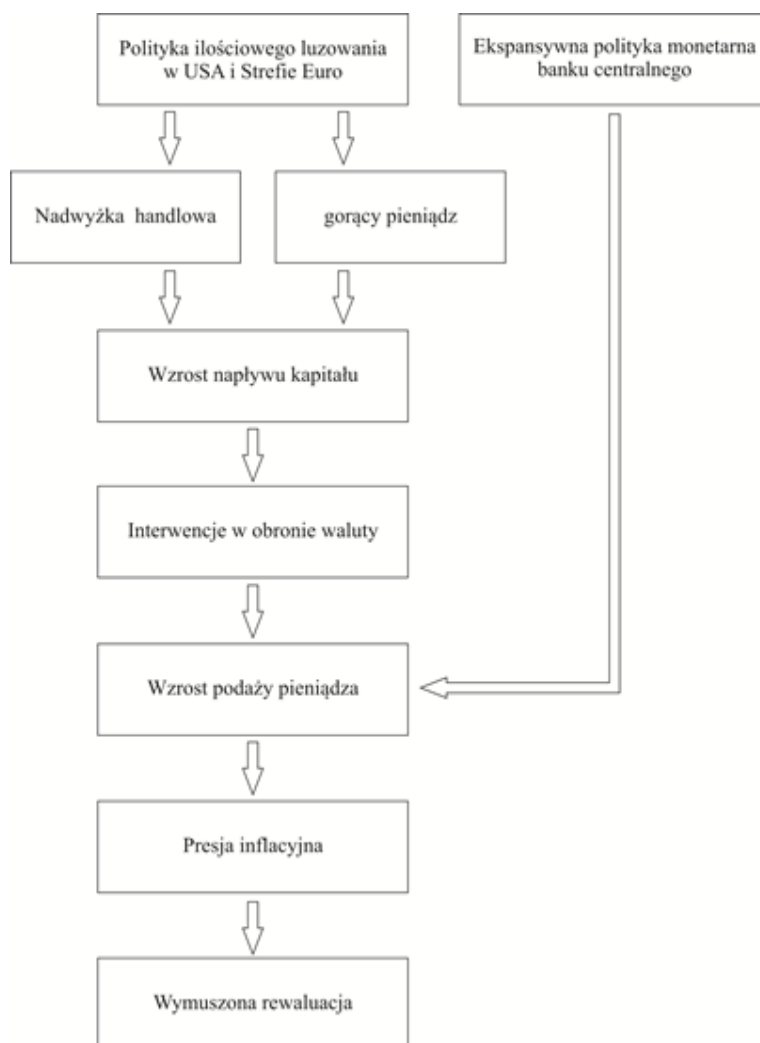
<sup>3</sup> Pakiet realizował część projektu związanego z rozwojem transportu w Chinach w ramach XI Planu Pięcioletniego, którego realizację rozpoczęto w 2006 r. (Yueh, 2010, s.9).

<sup>4</sup> O kosztach związanych z wprowadzaniem pakietów fiskalnych w krajach Azji Płd-Wsch., zob. Mucha (2012, s.176-178).

<sup>5</sup> Z aktywami w wysokości ponad 100% PKB w 2009 r. były najważniejszym podmiotem na chińskim rynku finansowym (Feyzioglu, 2009, s.20-23).

<sup>6</sup> Szczegółowy wykaz wszystkich narzędzi antykryzysowych zastosowanych w Chinach, zob. Glinka (2010, s.41-42).

**Rysunek 3.** Skutki wzrostu płynności w chińskim sektorze finansowym



Źródło: Opracowanie własne

Począwszy bowiem od 2009 r., bank centralny Stanów Zjednoczonych (Fed) rozpoczął politykę luzowania ilościowego (*quantitative easing*), której skutkiem był gwałtowny wzrost podaży pieniądza. Znaczna część nowo wyemitowanego pieniądza trafiła do Chin w postaci nadwyżki handlowej i gorącego pieniądza, który wyższą stopę zwrotu (przy bardzo niskich stopach procentowych w USA) mógł znaleźć na rynku finansowym Chin. Zgodnie z prawem popytu i podaży, które dla rynku walutowego oznacza, że wraz ze wzrostem popytu na walutę ulega ona aprecjacji, waluta chińska powinna się umacniać. Natomiast według klasyfikacji IMF (*de jure*) w Chinach obowiązuje kierowany kurs płynny (*managed floating*). Jeszcze przed kryzysem, w VI 2005 r., bank centralny zrewalutował juana o 2,1% wobec dolara, wprowadzając równocześnie koszyk walutowy<sup>7</sup>. Kurs waluty mógł odchyłać się w bardzo niewielkim paśmie +/- 0,3% wobec kursu paritetowego ogłaszanego przez bank centralny. W okresie największych zaburzeń na globalnym rynku finansowym (II połowa 2008 r. do I połowy 2010 r.) bank centralny praktycznie nie dopuszczał do odchyłeń, interweniując na rynku walutowym. W obliczu napływających do kraju dolarów, bank centralny skupował je emitując juana, zapobiegając w ten sposób jego umocnieniu. Jak słusznie zauważa Rickards (2012, s.125), „im więcej pieniędzy drukował Fed, tym więcej musiał ich drukować Ludowy Bank Chin, by utrzymać kurs swojej waluty w stosunku do dolara”. Do gospodarki trafiała coraz większa podaż pieniądza, już nie tylko w konsekwencji wzmoczonej akcji kredytowej sektora

<sup>7</sup> W koszyku, którego skład władze monetarne ujawniły dopiero po kilku miesiącach, znalazł się dolar, euro, jen i won koreański jako waluty główne, a wśród pozostałych był funt brytyjski, bath tajski, ringit malezyjski i rubel rosyjski (IMF, 2013a, s.3).



bankowego (zachęconego niższymi stopami rezerw obowiązkowych), ale jako skutek polityki kursowej. Bank centralny przeprowadzał oczywiście operacje sterylizacji własnych interwencji walutowych. Kiedy stopy procentowe w USA bardzo spadły (czyli oprocentowanie chińskich papierów wartościowych służących sterylizacji wzrosło), neutralizowanie skutków napływu kapitału stało się bardzo kosztowne<sup>8</sup>. Rosnąca podaż pieniądza musiała prowadzić do napięć inflacyjnych. Zarówno jednak inflacja jak i umocnienie juana powodowało, że chiński eksport tracił na konkurencyjności, co z punktu widzenia strategii rozwoju przyjętej przez Chiny miało kluczowe znaczenie. Bank centralny miał dużo większe możliwości kontrolowania ceny waluty niż rozprzestrzeniania się inflacji<sup>9</sup>. Niewiadomą były konsekwencje oczekiwań inflacyjnych i ich wpływ na faktyczny wzrost cen. Biorąc pod uwagę niekontrolowaną inflację o nieprzewidywanych skutkach z jednej strony oraz kontrolowaną rewaluację juana z drugiej, bank centralny w połowie 2010 r. zdecydował się na zwiększenie wartości własnej waluty (Rickards, 2012, s.126). Obecnie, reżim kursowy w Chinach praktycznie nie uległ zmianie, z wyjątkiem poszerzania dopuszczalnego pasma wahań. Od 17 marca 2014 r. wynosi ono +/-2% od kursu parytetowego<sup>10</sup>. Większa elastyczność kursu walutowego zmniejszyła potrzeby sterylizacji zakupu rezerw walutowych, tym bardziej, że wcale nie wygasają oczekiwania na aprecjację<sup>11</sup>.

Utrzymujące się oczekiwania na aprecjację juana oraz polityka bardzo niskich stóp procentowych w krajach wysokorozwiniętych spowodowały, że rosnąca płynność na globalnym rynku finansowym zaczęła trafiać do Chin poprzez bardzo szybki wzrost kredytu w walucie obcej dla przedsiębiorstw. Pomiędzy 2009 r. a 2013 r. kredyt ten wzrósł ponad trzykrotnie, z 270mld \$ do blisko 900mld \$<sup>12</sup>. Spojrzenie na ten proces przez pryzmat wysokości wskaźnika pożyczek w walucie obcej w relacji do depozytów w walucie obcej (*loan to deposit ratio*), wyraźnie wskazuje na rok 2005 jako przełomowy, czyli (He i McCauley, 2013, s.15):

- Lata poprzedzające rok 2005, gdy wysokość wskaźnika utrzymywała się poniżej 100%
- Okres po roku 2005, gdy wraz z aprecjacją juana wobec dolara, wzrost pożyczek w walucie obcej przewyższał wzrost depozytów walutowych a wskaźnik *loan to deposit* wynosił ponad 160%. Po okresach wahań, rok 2013 rozpoczął się jego ponownym wzrostem do około 180%

Dane te wskazują na wyraźną dysproporcję pomiędzy pożyczkami w walucie obcej a depozytami w walucie obcej. Najbardziej prawdopodobnym źródłem brakujących walut obcych są transgraniczne przepływy międzybankowe, oczywiście w ramach obowiązujących ograniczeń<sup>13</sup>.

### **Rola państwa w strategii wobec liberalizacji przepływów kapitałowych**

Transgraniczne przepływy międzybankowe to jeden z tych obszarów polityki wobec przepływów kapitałowych, który w ramach ogólnego podejścia Chin do obecności kapitału zagranicznego na rynku finansowym w ciągu ostatniej dekady stopniowo ulegał wielu zmianom. Generalnie, przy obecnie obowiązującym systemie kursu walutowego, polityka wobec przepływów kapitałowych stara się z jednej strony wykorzystać powszechnie znane korzyści wynikające z napływu kapitału zagranicznego do gospodarek wschodzących, z drugiej natomiast musi minimalizować ryzyko związane z

<sup>8</sup> Są to bezpośrednie koszty związane z akumulacją rezerw walutowych. O innych rodzajach kosztów, zob. Prasad i Sorokin (2009, s.4).

<sup>9</sup> Już wówczas pojawiły się sygnały o wzroście cen aktywów na rynkach finansowych a najbardziej niepokojące docierały z rynku nieruchomości. Sektor ten bowiem jest wyjątkowo podatny na zachowania spekulacyjne, które po skumulowaniu mogą zagrozić stabilności finansowej (IMF, 2010, s.39).

<sup>10</sup> W postępującym poszerzaniu pasma wahań kursu, IMF (2013a, s.3) dopatrywał się elementów charakterystycznych dla pasma pełzającego (*crawl-like arrangement*).

<sup>11</sup> Według różnych szacunków IMF, w 2012 r. juan pozostawał „umiarkowanie” niedowartościowany średnio o 5%-10%. Szerzej o metodologii badań zob. IMF (2013a, s.28).

<sup>12</sup> W tym samym czasie udział kredytów w walucie obcej w kredytach bankowych ogółem wzrósł z 5,3% do 8,5%. Warto przypomnieć, że w okresie kryzysu azjatyckiego (1997-1998), gdy juan chiński doświadczył dużej presji na deprecjację, władze monetarne zezwoliły na przyjmowanie depozytów w walucie obcej aby uniknąć ryzyka związanego z zakładaniem takich depozytów poza Chinami czyli potencjalnego odpływu kapitału. Konsekwencją zezwolenia na przyjmowanie depozytów w walucie obcej było zezwolenie na udzielanie pożyczek w walucie obcej (w obu przypadkach obowiązują ściśle ograniczenia), (He i McCauley, 2013, s.14).

<sup>13</sup> Bank Rozliczeń Międzynarodowych (BIS) nie wyklucza, że waluta obca może pochodzić ze źródeł oficjalnych lub innych, nie objętych badaniami BIS (He i McCauley, 2013, s.15).

gwałtownymi zmianami w kierunkach przepływu kapitału. Jak na razie amortyzatorem nie może być jedynie relatywnie słabo rozwinięty krajowy rynek finansowy. Jak zauważa Kawai (2012, s.13), wybór w ramach *impossible trinity* czyli liberalizacji obrotów kapitałowych, płynnego kursu walutowego czy niezależnej polityki monetarnej sprawdza się dużo lepiej w odniesieniu do gospodarek z ukształtowanymi już rynkami finansowymi i odpowiednimi rozwiązaniami instytucjonalnymi. Nie dotyczy to jeszcze gospodarki chińskiej.

Stopy procentowe to jedna ze zmiennych wpływających na kierunek, wielkość i tempo zmian przepływów kapitałowych. Niestety, w Chinach rola ta jest mocno ograniczona, gdyż to bank centralny administracyjnie kontroluje wysokość stóp procentowych, ustalając obowiązującą górną granicę oprocentowania depozytów i dolną granicę oprocentowania pożyczek. W ten sposób bank centralny prowadzi do utrwalania co najmniej dwóch rodzajów zniekształceń na rynkach finansowych, ponieważ (Bae, 2012, s.18):

1. Prowadzi do błędnej alokacji kapitału i nieefektywnego wykorzystania ograniczonych zasobów, gdyż nie odzwierciedla rynkowej zależności pomiędzy popytem a podażą
2. Nie stanowi wiarygodnego punktu odniesienia dla wyceny rynkowych aktywów finansowych, co negatywnie wpływa na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych

Pod adresem banku centralnego Chin wysuwane są również zarzuty o to, że utrzymywanie górnej granicy oprocentowania depozytów pomaga wielu państwowym instytucjom finansowym „lepiej” radzić sobie z problemem złych kredytów a przedsiębiorstwom państwowym i władzom lokalnym oszczędzać na niższych kosztach obsługi zadłużenia (Ran i in., 2013, s.16). W ciągu ostatnich lat bank centralny Chin podejmuje kroki w kierunku liberalizacji stóp procentowych, wprowadzając elementy mechanizmu rynkowego w przebieg transmisji monetarnej. Do najważniejszych decyzji w tym zakresie należą (IMF, 2012, s.7-9):

- Obniżenie (po raz pierwszy od II połowy 2008 r.) stóp procentowych będących punktem odniesienia dla banków (*benchmark interest rates*), dotyczących zarówno wysokości oprocentowania depozytów (obniżka do 3%) jak i oprocentowania pożyczek (obniżka do 6%)<sup>14</sup>
- Wprowadzenie maksymalnej górnej granicy wysokości oprocentowania depozytów do 10% powyżej stopy ustalonej przez bank centralny czyli do 3,3%
- Obniżenie dolnej granicy oprocentowania pożyczek do 70% stopy ustalonej przez bank centralny czyli do 4,2%<sup>15</sup>

Dla banków oznacza to większą swobodę w ustalaniu stóp procentowych, oczywiście w ramach obowiązującego systemu. Choć to duży krok w kierunku zwiększania konkurencji na rynku pośrednictwa finansowego, to z punktu widzenia kapitału zagranicznego wciąż niewystarczający. Administracyjne regulowanie górnej granicy oprocentowania depozytów i dolnej granicy oprocentowania pożyczek skutecznie ogranicza możliwości dokładnego oszacowania wiarygodności kredytowej potencjalnych pożyczkobiorców, zaoferowania niższego oprocentowania pożyczek najlepszym klientom a w konsekwencji też i wyższego oprocentowania depozytów niż banki chińskie. Banki zagraniczne nie mogą zatem konkurować o większą ilość depozytów, które mogłyby wykorzystać do rozszerzenia akcji kredytowej i w ten sposób zwiększyć swój udział na chińskim rynku bankowym. Tuż po wstąpieniu Chin do WTO (2001 r.), udział kredytów udzielonych przez banki zagraniczne w całkowitych kredytach wzrósł z 1% do 4%, a od kilku lat utrzymuje się na stabilnym poziomie 2%-3% (Ma i McCauley, 2013, s.15). Również koszty świadczenia usług w walucie krajowej przez banki zagraniczne znacznie wzrosły, gdy od 2006 r. Chiny zaczęły wymagać od banków zagranicznych na własnym terenie statusu filii, co oznacza, że bank macierzysty musi zapewnić kapitał aby w razie potrzeby wspomóc akcją kredytową i inne usługi bankowe<sup>16</sup>. Co więcej, bank zagraniczny chcąc działać na chińskim rynku bankowym musi sprostać wielu wymogom administracyjnym. Przyznanie licencji, utworzenie filii, trzy lata działalności aby licencja objęła świadczenie usług w walucie krajowej w pełnym zakresie, przy czym w dwóch kolejnych latach bank

<sup>14</sup> Dane pokazują wysokości rocznych stóp procentowych, ale redukcja objęła oprocentowanie pożyczek i depozytów o wszystkich terminach zapadalności.

<sup>15</sup> 20 czerwca 2013 r. zniesiono dolną granicę oprocentowania pożyczek, a dalsza liberalizacja stóp procentowych zajęła priorytetowe miejsce wśród reform w zakresie polityki monetarnej (IMF, 2014, s.53-55).

<sup>16</sup> Przed 2006 r. wszystkie banki zagraniczne w Chinach działały jako oddziały banków macierzystych a więc nie było żadnych wymogów co do oddzielnego kapitału na zabezpieczenie ich działalności w Chinach (Lardy, 2012,s.3).

musi wykazać zysk, to tylko niektóre z nich (Lardy, 2013, s.13). He i McCauley (2013, s.16) wskazują również na administracyjne limity dotyczące pożyczek zaciąganych zagranicą przez banki zagraniczne, o które co roku muszą ubiegać się same banki. Przyznane limity przekładają się z kolei na oprocentowanie pożyczek w walucie obcej. W 2010 i w 2011 r., w obawie przed rosnącą podażą pieniądza, limity te zostały ograniczone. Podobne ograniczenia dotyczą banków chińskich, choć są mniej restrykcyjne. Kiedy w 2013 r. wzrost popytu na kredyty walutowe ze strony chińskich przedsiębiorstw przełożył się na presję aprecjacyjną juana, władze monetarne nałożyły dodatkowe restrykcje na banki krajowe, których pożyczki w walucie obcej przekroczyły 75% wartości depozytów w walucie obcej.

Wejście banków zagranicznych na chiński rynek finansowy najczęściej przybiera formę udziału mniejszościowego lub współpracy operacyjnej z bankami Wielkiej Czwórki. Z tej drugiej formy skorzystały między innymi Goldman Sachs i Allianz (Hope i Hu, 2006, s.40). Dzisiaj jednym z najbardziej liczących się inwestorów zagranicznych w chińskim sektorze bankowym pozostaje HSBC, skutecznie konkurując w bankowości detalicznej.

Otwarcie się chińskiego sektora bankowego na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, przyczyniło do zmiany struktury całego sektora z oligopolistycznej w kierunku konkurencji monopolistycznej (Uchimura-Shiroishi i Wu, 2013, s.41). Dalej dominują banki państwowe, choć udział Wielkiej Czwórki maleje. Banki komercyjne w postaci spółek akcyjnych wraz z bankami zagranicznymi i mniejszymi bankami lokalnymi zaczynają ze sobą konkurować. Specyfika banków państwowych posiadających pozycję monopolistyczną w tym otoczeniu polega na tym, że nie osiągnęły jej one jednak w sposób naturalny czyli w wyniku zaawansowanych technologii, innowacyjności, wzrostu produktywności czy obniżenia kosztów. Jest ona uwarunkowana przede wszystkim administracyjnie, i tak właśnie przejawia się dominująca rola państwa w sektorze bankowym. Możliwości kredytodawcze tych banków nie pozostają w żadnym związku z zyskownością ich działalności operacyjnej. To decyzją administracyjną pożyczki trafiają do wyznaczonego podmiotu (najczęściej przedsiębiorstwa państwowego). Preferencyjna polityka ze strony banku centralnego często sprowadza się do umarzania złych kredytów czy zasilania w kapitał (Uchimura-Shiroishi i Wu, 2013, s. 22).

Wzmożoną aktywność państwa można obserwować również na krajowym rynku obligacji, zarówno obligacji skarbowych jak i korporacyjnych (Tablica 4).

**Tablica 4.** Krajowy rynek obligacji w Chinach (2012-2013)

	Udział w %		Stopa wzrostu w %	
	III kwartał 2012	III kwartał 2013	III kwartał 2012	III kwartał 2013
Obligacje ogółem	100	100	11,2	14,4
Obligacje państwowe	74,3	68,7	8,4	5,8
Obligacje korporacyjne	25,7	31,3	20,2	39,1

Źródło: ADB (2013b, s.9)

Dynamicznie rozwijający się rynek obligacji korporacyjnych jest zdominowany przez relatywnie małą liczbę emitentów. Wśród 30 największych (stanowiących 49% całego rynku obligacji korporacyjnych), aż 23 to przedsiębiorstwa państwowe<sup>17</sup>. Na rynku obligacji państwowych natomiast najbardziej aktywne są trzy banki państwowe (*policy banks*) zaangażowane w finansowanie strategicznych projektów inwestycyjnych (ADB, 2013b, s.76). To zwiększenie emisji obligacji w walucie krajowej było w dużej mierze efektem uruchomienia Azjatyckiego Funduszu Obligacji 2 (Asian Bond Fund 2, ABF2), który po 2009r. bardzo zaangażował się w rozwój krajowych rynków obligacji wszystkich krajów Azji Płd-Wsch<sup>18</sup>.

Równie ewolucyjne podejście, Chiny prezentują wobec transgranicznych przepływów kapitału portfelowego. Przyjmując, że głównymi kanałami tego napływu są:

1. Inwestycje nierezidentów na chińskim rynku papierów wartościowych

<sup>17</sup> Reprezentują one głównie sektor energetyczny, bankowy i usług publicznych. Więcej o emitentach obligacji korporacyjnych zob. ADB (2013b, s.75)

<sup>18</sup> Utworzony jeszcze w 2002r., ABF2 przyczynił się do zliberalizowania wielu ograniczeń w obrocie obligacjami denominowanymi w walutach krajowych gospodarek azjatyckich. Więcej o krajowym rynku obligacji nie tylko w Chinach zob. Chan i in.(2012, s. 50-58)

## 2. Notowania chińskich przedsiębiorstw na giełdach zagranicznych,

to w przypadku Chin drożność pierwszego z kanałów jest wyraźnie ograniczona za pośrednictwem Systemu Kwalifikowanych Zagranicznych/Krajowych Inwestorów Instytucjonalnych (*Qualified Foreign/Domestic Institutional Investors - QF/DIIs*)<sup>19</sup>.

Przykłady szczegółowych rozwiązań dotyczących zarówno napływu jak i odpływu inwestycji portfelowych przedstawia Tablica 5.

**Tablica 5.** Kontrola przepływu inwestycji portfelowych w Chinach

Napływ kapitału			Odpływ kapitału	
Rynek pieniężny	Rynek obligacji	Rynek akcji	Inwestorzy krajowi	Inwestorzy zagraniczni
Nierezydenci nie mogą inwestować w instrumenty rynku pieniężnego	<p>Inwestorzy QFII mogą inwestować w obligacje w ramach obowiązujących limitów (W VII 2013r – całkowity limit na inwestycje w akcje i obligacje dla wszystkich QFIIs wyniósł 150mld\$)</p> <p>Inwestorzy RQFII* zakupy obligacji (w ramach limitów), mogą finansować juanem ze źródeł off-shore (z Hongkongu)</p> <p>Wybrane instytucje finansowe mogą inwestować na międzybankowym rynku obligacji w ramach ustalonych limitów (zagraniczne banki centralne zaangażowane w transgraniczne rozliczenia w juanie lub chcące posiadać juana w zdywersyfikowanym portfelu rezerw walutowych)</p>	<p>Inwestorzy QFII mogą inwestować w akcje (A) w ramach limitów. Żaden pojedynczy QFII nie może posiadać więcej niż 10% akcji danej firmy. Limity jak przy inwestycjach w obligacje.</p> <p>Inwestorzy RQFII zakupy akcji (w ramach limitów), mogą finansować juanem ze źródeł off-shore (z Hongkongu)</p>	<p>Inwestorzy QDII mogą kupować i posiadać zagraniczne papiery wartościowe w granicach ustalonych limitów</p>	<p>Dla wybranych inwestorów QDII (funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych) – 3 miesięczny zakaz zbycia papierów wartościowych (z wyjątkiem obligacji)</p> <p>Dla innych QDII - min. 1rok</p> <p>Wywóz waluty obcej wymaga akceptacji SAFE**</p>

<sup>19</sup> Program QFIIs obejmuje zagraniczne instytucje finansowe uprawnione do inwestowania w chiński rynek papierów wartościowych, transferu zysków kapitałowych czy dochodów z odsetek. Zarówno kwoty jakie instytucje te mogą przeznaczyć na swoje inwestycje jak i liczba instytucji otrzymujących status QFII systematycznie rosną. W 2013r. było ich ponad 200. Program QDIIs skierowany jest z kolei do krajowych instytucji finansowych ubiegających się o prawo inwestowania na zagranicznych rynkach finansowych. Podobnie jak QFIIs, program ten dynamicznie się rozwija, obejmując swym zasięgiem coraz więcej podmiotów z różnych segmentów rynku finansowego w Chinach. Więcej zob. IMF (2013a, s.4)

\*RQFIIs - Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors to rozszerzony (od 2012 r.) program w ramach QFIIs

\*\*SAFE - State Administration for Foreign Exchange, Państwowa Administracja d/s Kursu Walutowego, instytucja koordynująca prowadzenie polityki kursowej (w tym zasady obrotu walutą obcą)

Źródło: ADB (2013b), s.56

W odniesieniu do drugiego kanału napływu inwestycji portfelowych, wśród przedsiębiorstw chińskich można zaobserwować pewien schemat dotyczący wyboru miejsca notowania ich akcji. Najczęściej jako pierwsza jest to giełda w Hongkongu, następnie giełda w Shanghaju a w niektórych przypadkach giełda w Nowym Jorku. Zezwolenie przedsiębiorstwom chińskim na notowania własnych akcji poza Chinami kontynentalnymi a szczególnie na rynku amerykańskim, to kolejny przykład na liberalizację krajowego rynku finansowego.

Ogólnie, strategię Chin w kwestii liberalizacji obrotów kapitałowych można zatem scharakteryzować następująco (Craig i in., 2013, s.11):

- Liberalizacja inwestycji bezpośrednich poprzedza liberalizację inwestycji portfelowych
- Liberalizacja dotyczy w większym stopniu napływów niż odpływów kapitału
- Konkretnie narzędzia testowane są najpierw w ramach programów pilotażowych na mniejszej próbie, by potem objąć swym zasięgiem coraz większą ilość podmiotów
- Narzędzia często mają postać limitów kwotowych lub wymagają zezwoleń administracyjnych

Bardzo stopniowej liberalizacji rachunku obrotów kapitałowych wciąż towarzyszy duże zaangażowanie państwa na rynku finansowym. Sytuacja taka nie sprzyja jakimkolwiek wysiłkom ze strony banków państwowych na rzecz poprawy efektywności sektora bankowego. Przeciwnie, wysiłki te często kierują się w stronę nieregulowanego sektora bankowego.

### Nieregulowany sektor bankowy w Chinach

Trudno o jednoznaczną i precyzyjną definicję nieregulowanego sektora bankowego (*shadow banking*). Według Rady Stabilności Finansowej (ADB,2013a,s.10) jest to pośrednictwo kredytowe, w które zaangażowane są podmioty gospodarcze spoza oficjalnego sektora bankowego. Inna definicja (BIS, 2012 ,s.67) wskazuje na działalność finansową prowadzoną przez nie bankowe instytucje finansowe angażujące się w proces lewarowania i przekształcania płynności<sup>20</sup>. Powszechne odwoływanie się do działalności, która ma miejsce poza bankami może okazać się mylące. W mniejszym lub większym stopniu banki mogą być w taką działalność zaangażowane. Dokonując sekurytyzacji papierów wartościowych, bank uczestniczy w procesie rozpraszania ryzyka „sprzedając” je dalej, poprzez kolejne transze, kolejnych strukturyzowanych papierów wartościowych. Często trafiają one do pośredników finansowych afiliowanych przy bankach, samymi nie będąc licencjonowanymi bankami i w ten sposób zakres sektora nieregulowanego rozszerza się. Warto też zwrócić uwagę, że podmioty angażujące się w taką działalność często nie dysponują wystarczająco dużym kapitałem mogącym zaabsorbować ryzyko, którego nie udało się całkowicie zdywersyfikować (ryzyko systemowe). To pomaga wyjaśnić, dlaczego wiele takich przedsięwzięć odbywa się w otoczeniu dużych banków lub polega na transferowaniu do nich ryzyka. Takiego zewnętrznego wsparcia nieregulowany sektor bankowy bardzo potrzebuje (Claessens i Ratnovski, 2014, s.5). Sprzyjają mu również wszystkie formalne i nieformalne gwarancje ze strony państwa (przykładowo w ramach pomocy dla instytucji *too big to fail*), jeszcze bardziej legitymizując taką działalność<sup>21</sup>. Jednak to co najważniejsze z punktu widzenia stabilności, zarówno sektora bankowego jak i całej gospodarki, to fakt, że pośrednictwo finansowe w ramach nieregulowanego sektora bankowego w porównaniu do oficjalnego sektora bankowego nie podlega regulacjom ani nadzorowi finansowemu.

<sup>20</sup> Inaczej, mechanizm dźwigni czyli stosunek całkowitych aktywów do kapitałów własnych a więc zaangażowanie się w bardzo ryzykowne inwestycje przy bardzo niewielkim wkładzie kapitału własnego.

<sup>21</sup> Ze względu na silne związki pomiędzy instytucjami działającymi w ramach regulowanego sektora bankowego a podmiotami spoza tego sektora, beneficjentami dużej części środków pomocowych w reakcji na kryzys stały się de facto podmioty z sektora nieregulowanego (Singh, 2012, s.5)

Już wstępna charakterystyka nieregulowanego sektora bankowego pokazuje, że otoczenie rynku finansowego w Chinach tworzy bardzo sprzyjające warunki dla rozwoju takiej działalności.

Spśród wielu rodzajów transakcji finansowych w ramach nieregulowanego sektora bankowego, za potencjalnie najbardziej niebezpieczne dla stabilności finansowej Chin, uznane zostały (ADB, 2013a, s.11-13):

- Nieformalne pożyczki pomiędzy przedsiębiorstwami jako najbardziej nieprzejrzysty rodzaj działalności finansowej (szacowane na 6,5% PKB pod koniec 2012 r.)
- Pożyczki pomiędzy przedsiębiorstwami, dla których pośrednikiem w rozliczaniu jest bank lub inna instytucja finansowa (pod koniec 2012 r. ich rozmiary szacowano na 12% PKB)
- Pożyczki udzielane przez inne niż banki instytucje finansowe (np. fundusze powiernicze), które są ważnym źródłem finansowania pozabilansowych wydatków budżetów lokalnych (*off-budget expenditures*)
- Pożyczki udzielane przez przedsiębiorstwa objęte gwarancjami państwa
- Produkty finansowe oferowane przez przedsiębiorstwa lub banki (poza oficjalnym bilansem), które gwarantują stopy zwrotu znacznie przewyższające stopy zwrotu z depozytów bankowych (*wealth management products*). W okresie między rokiem 2010 a 2012 nastąpił ich kilkuset procentowy wzrost
- Pożyczki udzielane przez firmy leasingowe i lombardowe

Na koniec 2012 r. rozmiar wszystkich wymienionych wyżej rodzajów działalności w ramach nieregulowanego sektora bankowego oszacowany został na blisko 40% PKB Chin<sup>22</sup>. Nieregulowany sektor bankowy bazuje na zaspokajaniu popytu na usługi finansowe, których nie oferuje sektor oficjalny bankowy, chociażby ze względu na regulacje. W przypadku gospodarki Chin gwałtowny wzrost rozmiarów takiej działalności nieprzypadkowo przypada na okres po 2010 r. To wówczas władze monetarne dość restrykcyjnie zareagowały na boom kredytowy w sektorze nieruchomości<sup>23</sup>. W warunkach utrudnionego dostępu do kredytu, duża część pożyczkobiorców zwróciła się w stronę sektora nieregulowanego.

Sektor bankowy, podobnie jak i inne segmenty rynku finansowego w Chinach podlega przemianom. Obok wciąż obecnego państwa pojawiają się podmioty prywatne a z nimi nowe rodzaje działalności finansowej, wykraczające poza sektor bankowy. Sieć formalnych i nieformalnych powiązań pomiędzy bankami państwowymi, przedsiębiorstwami państwowymi, władzami lokalnymi i instytucjami finansowymi sprawia, że granica między regulowanym a nieregulowanym sektorem bankowym staje się dość płynna. Trudno zatem dokonać precyzyjnie pomiarów tego drugiego i ich porównań pomiędzy krajami<sup>24</sup>. Dotyczy to chociażby różnorodności form działalności finansowej charakterystycznych dla danego rynku finansowego. Przykładowo, *wealth management products* oferowane przez firmy chińskie afiliowane przy bankach nie mają swoich odpowiedników na rynku finansowym w USA (Claessens i Ratnovski, 2014, s.3).

Na zagrożenia związane z nieregulowanym sektorem bankowym w Chinach, coraz częściej wskazują międzynarodowe instytucje finansowe (IMF, 2013c, s.7). Reakcja ze strony władz nadzorujących rynek finansowy w Chinach może świadczyć o determinacji w zwalczaniu tej działalności. W maju 2013 r. organ nadzorczy sektora bankowego (China Banking Regulatory Commission) wprowadził ograniczenia na usługi typu *wealth management products* i limity na aktywa inwestowane w instrumenty dłużne spoza rynku obligacji. Według szacunków ADB (2013a, s.11) stopa wzrostu w przypadku niektórych rodzajów działalności w nieregulowanym sektorze bankowym spadła z ponad 100% rok do roku w I kwartale 2013 r. do kilkunastu procent w drugim kwartale. Takie szczegółowe rozwiązania skierowane bezpośrednio na konkretny rodzaj działalności finansowej, powinny stać się częścią szeroko rozumianych zmian w regulacjach i nadzorze całego sektora finansowego w Chinach, ze szczególnym uwzględnieniem poprawy przejrzystości wszystkich transakcji finansowych.

<sup>22</sup> Stanowiło to wówczas około 20% całkowitych aktywów sektora bankowego (ADB, 2013a, s.10).

<sup>23</sup> Omówienie szczegółowych rozwiązań również z zakresu restrykcji fiskalnych zob. IMF (2010, s.34-37).

<sup>24</sup> W literaturze zjawisko to najczęściej analizowane jest na przykładzie rynku finansowego w USA (z względu na rolę jaką nieregulowany sektor bankowy odegrał w globalnym kryzysie finansowym).

## Juan walutą międzynarodową?

Zmiany, jakie dokonały się na chińskim rynku finansowym interpretowane są również jako wysiłki na rzecz pełnienia przez juana roli pieniądza o zasięgu globalnym. Zgodnie z definicją Kenena (2012, s.9) waluta międzynarodowa to taka, która używana jest poza granicami kraju emitenta nie tylko w transakcjach z rezydentami ale również w transakcjach pomiędzy nierezydentami. Inaczej, jest to waluta wykorzystywana zamiast walut narodowych uczestników międzynarodowych transakcji dotyczących dóbr, usług oraz aktywów finansowych. Waluta międzynarodowa powinna zatem pełnić rolę jednostki rozrachunkowej, środka wymiany oraz środka przechowywania wartości, zarówno wobec rezydentów jak i nierezydentów. Bazując na tej definicji, Gao i Yu (2009, s.2-3) dokonują próby adaptacji tych wymogów do waluty chińskiej (Tablica 6).

**Tablica 6.** Juan jako waluta międzynarodowa?

<b>Funkcje juana</b>	<b>Juan w użyciu sektora publicznego</b>	<b>Juan w użyciu sektora prywatnego</b>
Jednostka rozrachunkowa	Składnik koszyka walutowego w wybranych krajach regionu	Wyrażanie transakcji handlowych i finansowych
Środek wymiany	Waluta pośrednicząca w interwencjach walutowych, bilateralne umowy swapowe pomiędzy bankami centralnymi	Fakturowanie transakcji handlowych i finansowych
Środek przechowywania wartości	Coraz częściej jako składnik oficjalnych rezerw walutowych	Depozyty/pożyczki off-shore (w Hongkongu)  emisja obligacji korporacyjnych i skarbowych off-shore (w Hongkongu)  inwestycje w akcje poprzez QFIIs

Źródło: Kenen (2012, s.9), Gao i Yu (2009, s.3-7)

Jako waluta rozrachunkowa używana przez podmioty publiczne, juan nie występuje w tej roli na skalę międzynarodową. Natomiast w krajach regionu Azji Płd-Wsch., które stabilizują kurs swoich walut wobec koszyka walutowego, juan odgrywa dużą rolę, zyskując miano regionalnej kotwicy (*regional anchor currency*)<sup>25</sup>.

Chiny bardzo aktywnie włączają się w różne formy regionalnej współpracy finansowej, czego przykładem są bilateralne umowy swapowe w ramach CMI<sup>26</sup> oraz pomiędzy bankami centralnymi krajów regionu. Celem tych drugich jest umożliwienie importerom w innych krajach pozyskanie juana na zapłatę za chiński eksport fakturowany w walucie chińskiej oraz zapewnienie źródła płynności w walucie krajowej w nagłych wypadkach. Porozumienia te były reakcją na gwałtowne ograniczenie pośrednictwa banków w rozliczeniach transakcji handlowych po wybuchu globalnego kryzysu finansowego, w wyniku czego globalne przepływy handlowe uległy zmniejszeniu (Kroeber, 2013, s. 8-9).

Dominującą rolę Chin w handlu w regionie azjatyckim, odzwierciedla szybki wzrost wykorzystania juana w fakturowaniu i rozliczaniu transgranicznych umów handlowych. W 2013 r. udział towarów,

<sup>25</sup> Tak jest w przypadku singapurskiego dolara, malezyjskiego ringita czy indonezyjskiej rupii. Jednak walut dwóch najważniejszych gospodarek regionu (poza Chinami) czyli Japonii i Korei Południowej, taki związek z juanem nie dotyczy (Kroeber, 2013, s.4)

<sup>26</sup> Podpisane w 2000 r. w Chiang Mai (Tajlandia) porozumienie o bilateralnych umowach swapowych między poszczególnymi członkami krajów ASEAN+3 (Chiang Mai Initiative- CMI). O zasadach otrzymywania wsparcia płynnościowego i kwotach dostępnych w ramach umów zob. Eichengreen (2012)

których handel rozliczany był w walucie chińskiej w stosunku do wszystkich towarów będących przedmiotem obrotów transgranicznych wyniósł 14% (Craig i in., 2013, s.4)

Począwszy od 2009 r. waluta chińska notuje bardzo szybki wzrost dziennych obrotów na rynku pozagiełdowych transakcji walutowych. Choć stanowi on niewielki ( 2,2%) udział w obrocie globalnym, to wśród walut krajów Azji Wschodzącej, w latach 2010-2013 wzrost ten był najwyższy i wyniósł aż 249%<sup>27</sup>. Należy podkreślić, że znaczna część tego przyrostu została wygenerowana na rynkach off-shore (czyli poza Chinami kontynentalnymi), w tym prawie dwie trzecie w regionie Azji Wschodzącej (Tablica 7).

**Tablica 7.** Transakcje off-shore w juanie (w % w 2013 r.)

Średni dzienny obrót off-shore (mld \$)	Udział obrotów off-shore w obrocie globalnym	Udział obrotu intraregionalnego*	Udział regionalnych centrów finansowych**	Udział Wielkiej Brytanii	Udział obrotów USA	Udział obrotów strefy euro
86	72,0	45,5	43,7	18,0	5,8	1,5

\* - obroty w juanie w całym regionie Azji Wschodzącej

\*\* - Hongkong i Singapur

Źródło: Ehlers, Packer (2013, s.60)

Waluta chińska zatem wyraźnie dominuje w transakcjach na rynku off-shore. Jednak proces ten ogranicza się jedynie do transakcji w obrębie krajów regionu. To właśnie na rynku off-shore w Hongkongu pojawia się coraz więcej aktywów finansowych denominowanych w juanie. Dotyczy to przede wszystkim (Craig i in., 2013, s.4-5):

- Rynku pożyczek bankowych denominowanych w juanie - między rokiem 2010 a 2013 wzrosły one odpowiednio z niecałych 2mld. juanów do blisko 90mld. juanów
- Rynku obligacji denominowanych w juanie – ich emisja wzrosła z niecałych 30mld. juanów w 2009r. do blisko 270mld. juanów w 2013
- Rynku depozytów denominowanych w juanie – ich udział w całkowitych depozytach w Hongkongu między rokiem 2009 a 2013 wzrósł z 50mld. juanów do ponad 800mld. juanów

Powszechnie wiadomo, że z punktu widzenia międzynarodowego statusu waluty rynek finansowy, a w szczególności rynek długu ma znaczenie kluczowe. Zwiększenie możliwości zarządzania ryzykiem dzięki emisji długu denominowanego we własnej walucie na rynkach finansowych innych krajów, to jedna z korzyści posiadania waluty o znaczeniu międzynarodowym<sup>28</sup>. Bez wystarczająco płynnego rynku długu, waluta nie będzie atrakcyjna dla podmiotów zagranicznych. Musi on być źródłem bezpiecznych aktywów (Prasad i Ye, 2012, s.27). W Chinach rolę tę przejął ewidentnie rynek off-shore w Hongkongu. Początek rozwoju tego rynku datuje się na 2004 r., gdy rezydenci Hongkongu uzyskali prawo wymiany własnej waluty (dolara) na juana. Od wybuchu globalnego kryzysu finansowego Chiny konsekwentnie zwiększają swoje zaangażowanie na tym rynku. Dzięki możliwości emisji długu w walucie krajowej, Chiny ograniczyły problem niedopasowania walutowego dłużników krajowych.

<sup>27</sup> W tym samym czasie wzrost dziennych obrotów wszystkich 5 walut krajów Azji Wschodzącej (wraz z juanem, singapurskiego dolara, wona koreańskiego, indyjskiej rupii i dolara Hongkongu) wyniósł „tylko” 40,7% (Ehlers i Packer, 2013, s.61)

<sup>28</sup> Do innych, powszechnie wymienianych korzyści z internacjonalizacji waluty należą : obniżenie kosztów transakcji i ryzyka kursowego, szeroki dostęp do aktywów finansowych denominowanych we własnej walucie oraz dochód z emisji waluty międzynarodowej. W przypadku Chin, internacjonalizacja juana dodatkowo, mogłaby pomóc w ochronie wartości ich rezerw walutowych, które na koniec marca 2013 r. wynosiły około 3,44 bln. \$ (IMF, 2013b, s.1) a których, według szacunków ponad 70% jest denominowane w \$. Przynajmniej częściowo zostałyby wyeliminowane obawy o możliwe straty kapitałowe, będące przykładowo następstwem osłabienia waluty amerykańskiej (Gao i Yu, 2009, s.8). Natomiast po stronie kosztów wynikających z internacjonalizacji waluty znajdują się wszystkie te związane z gwałtownymi wahaniami w przepływach kapitału.



Niewątpliwie wydarzenia globalnego kryzysu finansowego zintensyfikowały wysiłki na rzecz internacjonalizacji juana, o czym świadczą następujące przedsięwzięcia (Maziad i Kang, 2012; Eichengreen, 2013; Kroeber, 2013; Teng, 2013):

- uruchomienie linii swapowej pomiędzy władzami monetarnymi Hongkongu a bankiem centralnym Chin w reakcji na potrzeby płynnościowe w juanie na rynku off-shore (2010 r.)
- Ministerstwo Finansów po raz pierwszy emituje własne obligacje w Hongkongu (2010 r.)
- Pierwsza emisja obligacji korporacyjnych denominowanych w juanie, na rynku off-shore przez przedsiębiorstwo z Hongkongu (2010 r.)
- Pierwsza emisja obligacji korporacyjnych denominowanych w juanie, na rynku off-shore przez przedsiębiorstwo międzynarodowe - McDonalds (2010 r.)
- Oddział Bank of China w Nowym Yorku rozpoczyna operacje w juanie (2011 r.)
- Pierwsza oferta publiczna papierów wartościowych w juanie na rynku off-shore w Hongkongu (2011 r.)
- Rozmowy z Japonią o uruchomieniu programu rozliczeń transgranicznych w juanie (2011 r.)
- Wszyscy chińscy eksporterzy nabywają prawo do rozliczeń transgranicznych w juanie (2012 r.)
- Powstanie specjalnej strefy ekonomicznej w Qianhai z programem transgranicznych pożyczek w juanie

W proces internacjonalizacji chińskiej waluty bardzo aktywnie zaangażowało się ostatnio Macao, wspierając rynek off-shore w Hongkongu. Pełni ono funkcję platformy dla współpracy zarówno handlowej jak i finansowej pomiędzy Chinami a krajami posługującymi się językiem portugalskim<sup>29</sup>.

Wszystko zatem wskazuje na to, że powstanie rynku off-shore poprzedziło zakres i tempo liberalizacji krajowego rynku finansowego. Aby dalej móc zarządzać przepływami kapitałowymi i kontrolować dostęp do wciąż relatywnie słabiej rozwiniętego rynku krajowego, władze Chińskie zdecydowały się najpierw na liberalizację rynku off-shore dla transakcji w walucie krajowej (Shim, 2012, s.11)<sup>30</sup>. Specyfika takiego rozwiązania zdecydowanie wyróżnia Chiny wśród większości krajów, które swoje wysiłki koncentrują w pierwszej kolejności na rozwoju krajowego rynku finansowego.

Rynek off-shore w Hongkongu nie rozwija się jednak bez przeszkód. Kroeber (2013, s.14-15) wskazuje na najważniejsze:

1. Władze chińskie różnicują własną walutę na tę pochodzącą z krajowego rynku finansowego i tę pochodzącą z rynku off-shore. W konsekwencji ta druga traktowana jest jak waluta obca, co oznacza, że transfer zysków z obligacji wyemitowanych w Hongkongu do Chin kontynentalnych wymaga zezwolenia SAFE. Jest to czasochłonne, nie zawsze kończy się pozytywnie dla podmiotu ubiegającego się o taką zgodę i skutecznie może zniechęcić do emisji na rynku off-shore obligacji denominowanych w juanie
2. Utrzymujące się oczekiwania na aprecjację juana nie zachęcają zagranicznych korporacji do większej emisji długu denominowanego w juanie, gdyż oznacza to ciągły wzrost realnej kwoty głównej zadłużenia
3. Duże państwowe przedsiębiorstwa chińskie nie muszą zdobywać źródeł finansowania na rynku off-shore. Korzystają bowiem z uprzywilejowanych relacji z bankami państwowymi i zamiast emitować dług w juanie na rynku off-shore Hongkongu, finansują się pożyczkami bankowymi

## Podsumowanie

Przedstawiona definicja waluty o znaczeniu międzynarodowym sugeruje, że liberalizacja obrotów kapitałowych powinna wyprzedzać internacjonalizację waluty. Chiny pokazują, że można promować własną walutę bez znacznego otwarcia się na przepływy kapitałowe. Co ciekawe, sama

<sup>29</sup> Macao było jednym z pierwszych uczestników programu pilotażowego z 2004 r., dotyczącego rozliczeń w juanie. Od 2009 r. wszystkie banki w Macao mogą prowadzić takie rozliczenia (Teng, 2013, s.4).

<sup>30</sup> Zasoby juana na rachunkach bankowych, obligacje w juanie na pozakontynentalnym rynku finansowym a także możliwość wykorzystywania waluty krajowej off-shore, razem rozszczelniają system kontroli przepływów kapitału, ułatwiając arbitraż transakcyjny (Ma i McCauley, 2013, s.19).

internacjonalizacja juana nie zajmuje specjalnego miejsca w oficjalnych wypowiedziach władz<sup>31</sup>. Rządowy XII Plan Pięcioletni (obejmujący lata 2011-2015) jedynie o niej wspomina w kontekście zwiększenia elastyczności kursu walutowego i wymienialności waluty w bliżej nieokreślonym terminie. Akcentuje przede wszystkim rolę juana na rynku off-shore (Teng, 2003, s.1). Natomiast w wypowiedziach przedstawicieli banku centralnego Chin, coraz częściej zaczynają pojawiać się sygnały wskazujące na to, że rynek off-shore może zostać wykorzystany do czegoś więcej niż ułatwienie rozliczeń transgranicznych dzięki fakturowaniu transakcji w juanie. Sygnały te dają bowiem nadzieję, że rynek off-shore w Hongkongu będzie dodatkowo katalizatorem reform na krajowym rynku finansowym Chin (Kroeber, 2013, s.19-25). Ten dość optymistyczny scenariusz zakłada, że jeśli rynek off-shore będzie wystarczająco duży i płynny, to ceny które się na nim kształtują (a decyduje o tym rynek a nie państwo, jak w Chinach), zaczną wpływać na ceny pożyczek i papierów dłużnych na rynku krajowym. Mechanizm ten z kolei wymusi większą liberalizację przepływów kapitałowych, a rynek „przejmie” od państwa ustalanie stóp procentowych i w konsekwencji kursu walutowego. Oznaczałoby to, że przy obowiązujących rozwiązaniach instytucjonalnych na chińskim rynku finansowym, pewien porządek zostanie naruszony. Po pierwsze, banki państwowe stracą uprzywilejowaną pozycję w finansowaniu inwestycji a państwo możliwość wpływu na alokację zasobów. Po drugie, dla państwa również może to oznaczać problem z kosztami zaciągania długu, które dzięki dotychczasowym rozwiązaniom administracyjnym, mogły być utrzymywane na niskim poziomie. Po deregulacji, już tylko wiarygodna polityka fiskalna i monetarna będą mogły przekonać rynek aby koszty te nie wzrosły. To duże wyzwanie dla gospodarki Chin, wymagające wielu kompromisów w zakresie polityki kursowej, liberalizacji obrotów kapitałowych czy rozwoju krajowego rynku finansowego. Od tych wyborów, w dużej mierze zależeć będzie rola juana w przyszłości (Prasad i Ye, 2012, s.29).

Jak wynika z opracowania, dzisiaj juan pełni rolę pieniądza międzynarodowego w bardzo ograniczonym stopniu. Przybiera ona najczęściej formę waluty w której fakturuje się rozliczenia transgraniczne, waluty pośredniczącej w umowach swapowych oraz waluty, w której emituje się obligacje na rynku off-shore w Hongkongu i w ramach ABF2. Zważywszy, iż rola ta ogranicza się terytorialnie głównie do krajów azjatyckich, pojęcie internacjonalizacji juana, coraz częściej ustępuje miejsca pojęciu regionalizacji juana. Podobnych wniosków dostarcza analiza powszechnie stosowanych kryteriów wobec waluty o znaczeniu międzynarodowym<sup>32</sup>. Co więcej, waluta o statusie waluty międzynarodowej powinna być powszechnie używana przez nierezydentów w transakcjach pomiędzy nimi. W przypadku juana natomiast, z reguły przynajmniej jedna strona transakcji pochodzi z Chin.

Gospodarka Chin wyraźnie spowalnia. Oczekiwana stopa wzrostu PKB w 2014 r. to 7,4% (wobec 7,6% w 2013 r. i 7,7 % w 2012 r., ADB, 2013a, s.9)<sup>33</sup>. Pomimo spadku nadwyżki handlowej a więc zmniejszenia nierównowagi zewnętrznej (uznawanej za oznakę *rebalancing*), nierównowaga wewnętrzna czyli przewaga inwestycji nad konsumpcją prywatną wciąż się utrzymuje<sup>34</sup>. Naturalnym więc sposobem przywrócenia tej nierównowagi byłoby zwiększenie dochodów i wzrost konsumpcji gospodarstw domowych. Zatem pośrednictwo krajowego rynku finansowego powinno być na tyle efektywne, aby być jednym z podstawowych czynników gwarantującym stabilność finansową całej gospodarki.

---

<sup>31</sup> Wielokrotnie natomiast wypowiadały się krytycznie o roli dolara w globalnym kryzysie finansowym i potrzebie zreformowania międzynarodowego systemu monetarnego.

<sup>32</sup> Według Eichengreena (2013, s.154-161), który testuje juana przez pryzmat wielkości gospodarki, stabilności oraz płynności krajowego rynku finansowego, Chiny znajdują się najbliżej spełnienia jedynie pierwszego z kryteriów. Jeśli oczywiście, potwierdzą się prognozy OECD, że do 2030 r. na Chiny przypadnie ponad 28% globalnego PKB (wobec 18% przypadających na USA), co oznacza, że juan będzie miał potencjalnie większe „pole” do zagospodarowania. Również wysokość miernika otwartości na przepływy kapitałowe (Chinn-Ito Index) wskazuje, że Chiny należą do krajów o niewielkim stopniu otwartości. Ponieważ, wyższemu miernikowi zazwyczaj towarzyszy wyższy stopień internacjonalizacji waluty, w przypadku Chin stopień internacjonalizacji juana jest niski, zob. Maziad i in.,(2011, s.12).

<sup>33</sup> Spadek tempa wzrostu PKB w Chinach o 1pkt. procentowy w latach 2002-2012 spowolnił wzrost PKB w całym regionie Azji Wschodzącej o 0,13 pkt. procentowego. Jak spowolnienie tempa wzrostu chińskiej gospodarki wpłynęło na poszczególne kraje azjatyckie, zob. ADB (2013a, s.12-13).

<sup>34</sup> Głównymi przyczynami zmniejszenia się nadwyżki handlowej do 2,2 % PKB w 2013 r. (która w 2008 r. wynosiła jeszcze 9.3% PKB a w 2010 r. 4% PKB) były: spadek popytu zagranicy, wzrost inwestycji, pogorszenie terms of trade i umocnienie juana (IMF, 2013d, s.21).

## Bibliografia

- ADB (2013a). Asian Development Outlook Update.
- ADB (2013b). Asia Bond Monitor, November.
- ADB (2013c). Key Indicators for Asia and Pacific, August.
- Bae, K.H.(2012). Determinants of local currency bond and foreign holdings: Implications for bond market development in the People's Republic of China, *ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration*, 97.
- BIS (2009). The international financial crisis: Timeline, impact and policy responses in Asia and Pacific, BIS Representative Office for Asia and Pacific.
- BIS (2012). 82nd Annual Report, Basel
- Chan, E., Chui, M., Packer, F., Remolana E.(2012). Local currency bond market and the Asian Bond Fund 2 Initiative, *BIS Papers*, 63.
- Claessens, S., Ratnovski, I. (2014). What is shadow banking?, *IMF Working Paper*, 25. <http://dx.doi.org/10.5089/9781475597349.001>
- Craig, R., S, Hua, Ch., Ng, P., Yuen, R. (2013). Development of the renminbi market in Hongkong SAR: Assessing onshore-offshore market integration, *IMF Working Paper*, 268. <http://dx.doi.org/10.5089/9781484332948.001>
- Ehlers, T., Packer, F. (2013). Fx and derivatives markets in emerging economies and the internationalisation of their currencies, *BIS Quarterly Review*, December.
- Eichengreen, B. (2012). Regional financial arrangements and International Monetary Fund, *ADBI Working Paper*, 394.
- Eichengreen, B. (2013). ADB Distinguished Lecture: Renminbi internationalisation: Tempest in a teapot?, *Asian Development Review*, 1.
- Feyzioglu, T.(2009). Does good financial performance mean good financial intermediation in China?, *IMF Working Paper*, 170. <http://dx.doi.org/10.5089/9781451873177.001>
- Filardo, A.(2011). The impact of the international financial crisis on Asia and the Pacific: Highlighting monetary policy challenges from a negative asset price bubbles perspective, *BIS Working Papers*, 356.
- Gao, H., Yu, Y.(2009). Internationalisation of the renminbi, [www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf](http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf), (18.02.2014)
- Genberg, H.(2012). Currency internationalisation: analytical and policy issues, *BIS Papers*, 61.
- Glinka, K.(2010). Rynek finansowy w Chinach. W D. Kopycińska (Ed.), *Wybory podmiotów decyzyjnych w warunkach globalizacji*, Szczecin. Volumina.
- He, D., McCauley R.N.(2013). Transmitting global liquidity to East Asia: policy rates, bond yields, currencies and dollar credit, *BIS Working Papers*, 431.
- Hope, N., Hu, F.(2006). Reforming china's banking system. W I. Aziz I. (Ed.), *China and India: learning from each other: reforms and policies for sustained growth*, Washington D.C.: IMF.
- IMF (2010). Global Financial Stability Report, April.
- IMF (2011). Country Report nr 193.
- IMF (2012). Country Report nr 195.
- IMF (2013a). Country Report nr 21.
- IMF (2013b). Press Release nr 260.
- IMF (2013c). Regional Economic Outlook Update, Asia and Pacific, October.
- IMF (2013d). World Economic Outlook, October.
- IMF (2014). Country Report 235.
- Kawai, M.(2012). Capital inflows and regional policy cooperation, *Asia Development Review*, 1.
- Kenen, P.B.(2012). Currency internationalisation: an overview, *BIS Papers*, 61.
- Kose, M. A., Prasad, E.(2010). Emerging markets come of age, *Finance and Development*, December.
- Kroeber, A.(2013). China's global currency: Lever for financial reform, *Brookings-Tsinghua Center for Public Policy*, 4.
- Lardy, N.(2012). Increasing market access for U.S. financial firms in China, <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-112-ba20-wstate-nlardy-20120516.pdf>, (13.02.2014)
- Ma, G., McCauley, R.N.(2013). Is China or India more financially open?, *BIS Working Papers*, 410.
- Maziad, S., Farahmad, P, Wang S, Segal S, Ahmed F.(2011). Internationalisation of emerging market currencies: A balance between risks and rewards, IMF, Strategy, Policy, and Review Department and Monetary and Capital Markets Department.
- Maziad, S., Kang, J.S.(2012). RMB internationalisation: onshore/offshore links, *IMF Working Paper*, 268. <http://dx.doi.org/10.5089/9781475503838.001>

- Mucha, K.(2012). Wykorzystanie polityki fiskalnej w przeciwdziałaniu skutkom kryzysu- doświadczenia krajów Azji Południowo-Wschodniej. W A. Wojtyna (Ed.), *Efekty działań antykryzysowych w krajach na średnim poziomie rozwoju*, Warszawa: PWE.
- Prasad, E., Sorkin, I.(2009). Sky's the limit? National and global implications of China's reserves accumulation, [www.brookings.edu/research/articles/2009/07/21-chinas-reserve-prasad](http://www.brookings.edu/research/articles/2009/07/21-chinas-reserve-prasad), (18.02 2014)
- Prasad, E., Ye, L.(2012). Will the renminbi rule?, *Finance and Development*, March.
- Ran, L., Wray, L.R, Lommer, Y.,F.(2013). Monetary and fiscal operations in the People's Republic of China, *ADB Economics Working Paper Series*, 380.
- Rickards, J.(2012). Wojny walutowe. Nadejście kolejnego globalnego kryzysu, Gliwice: Helion.
- Shim, I.(2012). Development of Asia-Pacific corporate bond and securitisation markets, *BIS Papers*, 63.
- Singh, M.(2012). „Puts” in the shadow, *IMF Working Paper*, 229. <http://dx.doi.org/10.5089/9781475510560.001>
- Teng, A.(2013). Internationalisation of the RMB and the role of Macao as a financial platform, [www.bis.org/ewview/r130605dpdf](http://www.bis.org/ewview/r130605dpdf), (18.02 2014)
- Uchimura-Shiroishi, H., Wu, H.(2013). Raising awareness of anticompetitive behavior in the financial sector of the People's Republic of China , ADB
- Wojtyna, A.(2012), Standardowe i niestandardowe działania antykryzysowe w gospodarkach wschodzących. W A. Wojtyna (Ed), *Efekty działań antykryzysowych w krajach na średnim poziomie rozwoju*, Warszawa: PWE.
- Yueh, L.(2010). A stronger China, *Finance and Development*, June.