

Joanna Bogołębska

Uniwersytet Łódzki

Internacjonalizacja walut krajów *emerging markets* jako nowe zjawisko w finansach międzynarodowych

Proces internacjonalizacji waluty postrzegany był dotychczas jako zjawisko przypisywane krajom rozwiniętym. Wynika to z doświadczeń międzynarodowego systemu walutowego (msw), który w toku ewolucji opierał się na walutach krajów rozwiniętych (USD, EUR, GBP, czy charakteryzujących się wysokim stopniem umiędzynarodowienia DEM i jenie JPY), spełniających funkcje waluty międzynarodowej. Tymczasem ostatnia dekada to okres wyraźnego rozwoju gospodarczego i wzrostu znaczenia w gospodarce globalnej krajów określanymi jako „rynków wschodzących” (*emerging markets* – EM), skutkującego pojawieniem się nowego zjawiska, jakim jest internacjonalizacja ich walut. Niewątpliwie czynnikiem dynamizującym ten proces stał się globalny kryzys finansowy, uświadamiający konieczność oparcia systemu walutowego na wielu walutach w celu zwiększenia jego stabilności. W efekcie, w literaturze pojawił się nowy nurt analizujący ryzyka, zagrożenia i korzyści z internacjonalizowania walut krajów *emerging markets*. Wśród walut mogących potencjalnie ogrywać taką rolę wymienia się powszechnie: chińską (RMB), indyjską (INR), brazylijską (BRL), rosyjską (RUB), południowoafrykańską, a czasami także koreańską i turecką. Celem artykułu jest prezentacja uwarunkowań, zakresu oraz potencjalnego kierunku ewolucji dokonującej się internacjonalizacji walut krajów *emerging markets* na tle tradycyjnego, teoretycznego spojrzenia na zjawisko, w oparciu o aktualne światowe badania i analizy w tym obszarze. Rozważania prowadzą do konkluzji, że z grupy tej niewątpliwie największy stopień zaawansowania internacjonalizacji oraz wypełnienia przesłanek do pogłębiania się procesu wykazuje waluta chińska, jednak także inne waluty (RUB, BRL) mogą odgrywać istotną rolę w tym procesie. Proces internacjonalizacji walut krajów *emerging markets* będzie z pewnością długotrwały i zasadniczo przybierze charakter internacjonalizacji regionalnej.

Internationalisation of Emerging Market Currencies as a new phenomenon in international finance

So far, the process of internationalisation of the currency has been perceived as a phenomenon concerning advanced economies. This conclusion has been drawn on the basis of the experiences of the international monetary system, which in its evolution has been based on advanced economies' currencies (USD, EUR, GBP, or highly internationalised DEM and JPY) fulfilling the functions of international currency. However, over the last decade emerging market economies have gained importance in the global economy due to their strong economic development, which has resulted in the new phenomenon, namely the internationalization of emerging market currencies. Undoubtedly, among factors giving dynamics to this process was the global financial crisis revealing the necessity of multi-currency monetary system as a condition of enhancing its sta-

bility. In effect, many authors started to analyze in their studies the risks, merits, and demerits of the internationalization of emerging market currencies. Among these currencies are: Chinese renminbi (RMB), Indian rupee (INR), Brazilian real (BRL), Russian ruble (RUB), and sometimes the currencies of South Africa, Korea, and Turkey. The article aims at presenting – on the grounds of the traditional, theoretical view as well as empirical studies – prerequisites, scope, and prospects of potential evolution of emerging markets currencies' internationalization. The main conclusion is that although Chinese RMB is the most advanced in the process of internationalization currency, other currencies (RUB, BRL) may also be of significance. However, the process described above is supposed to be of long-time horizon and of strong regional impact.

Keywords: international currency, emerging market economies

Klasyfikacja JEL: F30, F32

Wprowadzenie

Istotną cechą współczesnego międzynarodowego systemu walutowego (msw) jest powolna ewolucja w kierunku systemu opartego na większym znaczeniu walut krajów *emerging markets*. Zjawisko to należy postrzegać jako wynik oddziaływania dwóch sił: z jednej strony, coraz bardziej ustabilizowanych fundamentów gospodarczych tych krajów, ich rosnącego udziału w globalnym wzroście, handlu i przepływach finansowych, z drugiej zaś zwiększonej potrzeby dywersyfikacji portfela ze strony inwestorów. Wzrost zainteresowania walutami krajów *emerging markets* wyrażają zarówno uczestnicy sektorów prywatnych, jak i oficjalnych. Spełnianie różnych funkcji msw przez jedną lub dwie waluty, mimo że efektywne, nie odzwierciedla wzrastającej wielopolarowej struktury gospodarki globalnej. Ponadto może powodować wzrost niestabilności systemowej dla pozostałych uczestników, wynikający z szoków lub polityki monetarnej w krajach emitentach waluty globalnej. Potrzeba większej dywersyfikacji stała się szczególnie wyraźna w obliczu doświadczeń globalnego kryzysu finansowego – rekordowo silnych tendencji aprecjacyjnych franka szwajcarskiego oraz jena japońskiego, odzwierciedlających nie tylko awersję do ryzyka i tzw. ucieczkę do pewnych aktywów (*flight to quality*), lecz także brak istotnej alternatywy inwestycyjnej i wystarczająco głębokich rynków finansowych zdolnych do absorbowania masowych przepływów kapitałowych charakteryzujących obecny msw [Maziad i in., 2011].

1. Dotychczasowe podejście teoretyczne do uwarunkowań procesu i zakresu umiędzynarodawiania waluty

Internacjonalizacja waluty, rozumiana jako wykorzystanie waluty poza granicami kraju emitenta w celu zakupu towarów, usług i aktywów finansowych

w transakcjach z udziałem nierezydentów, postrzegana była tradycyjnie jako proces o charakterze ewolucyjnym, kierowany siłami rynkowymi [Maziad i in., 2011]. Tradycyjne podejście teoretyczne koncentruje się na analizie wykorzystania waluty w trzech funkcjach pieniądza: miernika wartości, środka płatniczego oraz środka akumulacji. Waluta międzynarodowa jest definiowana zatem z perspektywy spełniania tych funkcji – tzn. waluta krajowa staje się międzynarodową, kiedy spełnia te funkcje w stosunku do zagranicy. Proces poszerzania funkcji pieniądza w stosunku do zagranicy cechuje sekwencyjność: w pierwszej kolejności waluta jest wykorzystywana jako środek płatniczy i miernik wartości, a w fazie końcowej wzrastający popyt transakcyjny na pieniądź wywołuje przezornościowy i spekulacyjny popyt na walutę, która zaczyna pełnić funkcję środka akumulacji. Funkcje pieniądza rozszerzają się z wykorzystania prywatnego do oficjalnego oraz z rynków towarowych do finansowych. Zgodnie z tą logiką, wykorzystanie przez sektor prywatny na rynkach towarowych oraz oficjalny na rynkach finansowych stanowią dwa bieguny funkcji [Xu, 2009].

Takiej perspektywie teoretycznej przeczą jednak doświadczenia empiryczne.

Wykazują one, że możliwe jest postrzeganie waluty jako zinternacjonalizowanej bez spełniania funkcji waluty rezerwowej. Przykładem są australijski i nowozelandzki dolar, powszechnie wykorzystywane przez międzynarodowych inwestorów portfelowych ze względu na wysokie dochodowości emitowanych w tych walutach obligacji korporacyjnych. Jednocześnie żadna z tych walut nie odgrywa wiodącej roli w oficjalnych aktywach rezerwowych [Kroeber, 2013]. Innym przykładem waluty niespełniającej wszystkich funkcji pieniądza w sferze międzynarodowej jest jen japoński, którego cechuje raczej słabe wykorzystanie w funkcji miernika wartości i środka wymiany, przy jednoczesnym spełnianiu funkcji środka tezauryzacji. Internacjonalizacja jena przebiegała głównie kanałem rachunku kapitałowego i finansowego, który odgrywał podstawową rolę w eksporcie płynności, a nie kanałem rachunku obrotów bieżących [Xu, 2009]. Nierównowaga w spełnianiu różnych funkcji pieniądza potwierdza tezę, że status waluty kluczowej (*key currency*) należy odróżnić od międzynarodowej (*international currency*), gdzie waluta kluczowa oznacza spełnianie funkcji pieniądza we wszystkich obszarach. Internacjonalizacja waluty nie oznacza zatem, że staje się ona walutą kluczową. Można ją traktować jako proces ciągły, o ograniczonym zakresie oddziaływania; co więcej, okazuje się, że może ona być także procesem o charakterze regionalnym, ograniczonym do wykorzystania zagranicznego waluty przez kraje o dużej współzależności gospodarczej.

Zaletą podejścia polegającego na analizowaniu stopnia internacjonalizacji waluty przez pryzmat spełniania poszczególnych funkcji pieniądza jest łatwość operowania tymi kategoriami w badaniach empirycznych. Podejście to jednak niewiele mówi o wyjściowych przesłankach procesu internacjonalizowania waluty.

Badania empiryczne dotyczące walut krajów rozwiniętych potwierdzają, że o powodzeniu procesu internacjonalizacji nie decyduje jeden konkretny czynnik, lecz zestaw warunków, do których zalicza się: rozmiar gospodarki, jej udział w globalnym handlu, stabilność makroekonomiczną, otwartość na rachunku obrotów kapitałowych oraz głębokość rynków finansowych. Relatywne znaczenie tych czynników różni się w odniesieniu do poszczególnych walut i może powodować słabsze spełnianie przez pieniądz jednej z funkcji. Jednakże w przypadku „prawdziwie globalnych walut” wszystkie warunki zostają spełnione w istotnym stopniu.

W analizie uwarunkowań procesu internacjonalizacji niektórzy badacze przyjmują perspektywę badawczą szerszą niż tradycyjna i wyodrębniają trzy grupy czynników: rozmiar gospodarki, czynniki popytowe oraz podażowe [Maziad i in., 2011].

1. Rozmiar gospodarki – z reguły wiodąca siła gospodarcza i polityczna dostarcza walutę globalną ze względu na duży potencjał dla tworzenia głębokich i płynnych rynków finansowych (dominująca pozycja funta szterlinga od końca XIX w. i dolara amerykańskiego w XX w.).
2. Czynniki generujące popyt na walutę w skali regionalnej lub globalnej:
 - efekt sieci (*network effect*) – doświadczenia guldena holenderskiego (XVII i XVIII w.), funta szterlinga (XIX w.) oraz dolara amerykańskiego w XX w. wykazują, że posiadanie szerokiej sieci handlu wspiera wykorzystanie waluty w funkcji środka płatniczego i miernika wartości. Pozytywny efekt sieci powstaje wtedy, gdy wartość produktu lub usługi wzrasta wraz ze wzrostem jej wykorzystania;
 - praktyki dotyczące fakturowania – wpływa na nie wiele czynników (m.in. udział kraju w światowym eksporcie, jego struktura, kompozycja łańcucha dostaw). Na przykład, działania zmierzające do stworzenia międzynarodowego popytu na wona koreańskiego były zahamowane poprzez ustalone praktyki ustalania cen i fakturowania handlu w USD i walutach europejskich;
 - miernik wartości – kluczowymi czynnikami kreującymi popyt na walutę w tej funkcji są: stabilność makroekonomiczna i finansowa kraju, w tym wysoka dynamika wzrostu gospodarczego oraz niska i stabilna inflacja. Spektakularny jest przykład Japonii, gdzie po kryzysie bankowym lat dziewięćdziesiątych XX w. działania zmierzające w kierunku internacjonalizacji waluty nie okazywały się skuteczne.
3. Czynniki podażowe internacjonalizacji waluty:
 - głębokość i płynność krajowych rynków finansowych. Dostęp do tych rynków jest kluczowy dla zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym i kredytowym przez uczestników rynków międzynarodowych. Jednocześnie

ustanowienie i liberalizacja krajowych rynków finansowych i kapitałowych powoduje wzrost konkurencyjności instytucji finansowych, co skutkuje zdolnością krajowych instytucji finansowych do zarządzania napływami i odpływami kapitału;

- rola rynków *offshore* – doświadczenia wykazują, że ich rozwój odgrywał istotną rolę w procesie internacjonalizacji i stawał się bodźcem dla rozwoju rynków *onshore* (przykład USD w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych XX w.). Istotne jest, aby ich rozwój następował równoległe z pogłębianiem rynków finansowych *onshore*. Przykładem braku tego uwarunkowania jest proces internacjonalizacji jena, w przypadku którego rozwojowi rynków *offshore* towarzyszyła kontrola i regulacja krajowych rynków finansowych, uniemożliwiająca pogłębianie krajowych rynków finansowych i przyciąganie napływu kapitału i inwestycji w aktywa denominowane w jenie;
- wymienialność waluty i liberalizacja rachunku obrotów kapitałowych – ograniczenia w wymienialności waluty w zakresie transakcji rachunku kapitałowego mogą podnosić koszty transakcji denominowanych w walucie oraz ograniczać dostęp zagranicy do krajowego miernika wartości. Doświadczenia wykazują, że waluty międzynarodowe, jak gulden, funt sterling czy dolar, były emitowane przez kraje o dominującej pozycji w finansach międzynarodowych;
- zaangażowanie władz w proces internacjonalizacji – stosując różne instrumenty (np. poprzez skłonność do dostarczania płynności), można świadomie budować wiarygodność globalnego aktywu. Przykładem takiego zaangażowania jest ustanowienie przez System Rezerwy Federalnej linii swapowych z 14 bankami centralnymi w trakcie globalnego kryzysu finansowego;
- długość procesu – z reguły uznawany za proces stopniowy, gdyż wypełnienie powyższych warunków jest czasochłonne. Jeśli główną przeszkodą w procesie internacjonalizacji są bariery regulacyjne, ich usunięcie może szybko doprowadzić do uzyskania takiego statusu. Na przykład, podkreśla się, że wyłonienie się dolara jako waluty międzynarodowej w latach dwudziestych XX w. było procesem szybkim.

2. Potencjał dla internacjonalizowania walut krajów *emerging markets*

Nawiązując do powyższych przesłanek, wśród czynników mogących rzutować na potencjalną zdolność do internacjonalizacji walut krajów *emerging markets* badacze wyodrębniają [Maziad i in., 2011]:

- istotny udział w światowym PKB i światowym handlu. Kraje *emerging markets* wypracowują obecnie prawie połowę światowego PKB. Wzrostowi znaczenia gospodarczego krajów EM towarzyszy wzrost centralności handlu (*trade centrality*) – badania wykazują, że Chiny wyprzedzają USA i strefę euro, jeśli chodzi o ich centralną pozycję w globalnym systemie handlu. Taka zmiana strukturalna może być czynnikiem zmiany alokacji aktywów oraz wzorca oszczędności i inwestycji. Udział Chin w globalnych przepływach handlowych wyróżnia się na tle innych krajów EM, wynosząc 9% globalnego handlu w 2010 r. Chiny są obecnie największym światowym eksporterem, w niedługim czasie mogą prześcignąć USA w pozycji największego importera. Inne kraje EM także wykazują wzrost udziału w globalnych przepływach handlu;
- znaczenie kraju w regionie – udział krajów EM w handlu regionalnym najbardziej spektakularnie wzrósł w przypadku Chin, co wynika z istotnej roli handlu wewnątrzregionalnego Azji na tle handlu globalnego. Również Brazylia odnotowała znaczny wzrost swojej roli jako regionalny partner handlowy. Rosnące powiązania handlowe między krajami EM mogą prowadzić do modelu „południe-południe” w wykorzystywaniu ich walut;
- udział handlu surowcowego w przepływach handlowych kraju. Posiadanie wysokiego udziału może stanowić przeszkodę w procesie internacjonalizacji waluty (przypadek Brazylii, Indii i Rosji), co wynika z faktu, że wartość walut dużych eksporterów i importerów surowców jest w dużym stopniu determinowana ruchami cen surowców, ograniczającymi atrakcyjność waluty jako miernika wartości i międzynarodowego środka akumulacji, mimo że mogą stanowić zabezpieczenie dla importerów surowców. Z kolei na walutę Chin w znacznie mniejszym stopniu wpływa handel surowcowy. W przypadku Rosji podkreśla się, że jej silne uzależnienie od surowców naturalnych stanowi barierę dla procesów internacjonalizacji z dwóch powodów: po pierwsze, zasoby naturalne stanowią podstawę eksportu Rosji i są denominowane w USD; wydobycie surowców i przemysł energetyczny stanowią podstawę gospodarki kraju, a ich eksport sięga 70%. Po drugie, kurs RUB podlega silnym wahaniom ze względu na wahania cen surowców, przez co może nie zyskać zaufania zagranicznych inwestorów (wykazuje tendencje do aprecjacji, kiedy ceny surowców wzrastają, oraz do spadku, kiedy ceny te spadają); może to stanowić barierę dla wykorzystania waluty w handlu i inwestycjach oraz jako waluty rezerwowej w dłuższej perspektywie;
- czynniki makroekonomiczne – średni wzrost realnego PKB w krajach EM utrzymuje się w ostatnich latach powyżej wzrostu w USA, Japonii i strefie euro, a prognozy relatywnego wzrostu dla krajów EM pozostają bardzo pomysłne. Jednakże, poza Chinami, kraje te borykają się z procesami inflacyjnymi (np. inflacja w Rosji w 2012 r. wynosiła 6,5–7%), co ma negatywne konsekwencje dla wykorzystywania waluty w funkcji środka akumulacji;

- ryzyko kredytowe i kraju – kraje EM doświadczyły poprawy ratingów kredytowych, które są w miarę stabilne. Dla dynamizacji procesu internacjonalizacji waluty osiągnęte obecnie ratingi (Baa3/BBB lub wyższe) mogą być jednak niewystarczające;
- ryzyko walutowe – jego dywersyfikacja jest istotnym czynnikiem uwzględnianym przez międzynarodowych inwestorów. Uwzględnienie walut krajów EM w portfelach może prowadzić do korzyści płynących z dywersyfikacji oraz ograniczać *value-at-risk*. Mimo istotnych postępów rynki walutowe krajów EM nadal są mało efektywne i płynne;
- otwartość na rachunku obrotów kapitałowych – zgodnie z Indexem Cinn i Ito, wśród krajów, które dokonały istotnego postępu w liberalizowaniu rachunków kapitałowych, znajdują się Brazylia i Rosja, podczas gdy Chiny, Indie i Afryka Płd. nadal wykazują niski stopień otwartości. W przypadku Indii, gdzie napływy zagranicznych inwestycji bezpośrednich są zliberalizowane, napływy kapitałów dłużnych podlegają silnym restrykcjom i pułapom ilościowym. Na szczególną uwagę zasługuje Rosja, której transakcje na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych zostały zliberalizowane na wczesnym etapie (w 2006 r., razem z pełną wymiennalnością rubla) procesów internacjonalizacji w stosunku do innych gospodarek *emerging markets*. Oznacza to jednak konieczność przeprowadzania intensywnych interwencji walutowych przez bank centralny, mimo że oficjalnie kraj wprowadził płynny reżim kursowy (w 2010 r.). Należy podkreślić także istotne otwieranie się instytucji finansowych na kapitał zagraniczny w Rosji. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Rosji w dużej mierze następował do sektora bankowego, co tłumaczy się wzrostem stabilności makroekonomicznej w Rosji w ostatnich 10 latach oraz polityką liberalizowania dostępu zagranicznego kapitału do kraju. Zakres liberalizacji rachunku kapitałowego w przypadku Brazylii także wyprzedza inne kraje EM, powodując napływ kapitału zagranicznego w dużej mierze w postaci inwestycji portfelowych. Zaufanie do reala brazylijskiego jako waluty inwestycyjnej wzrasta, a czynnikiem, który je buduje, jest postrzeganie kraju jako bogato wyposażonego w surowce;
- głębokość rynków finansowych – badania empiryczne wykazują, że udział walut krajów BRICS (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny i RPA) w globalnych rynkach kapitałowych wzrósł, aczkolwiek jeszcze jest daleki od poziomu, który sugerowałby ich wzrost gospodarczy. Na szczególną uwagę zasługuje ekspansja krajowych rynków obligacji w Chinach i Brazylii. Do oceny głębokości rynków finansowych MFW stworzył indeks całkowitych zobowiązań finansowych (zarówno krajowych, jak i zagranicznych) wobec PKB każdego kraju i gospodarki światowej jako całości. Indeks wykazuje, że kraje, których waluty wchodziły w skład koszyka SDR-ów, mają największy udział w „globalnej głębokości rynków finansowych”. Tuż za nimi plasują się Chiny;

- rynki *offshore* – ich rozwój przyczynia się do zainteresowania walutą, ułatwiając wykorzystanie jej w skali międzynarodowej. Rynki *offshore* krajów EM w ostatnich latach zyskują na znaczeniu. Szczególną rolę odgrywają w procesie internacjonalizacji renminbi (RMB), gdzie Hongkong został ustanowiony jako pierwszy testowy rynek dla transakcji zawieranych w RMB;
- zaangażowanie władz publicznych w politykę internacjonalizowania waluty – szczególnie widoczne w przypadku Chin i Rosji. Rosja już w 2000 r., po utworzeniu się rządu Putina, ujawniła swoje aspiracje do internacjonalizowania waluty, a w 2008 r. ustanowiła internacjonalizowanie RUB jako oficjalny cel polityki państwa [Nakamura, Ueda, Matsui, 2012]. Co ciekawe, biorąc pod uwagę, jak ogromną uwagę międzynarodową przyciąga proces internacjonalizacji RMB, nie ma oficjalnego dokumentu/strategii zarysowującej ten projekt. Internacjonalizacja RMB jest tylko wspomniana w dwunastym Pięcioletnim Planie Rocznym opublikowanym w marcu 2011 r., w kontekście bardziej ogólnych celów, jakimi są zwiększanie elastyczności kursu walutowego i wymienialności waluty [Kroeber, 2013].

W analizie stopnia spełnienia warunków procesu internacjonalizacji walut krajów EM często stosuje się odniesienie do doświadczeń Japonii z lat osiemdziesiątych XX w., okresu intensywnej internacjonalizacji jena. Z poniższej tabeli wynika, że nominalny PKB oraz eksport i import towarów oraz krótkoterminowych i długoterminowych kapitałów w Chinach przekracza analogiczne wskaźniki w Japonii.

Tabela 1. Wskaźniki makroekonomiczne Chin, Brazylii i Rosji w 2011 r. oraz Japonii (w mld USD i w %)

Wyszczególnienie	Chiny	Brazylia	Rosja	Japonia (1980)	Japonia (2011)
Nominalny PKB	7,298	2,475	1,850	1,087	5,869
(udział w globalnym PKB)	10,2	3,4	2,6	10,2	8,2
Eksport	1,899	256	516	127	821
(udział w globalnym eksporcie)	10,6	1,4	2,9	6,5	4,6
Import	1,743	226	305	125	853
(udział w globalnym imporcie)	9,4	1,2	1,6	6,2	4,6
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (odpływ)	65	-1	67	2	114
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (napływ)	124	67	53	0	-2
Inwestycje portfelowe (odpływ)	8	5	3	4	57
Inwestycje portfelowe (napływ)	32	68	2	11	-1

Źródło: [Nakamura, Ueda, Matsui, 2012].

3. Stopień zaawansowania procesów internacjonalizacji walut krajów *emerging markets*

Wykorzystanie walut krajów *emerging markets* w międzynarodowych transakcjach i rozliczeniach, zarówno handlowych, jak i finansowych, wzrosło istotnie na przestrzeni ostatnich lat. Jako waluty fakturowania i rozliczania międzynarodowych transakcji, a także denominowania długu szczególną dynamikę internacjonalizowania wykazują RMB i BRL.

Promowanie transgranicznych płatności i rozliczeń handlu we własnej walucie pozwala przedsiębiorstwom z krajów internacjonalizujących walutę uniknąć ryzyka kursowego oraz zredukować straty wynikające z wahań kursowych, instytucje finansowe mogą z kolei korzystać z poszerzonych rynków i wzrostu konkurencyjności.

Pierwsze oznaki internacjonalizowania RMB¹ pojawiły się już w 2003 r., kiedy umożliwiono bankom w Hongkongu w ograniczonym zakresie prowadzić obsługę rachunków bankowych w RMB, co spowodowało wzrost depozytów w tej walucie. Proces nabrał dynamiki w 2009 r., kiedy wdrożono program zezwalający na rozliczanie denominowanych w RMB transakcji handlowych, co pozwalało wybranym przedsiębiorstwom z Szanghaju i kilku prowincji na rozliczanie transakcji handlowych z Hongkongiem i krajami ASEAN w RMB. Program był sukcesywnie rozszerzany na podmioty z innych prowincji Chin oraz całą gospodarke globalną. Od 2010 r. zakres transakcji został poszerzony o wszystkie transakcje rachunku obrotów bieżących, w tym handel usługami. Wartość rozliczeń denominowanych w RMB wyniosła pod koniec 2011 r. 583,4 mld RMB, z czego 525,4 mld RMB dotyczy transakcji dokonywanych z Hongkongiem jako partnerem handlowym. Chiny podpisały także porozumienia dotyczące bilateralnych płatności w RMB z 8 sąsiednimi gospodarkami, m.in. z Rosją, Mongolią i Wietnamem. Działania mające na celu zezwalanie na większe wykorzystanie RMB za granicą mogą prowadzić do wzrostu popytu na walutę, nawet jeśli przenoszą ciężar fluktuacji kursu walutowego na partnerów handlowych [Ranjan, Prakash, 2010].

Mimo że 15% chińskiego importu oraz 9% chińskiego eksportu było w 2012 r. fakturowane w RMB, wartości te wciąż nie są jeszcze spektakularne.

Fakturowanie i rozliczanie międzynarodowych transakcji handlowych w RUB stanowi mniej niż 4% całkowitego handlu Rosji. Jednakże większość handlu z krajami byłego ZSRR, który stanowi 10% całkowitego handlu Rosji, jest denominowane w RUB. W odniesieniu do transakcji usługowych 30% z nich Rosja denominuje we własnej walucie (w handlu usługami z krajami byłego ZSRR wskaźnik ten wynosi aż 50%).

¹ Bardziej szczegółowy opis procesów internacjonalizacji RMB zob. [Bogolebska, 2012].

Tabela 2. Odsetek handlu denominowanego w RUB (w %)

Kraj	2006	2007	2008	2009	2010
Rosja	3,7	3,9	3,7	3,8	3,9
Białoruś	28,0	28,7	27,0	26,2	30,4
Kazachstan	11,1	12,2	8,5	7,6	8,2
Kirgistan i Tadżykistan	11,8	10,3	12,0	12,1	10,8

Źródło: [Nakamura, Ueda, Matsui, 2012].

Waluta indyjska nie jest obecnie wykorzystywana w międzynarodowych transakcjach, z wyjątkiem Nepalu i Bhutanu. Nierezydenci nie mogą utrzymywać aktywów oraz, co istotniejsze, pasywów, denominowanych w INR, powyższej ściśle określonych limitów. Prawie cały handel zagraniczny Indii jest fakturowany i rozliczany w USD. Wysiłki zmierzające do promowania fakturowania handlu w INR spotkały się z małym zainteresowaniem ze strony tych partnerów handlowych, których waluty nie są walutami międzynarodowymi.

W odniesieniu do Brazylii należy zauważyć, że od szczytu krajów BRIC w 2009 r. podejmuje się działania mające na celu promowanie rozliczeń w handlu we własnych walutach między nią a Argentyną. Dane statystyczne wskazują, że denominowanie transakcji eksportowych z Brazylii do Argentyny w BRL wzrosło znacznie, a jednocześnie denominowanie transakcji importowych Brazylii z Argentyny w ARS (peso argentyńskie) nie zmieniło się, co tłumaczy się izolacją Argentyny od globalnych rynków finansowych w XXI w. Wzrost wykorzystania BRL w transakcjach handlowych z Argentyną ilustruje trudność w osiągnięciu tego celu jednocześnie przez oba kraje, co sugeruje, że wraz z rozszerzaniem wykorzystania waluty krajowej na pozostałe kraje MERCOSUR Brazylii może faktycznie dynamizować proces internacjonalizowania waluty w skali regionu [Nakamura, Ueda, Matsui, 2012].

Powyższe przykłady wskazują, że w funkcji miernika wartości dla sektora prywatnego waluty krajów *emerging markets* dokonały już pewnego zakresu internacjonalizacji. W przypadku RMB istnieją badania empiryczne potwierdzające rozciągnięcie tej funkcji pieniądza na sektor publiczny. Marcel Fratzscher i inni badacze wykazują empirycznie, że kurs RMB stał się punktem odniesienia dla kształtowania się kursów walutowych i polityki monetarnej w azjatyckich krajach *emerging markets* w 2005 r., a w jeszcze większym stopniu od czasu globalnego kryzysu finansowego. Mimo ich oficjalnego powiązania z USD, *de facto* są one silnie uzależnione od kształtowania się kursu RMB, co nazwane zostało „hipotezą dominacji Chin” i uznane za symptom wykształcania się regionalnego systemu walutowego [Fratzscher, Mehl, 2011]. Analiza walut azjatyckich opartych na standardach koszykowych wskazuje, że waga RMB w koszykach walut krajów z regionu wynosi: 49% dla dolara singapurskiego, ponad 40% dla waluty malezyjskiej

i indonezyjskiej, ponad 30% dla indyjskiej i dolara tajwańskiego. Funkcji tej nie należy jednak nadinterpretować – waluty dwóch największych gospodarek regionu: Japonii oraz Korei Płd. nie wykazują żadnej korelacji z RMB [Kroeber, 2013]. Innym przykładem działań było podpisanie serii porozumień swapowych z zagranicznymi bankami centralnymi na dostawę RMB w zamian za zagraniczną walutę. Poprzez zobowiązanie do dostawy funduszy w RMB celem tego działania była promocja rozliczeń w RMB i rozwój wzajemnej wymiany handlowej oraz zapewnienie źródła płynności w sytuacji wysuszenia rynków prywatnych.

Funkcję waluty płatności dla sektora prywatnego można ocenić w oparciu o analizy transakcji na międzynarodowym rynku walutowym, które wskazują, że waluty krajów *emerging markets* (ze skromnym wyjątkiem dolara singapurskiego oraz Hongkongu) wciąż nie odgrywają na nim istotnej roli, mimo tendencji wzrostowej. Główną barierą dla szerszego zastosowania tych walut jest brak instrumentów hedgingowych, co odzwierciedla wciąż małą skalę transakcji na rynku derywatów walutowych. Niemniej jednak wskazuje się, że wykorzystanie derywatów walutowych wzrosło o 50% w przypadku BRL, podwoiło się w przypadku INR i RUB, oraz 20-krotnie wzrosło w przypadku RMB [Maziad i in., 2011]. Wykorzystanie RUB w transakcjach na międzynarodowym rynku walutowym wynosi mniej niż 1%, a zatem znacznie mniej niż w transakcjach handlowych. Sugeruje to, że wykorzystanie RUB w transakcjach kapitałowych także jest znikome [Nakamura, Ueda, Matsui, 2012]. Udział Indii w całkowitych dziennych obrotach rynku walutowego jest bardzo mały (0,9%), ale systematycznie wzrasta. Udział waluty indyjskiej w całkowitych obrotach walutowych jest bardzo mały, a co istotne dominują w nich transakcje spot, podczas gdy w przypadku walut międzynarodowych (EUR, USD) koncentrują się one na swapach walutowych [Ranjan, Prakash, 2010].

Wykorzystanie rynków *offshore* w procesach internacjonalizacji jest szczególnie spektakularne w przypadku Chin (widać tu też sekwencyjność działań). Wspomniane już ustanowienie Hongkongu jako miejsca dla transakcji w RMB polegało na umożliwieniu składania depozytów (najpierw indywidualnych, potem także korporacyjnych). Następnie poszerzono wykorzystanie RMB do zaciągania pożyczek i dokonywania płatności oraz transgranicznych rozliczeń w handlu, co miało ograniczyć ryzyko kursowe dla eksporterów z Hongkongu. Kolejnym krokiem była możliwość zawierania transakcji walutowych i finansowych na rynku międzybankowym w Hongkongu. Na rynku tym zawiera się dziesięciokrotnie więcej transakcji USD/RMB niż na rynku tokijskim na parze JPY/RMB.

Rynek *offshore* w Hongkongu służy także emisji denominowanych w RMB instrumentów finansowych, w tym tzw. Dim-Sum Bonds (obligacji denominowanych w RMB) przeznaczonych zarówno dla przedsiębiorstw z Hongkongu, jak i nierezydentów. Również rząd chiński może emitować takie zadłużenie na rynku

offshore, co oznacza możliwość spłaty zadłużenia we własnej walucie, jednak w niewielkim stopniu wykorzystuje ten rynek. Emisja długu w Hongkongu pozwala przedsiębiorstwom chińskim na pozyskiwanie funduszy po niższym koszcie niż na rynku krajowym, a inwestorom w Hongkongu na osiąganie wyższych stóp zwrotu niż z depozytów denominowanych w RMB. Skala emisji obligacji Dim-Sum systematycznie rośnie. Kolejnymi istotnymi rynkami *offshore* dla RMB stały się Londyn (2011 r.), Singapur i Tokio. Rządy Wielkiej Brytanii, Singapuru i Japonii wyrażają zainteresowanie takimi działaniami, licząc na ożywienie ich rynków finansowych poprzez internacjonalizację RMB.

Na koniec 2012 r. depozyty w RMB w Hongkongu stanowiły 0,6% depozytów w Chinach; emisja obligacji Dim-Sum stanowiła 5% emisji w Chinach. Niewielka skala transakcji na rynku *offshore* wynika z niedopasowania aktywów i pasywów. Należy dodać także, że międzynarodowe zastosowanie RMB ogranicza się do transakcji, w których przynajmniej jedna strona jest rezydentem Chin.

Wykorzystanie waluty przez międzynarodowe organizacje i zagraniczny sektor publiczny w transakcjach kapitałowych wzrasta poprzez emisje obligacji denominowanych w BRL. Ostatnio międzynarodowe instytucje i korporacje publiczne gospodarek rozwiniętych wykorzystują BRL do wzrostu kapitału na rynkach kapitałowych.

Tabela 3. Emisja obligacji w Japonii denominowanych w BRL

Rok	Emitent	Okres emisji
2012	Sweden Export Credit Bank	6 lat
2011	Kommunalbanken Norway	3 lata
2011	HSBC Bank Plc	2,5 roku
2010	Africa Development Bank	7 lat
2010	European Bank for Reconstruction and Development	7 lat
2010	Inter-American Development Bank	2 lata

Źródło: [Nakamura, Ueda, Matsui, 2012].

Emitowanie obligacji denominowanych w RUB na rynkach *offshore* jest małe w porównaniu ze skalą emisji dokonywanych w BRL i RMB. Mimo że spośród krajów byłego ZSRR Białoruś emituje obligacje denominowane w RUB, rosyjskie przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu emitują denominowane w RUB papiery dłużne za granicą, co wynika z faktu, że obecnie koszt ich emitowania jest wyższy niż emitowania obligacji w EUR.

W tym miejscu należy sformułować uogólniony wniosek, że mimo coraz większej skali wykorzystywania rynków *offshore*, waluty krajów *emerging markets* słabo jeszcze spełniają funkcje waluty inwestycyjnej.

Wśród funkcji waluty międzynarodowej, gdzie – można by sądzić – wyraźnie pojawia się miejsce dla nowych walut, wyróżniamy funkcję rezerwową. Jak wskazują statystyki MFW, udział „innych walut”² w kompozycji walutowej rezerw potroił się w ujęciu absolutnym od 2007 r., co sugeruje istnienie trendu dywersyfikacji rezerw w strategiach zarządzania. Jednakże, zważywszy na fakt, że dotychczas 7 krajów posiada w portfelu swoich rezerw walutowych RMB, co stanowi mniej niż 1% globalnego zasobu rezerw, kraje *emerging markets* nieprędko będą w stanie wypełnić tę lukę w popycie globalnym. Mimo że na dzień dzisiejszy RMB jest daleki od pełnienia funkcji waluty rezerwowej – zarówno jako komponent oficjalnych aktywów rezerwowych, jak i dla zagranicznych inwestorów prywatnych – aktywność Chin w zawieraniu porozumień swapowych oraz ustanowienie rynków obligacji denominowanych w RMB w Hongkongu są dobrymi przesłankami do wyłonienia się tej funkcji w dalszej perspektywie.

Podsumowanie

Proces internacjonalizacji walut krajów EM jest nowym zjawiskiem w finansach międzynarodowych i konfrontuje się z luką teoretyczną dotyczącą uwarunkowań procesu dla takiej grupy krajów. Najobszerniejsze studia teoretyczno-empiryczne w tym zakresie [Maziad i in., 2011] „przeszczepiają” zestaw uwarunkowań stworzonych na bazie obserwacji procesów zachodzących w odniesieniu do krajów rozwiniętych, dodając pewne uwarunkowania popytowo-podażowe, jak ryzyko kredytowe i kraju czy rola kraju w regionie. Z pewnością jest to jednak początek formułowania bardziej zwartej ujęcia teoretycznego w tym obszarze.

Procesy internacjonalizacji walut *emerging markets* należy traktować jako intencjonalne działania władz państwowych i wyraz emancypacji krajów BRIC w gospodarce globalnej i w regionie. Podstawowym kierunkiem dokonujących się stopniowo internacjonalizacji tych walut są sąsiednie regiony, z którymi istnieją silne powiązania gospodarcze – dla RMB jest to Azja Wschodnia (głównie Hongkong i Japonia), dla BRL – Argentyna, dla RUB – kraje byłego ZSRR.

Jednakże stopniowe internacjonalizowanie się walut krajów *emerging markets* można także traktować jako produkt uboczny (*by-product*) szerokiego spektrum reform gospodarczych podejmowanych w tych krajach. Na przykład, tworzenie rynków *offshore* w RMB może stać się mechanizmem znoszenia kontroli przepływów kapitałowych i przyspieszania liberalizacji finansowej kraju, uniknięcie arbitrażu wynikającego z segmentacji rynków *onshore* i *offshore*, przejawiające się w wyrównaniu cen między tymi rynkami, wymaga bowiem zniesienia kontroli

² W statystykach oficjalnych aktywów rezerwowych MFW znajduje się pozycja „inne waluty”, ale MFW nie dokonuje jej dekompozycji.

przepływu kapitału i liberalizacji krajowych stóp procentowych. Liberalizacja przepływów kapitałowych może z kolei zwiększyć udział zagranicznych instytucji na chińskim rynku finansowym i stworzyć większą konkurencję dla krajowych instytucji finansowych.

Współczesne procesy internacjonalizacji walut EM w literaturze często porównuje się do doświadczeń Japonii, która mimo bardzo długiego procesu umiędzynarodawiania (trwającego 40 lat) wciąż nie ma w pełni zinternacjonalizowanej waluty. Internacjonalizacja jena przebiegała w nietypowy sposób, ze względu na to że:

- strukturalne cechy importu (dominacja w imporcie surowców tradycyjnie denominowanych w USD) spowodowały, że eksport jena dokonywał się głównie za pośrednictwem rachunku kapitałowego i finansowego, w wyniku czego proces internacjonalizacji rozpoczął się od funkcji waluty rezerwowej;
- funkcji waluty rezerwowej brakuje trwałych podstaw – ze względu na słabość jena w fakturowaniu i rozliczaniu handlu, wykorzystanie go jako środka akumulacji wynika nie z hedgingu, lecz spekulacji.

Taki mechanizm internacjonalizacji waluty może okazać się nietrwały, co stanowić może istotny wniosek dla rozważań odnośnie dalszego procesu internacjonalizacji walut EM.

Dla trwałości procesu internacjonalizacji istotne jest zatem spełnienie funkcji rozliczenia i transakcji handlu przez daną walutę, a więc zapewnienie eksportu waluty poprzez rachunek obrotów bieżących. Przyjęcie takiego schematu procesu internacjonalizacji może wywołać popyt na transakcje finansowe i rozszerzyć wykorzystanie waluty. W przeciwnym razie powstaje zbyt wysoki poziom spekulacji ceną waluty. Zastanawiając się nad możliwością poprawy statusu jena jako waluty w funkcji środka płatniczego, zaleca się tworzenie porozumień o wolnym handlu z innymi krajami Azji Wschodniej. Podobne wnioski można wyciągać w stosunku do waluty chińskiej – otwarcie konsumentów chińskich na import może stać się czynnikiem bardziej trwałej internacjonalizacji waluty.

Potencjał Rosji i Brazylii dla procesu internacjonalizowania walut, mimo postępu w liberalizowaniu rachunku obrotów kapitałowych, ogranicza struktura ich handlu i silne uzależnienie od eksportu surowców, co hamuje wykorzystanie waluty w funkcji środka płatniczego. Często można spotkać porównanie internacjonalizacji walut tych krajów do przypadku dolara kanadyjskiego i australijskiego, walut emitowanych przez bogate w surowce kraje, co powoduje, że są one wykorzystywane w globalnych inwestycjach portfelowych, a więc w funkcji środka akumulacji, nie osiągają jednak pełnej internacjonalizacji.

W procesie dalszego internacjonalizowania analizowanych walut dużego znaczenia nabierają działania koordynacyjne podejmowane przez kraje BRIC. Podejście to widoczne staje się od 2008 r., kiedy to kraje te rozpoczęły proces pro-

mowania rozliczeń w handlu we własnych walutach, uniezależniając się tym samym od USD. Oprócz wspomnianych już inicjatyw promujących internacjonalizowanie walut w skali regionalnej, widoczne stają się inicjatywy promujące wykorzystanie walut krajów BRIC pochodzących z odległych regionów świata. Na szczególną uwagę zasługuje wzrost znaczenia handlu bilateralnego między Brazylią a Chinami w XXI w. – w 2010 r. Chiny stały się głównym partnerem handlowym Brazylii, zastępując w tej roli USA i Argentynę. Zjawisku temu towarzyszy współpraca na rzecz dynamizacji handlu i inwestycji. Jako środki promowania wykorzystywania w tym celu własnych walut należy wymienić linie swapowe udostępnione w trakcie globalnego kryzysu płynnościowego i dokonywanie rozliczeń handlowych we własnych walutach.

Przykładem działań koordynacyjnych promujących inicjatywy internacjonalizacji walut niepochodzących ze wspólnego regionu jest także ustanowienie w 2010 r. wymienialności waluty rosyjskiej i chińskiej względem siebie. Rosja, podobnie jak Brazylia, importuje tanie towary z Chin. Przedsiębiorstwa traktują rozliczanie transakcji handlowych w RUB/RMB jako korzystne, w następstwie czego skala transakcji denominowanych w tych walutach systematycznie wzrasta.

Na szczycie krajów BRIC na Hajnaniu w 2011 r. zawarto porozumienie w sprawie stopniowego zwiększania wykorzystania własnych walut do rozliczeń handlowych i inwestycyjnych. Również na czternastym szczycie przywódców krajów ASEAN +3 postanowiono wspierać wykorzystanie własnych walut w transakcjach eksportowych i importowych między Chinami, Japonią i Koreą Płd. Przykładem takich inicjatyw jest także decyzja China Development Bank o dostarczaniu finansowania w RMB regionalnym bankom rozwoju w krajach BRIC, co ma na celu promocję wykorzystania RMB w handlu i inwestycjach między tymi krajami.

W 2011 r. Chiny podpisały także z Japonią porozumienie dotyczące pogłębienia wzajemnej współpracy dotyczącej rozwoju rynków finansowych obu krajów poprzez zachęcanie do transakcji finansowych, w wyniku czego w Tokio i Szanghaju rozpoczęto transakcje w walutach JPY i RMB. Porozumienie to stanowi istotny kierunek promowania internacjonalizacji walut ze strony Chin poprzez redukcję ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych dla eksporterów i importerów oraz poprzez działania takie jak emitowanie denominowanych w RMB obligacji przez przedsiębiorstwa japońskie na rynku kapitałowym w Tokio.

Proces internacjonalizacji walut krajów EM pośrednio wspierają także regionalne inicjatywy monetarno-finansowe, jak CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization), prowadząca do rozwoju porozumień swapowych, czy też Asian Bond Market Initiative, mająca na celu rozwój lokalnych rynków walutowych i obligacji, przyczyniająca się zatem do pogłębiania krajowych rynków finansowych.

Na poziomie ponadnarodowym rolę czynnika dynamizującego proces internacjonalizacji walut krajów EM mogą odegrać SDR-y. Poprzez poszerzenie składu koszyka walut o waluty krajów EM mogą stać się katalizatorem wykorzystania ich jako aktywów rezerwowych [IMF, 2011].

Analiza dotychczasowych działań wykazuje, że Rosja i Chiny prowadzą dziś najbardziej konsekwentną politykę stopniowego, ostrożnego internacjonalizowania swoich walut.

Ostrożność w dokonywaniu procesu internacjonalizacji RMB wynika z niedojrzałego, silnie kontrolowanego przez państwo systemu bankowego oraz słabo rozwiniętych rynków kapitałowych. Z kolei brak elastyczności kursu walutowego ogranicza rolę rynków obligacji *offshore*, tworząc z niego mechanizm spekulacji odnośnie wartości waluty i ograniczając skalę zawieranych na nim transakcji. Na przykład, oczekiwania na aprecjację waluty zniechęcają przedsiębiorstwa do emisji długu w RMB, powodując z kolei wzrost zainteresowania ze strony inwestorów. Główną barierą procesu internacjonalizacji RMB jest brak liberalizacji przepływów kapitałowych. W 2012 r. po raz pierwszy władze monetarne Chin ogłosiły raport określający schemat i sekwencyjność liberalizowania przepływów kapitałowych, co oznacza, że w długim okresie należy spodziewać się usuwania tej bariery. Procesowi stopniowego, sekwencyjnego liberalizowania przepływów kapitałowych musi jednak towarzyszyć liberalizacja krajowych stóp procentowych oraz uelastycznienie kursu walutowego, aby uchronić się przed oczekiwaniami odnośnie wzrostu kursu. RMB nie będzie szerzej wykorzystywany, jeśli kurs walutowy nie zostanie uelastyczniony, ze względu na silny wpływ eksportu na gospodarkę Chin.

W odniesieniu do Rosji największym wyzwaniem będzie zmiana struktury gospodarczej kraju, postęp w jego industrializacji, rozwój sektorów produkcyjnych bardziej zaawansowanych technologicznie i mniejsze uzależnienie kraju od eksportu surowców. Kolejnym wyzwaniem dla Rosji jest odejście od silnej koncentracji handlu i inwestycji na krajach byłego ZSRR w kierunku innych krajów – głównie azjatyckich.

Problemem Indii w dalszym procesie internacjonalizowania jest utrzymujący się deficyt na rachunku obrotów bieżących, który powoduje większą podatność kursu walutowego na przepływy kapitału, szczególnie w warunkach kryzysu. Ze względu na to, że rynki finansowe nie są głębokie, przepływy te mogą wpływać na zmienność kursu walutowego. Wycofywanie krótkoterminowego kapitału i inwestycji portfelowych przez nierezydentów może stanowić największe ryzyko dla procesu internacjonalizacji waluty indyjskiej. Sugeruje to, że działania liberalizujące przepływy kapitału należy podejmować wyjątkowo ostrożnie.

Jak wynika z powyższego, poszczególne kraje konfrontują się z różnymi problemami, co pozwala przypuszczać, że internacjonalizacja walut krajów EM będzie procesem wyjątkowo długotrwałym.

Bibliografia

- Bogołębska J., 2012, *Internacjonalizacja renminbi (RMB) a międzynarodowa nierównowaga płatnicza*, [w:] *Wyzwania gospodarki globalnej*, red. U. Mrzygłód, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, nr 31, Gdańsk.
- Fratzscher M., Mehl A., 2011, *China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system*, European Central Bank Working Paper, no. 1392.
- IMF, 2011, International Monetary Fund, *Enhancing international monetary stability – a role for the SDR?*, IMF Policy Paper.
- Kroeber A., 2013, *China's global currency. Lever for financial reform*, Brookings-Tsinghua Center for Public Policy, Monograph Series Number 3, February.
- Maziad S., Farahmand P., Wang S., Segal S., Ahmed F., 2011, *Internationalization of emerging market currencies. A balance between risks and rewards*, IMF Staff Discussion Note.
- Nakamura A., Ueda K., Matsui K., 2012, *The internationalization of emerging economy currencies. Some thoughts on the internationalization of the Chinese Renminbi, Brazilian Real, and Russian Ruble*, International Economic and Financial Review, Institute for International Monetary Affairs (IIMA).
- Ranjan R., Prakash A., 2010, *Internationalisation of currency. The case of the Indian rupee and Chinese renminbi*, Reserve Bank of India, RBI Staff Studies, no. 3.
- Xu Q., 2009, *A study of currency internationalization. JPY and CNY*, Fukino Research Project, Discussion Paper Series, no. 013.