

*Magdalena Markiewicz\**

## **RYNEK *ONSHORE* I *OFFSHORE* JUANA CHIŃSKIEGO**

**Streszczenie.** Juan chiński jest instrumentem finansowym o rosnącym znaczeniu w skali regionalnej oraz światowej. Powolna liberalizacja przepływów kapitałowych w odniesieniu do juana przyczyniła się do zwiększenia jego wykorzystania w obrotach handlowych oraz rozliczeniach finansowych, zwłaszcza dokonywanych poza krajem macierzystym. W artykule sformułowana została hipoteza, że najważniejsze znaczenie dla umiędzynarodowienia juana ma funkcjonowanie i dynamiczny rozwój rynku *offshore* w ramach centrum finansowego w Hongkongu. W celu weryfikacji przyjętej hipotezy analizie poddano cechy rynku *offshore* w Hongkongu, determinanty kształtowania się kursu juana i znaczenie juana w obrotach walutowych oraz porównano rynek *onshore* i *offshore* renminbi. Na podstawie danych uzyskanych z serwisu Thomson Reuters przeanalizowano zmiany kursu walutowego juana CNY/USD i CNH/USD w latach 2010–2014 na rynku spot, a także dokonano szczegółowej analizy dotyczącej kształtowania się spreadu pomiędzy tymi jednostkami rozliczeniowymi.

**Słowa kluczowe:** juan chiński, renminbi, internacjonalizacja juana, waluta międzynarodowa, rynek offshore.

### **1. WPROWADZENIE**

Chiny, jako druga pod względem wielkości gospodarka świata, odgrywają dużą rolę w międzynarodowych stosunkach gospodarczych, w szczególności w regionie Azji Południowo-Wschodniej. Waluta Chin, czyli juan chiński jest instrumentem finansowym o rosnącym znaczeniu, nie tylko w skali regionalnej, lecz także w skali światowych obrotów walutowych. Powolna liberalizacja przepływów kapitałowych w odniesieniu do juana przyczyniła się do zwiększenia jego wykorzystania w obrotach handlowych oraz rozliczeniach finansowych, zwłaszcza dokonywanych poza krajem macierzystym. Rosnące znaczenie juana w globalnych obrotach walutowych zostało dostrzeżone m.in. w trzyletnim raporcie Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements, BIS) opublikowanym w 2013 r. (BIS 2013: 5–10). Juan chiński znalazł się wówczas na dziewiątej pozycji w rankingu obrotów walutowych na świecie i na drugiej pozycji w regionie (tab. 1).

---

\* Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego.

Tabela 1

Udział w światowych obrotach walutowych (stan na kwiecień 2013 r.)

Waluta	1998		2001		2004		2007		2010		2013	
	udział (%)	poz.	udział (%)	poz.	udział (%)	poz.	udział (%)	poz.	udział (%)	poz.	udział (%)	poz.
USD	86,8	1	89,9	1	88,0	1	85,6	1	84,9	1	87,0	1
EUR	...	32	37,9	2	37,4	2	37,0	2	39,1	2	33,4	2
JPY	21,7	2	23,5	3	20,8	3	17,2	3	19,0	3	23,0	3
GBP	11,0	3	13,0	4	16,5	4	14,9	4	12,9	4	11,8	4
AUD	3,0	6	4,3	7	6,0	6	6,6	6	7,6	5	8,6	5
CHF	7,1	4	6,0	5	6,0	5	6,8	5	6,3	6	5,2	6
CAD	3,5	5	4,5	6	4,2	7	4,3	7	5,3	7	4,6	7
MXN	0,5	9	0,8	14	1,1	12	1,3	12	1,3	14	2,5	8
CNY	0,0	30	0,0	35	0,1	29	0,5	20	0,9	17	2,2	9

Źródło: opracowanie własne na podstawie BIS (2013).

W związku z rosnącym znaczeniem chińskiej waluty w obrotach oficjalnych i prywatnych jest ona rozpatrywana również w kontekście waluty międzynarodowej, ponieważ w coraz większym stopniu wypełnia wymogi tzw. macierzy Cohena, wyznaczającej kryteria funkcjonowania waluty krajowej jako waluty międzynarodowej (Markiewicz 2012: 213–229).

Celem artykułu jest przedstawienie rynku *offshore* juana chińskiego jako katalizatora internacjonalizacji tej waluty. W związku z tak przyjętym celem sformułowana została hipoteza, że najważniejsze znaczenie dla umiędzynarodowienia juana ma funkcjonowanie i dynamiczny rozwój rynku *offshore* w ramach centrum finansowego w Hongkongu. Proces umiędzynarodowienia renminbi nasilił się po kryzysie finansowym, który miał miejsce na świecie w latach 2007–2008. Udział renminbi w globalnych obrotach walutowych stopniowo, ale konsekwentnie rósł dzięki podejmowaniu inicjatyw mających na celu możliwość dokonywania bezpośredniej wymiany walut poszczególnych krajów, m.in. takich jak bilateralne umowy swapowe. Jednakże dynamiczny rozwój rynku *offshore* w Hongkongu jest czynnikiem, bez którego umiędzynarodowienie juana byłoby długotrwałym procesem o nieznanym perspektywie.

Dla weryfikacji przyjętego celu analizie poddano cechy rynku *offshore* w Hongkongu oraz determinanty kształtowania się kursu juana, a następnie porównano rynek *onshore* i *offshore* renminbi. Na podstawie danych z serwisu Thomson Reuters przeanalizowano zmiany kursu walutowego juana CNY (na rynku *onshore*) i CNH (na rynku *offshore*) w odniesieniu do dolara amerykańskiego w ujęciu 4-letnim, czyli w latach 2010–2014 na podstawie kształtowania

poziomu kursu zamknięcia na rynku spot, a także dokonano szczegółowej analizy dotyczącej kształtowania się spreadu pomiędzy tymi jednostkami rozliczeniowymi. W pracy wykorzystano metodę analizy porównawczej i opisowej z uwzględnieniem danych statystycznych.

## 2. JUAN CHIŃSKI W CHINACH I HONGKONGU ZNACZENIE JUANA NA ŚWIECIE

Oficjalna nazwa chińskiej waluty to renminbi (RMB), jednak w sensie waluty rozliczeniowej używane jest zazwyczaj określenie juan chiński (CNY). W tym również kontekście, jako waluty rozliczeniowej, wykorzystywane jest pojęcie juana chińskiego (CNH). Rynek *offshore* juana chińskiego, nazywany rynkiem CNH (*CNH market, offshore market*), to obszar wymiany i handlu chińską walutą w ramach rynku walutowego w Hongkongu. Rynek ten rozwija się sukcesywnie od 2004 r. jako międzynarodowe centrum finansowe i bankowe, oferujące szeroki zakres usług bankowych związanych z renminbi, począwszy od depozytów bankowych po emisję obligacji oraz kredyty korporacyjne. Jest on odróżniany od wewnętrznego rynku walutowego (*CNY market, onshore market*), w ramach którego transakcje przeprowadzone są na mocy regulacji dewizowych obowiązujących na terytorium Chin. Zmiany kursu walutowego na obu rynkach mają znaczący wpływ, zarówno pod względem statystycznym, jak i ekonomicznym, na zmiany kursów walut krajów położonych w Azji w stosunku do dolara amerykańskiego, nawet po uwzględnieniu fluktuacji innych kursów walutowych i oddziaływania polityki monetarnej Chin w regionie (Shu, He, Cheng 2014: 1–2).

Znaczenie waluty chińskiej zaczęło rosnąć od lipca 2005 r., gdy w odniesieniu do juana wprowadzono system kursu płynnego zarządzanego (*managed float*). Juan jest postrzegany jako waluta wpływająca na kształtowanie się kursów większości walut azjatyckich, szczególnie po globalnym kryzysie finansowym w latach 2008–2009, niektórzy zaś ekonomiści zauważają nawet, że juan nabiera stopniowo coraz większego znaczenia w tym regionie, większego niż dolar amerykański (Shu, Chow, Chan 2007). Uwagę przyciąga przy tym oddziaływanie polityki monetarnej Chin na gospodarki i waluty państw azjatyckich, jak również stopnie umiędzynarodowienia juana, co powoduje, iż pojawiają się hipotezy na temat prób budowy tripolarnego systemu walutowego na świecie (Fratzcher, Mehl 2011). Sam bank centralny Chin proponuje włączenie juana chińskiego w skład SDR (Zhou 2009), co jest już poddawane dyskusji w światowych kręgach ekonomicznych. Jak stwierdzają S. Mihm i N. Roubini, Chiny przypominają w XXI w. Stany Zjednoczone z okresu, gdy budowały swoją potęgę gospodarczą, gdyż mają wysoką nadwyżkę w ramach rachunku obrotów bieżących, są największym eksporterem na świecie, posiadają stosunkowo niewielki deficyt budżetowy oraz niewielkie, w porównaniu z innymi krajami, zadłużenie zewnętrzne (Roubini, Mihm 2011: 295–296).

Juan jest składową koszyka walut, do którego odnoszone są kursy walutowe niektórych walut azjatyckich. Jest to spójne z relacjami handlowymi państw azjatyckich, w których wymiana handlowa z Chinami odgrywa bardzo istotną rolę. Kraj ten jest zarówno dostawcą (eksporterem) dóbr i usług, jak i importerem. Taki związek determinuje skłonność władz monetarnych partnerskich krajów do stabilizowania lokalnej waluty do koszyka walutowego, w tym do juana, w celu ograniczenia zmienności kursu własnej waluty. W związku z zajmowaniem przez Chiny pozycji konkurencyjnej w wymianie handlowej na świecie rośnie też presja na wykorzystanie juana w obrotach handlowych z krajami z pozostałych kontynentów oraz współuczestnictwo juana w transakcjach dokonywanych na międzynarodowych rynkach finansowych.

### 3. KSZTAŁTOWANIE SIĘ KURSU JUANA CHIŃSKIEGO

Silna regionalna i wzmacniająca się globalna pozycja renminbi jest ugruntowywana przez istotne zmiany w zakresie kształtowania polityki kursu walutowego tej waluty oraz jej internacjonalizację. Liberalizacja przepływów kapitałowych z udziałem chińskiego juana przebiegała jednak bardzo powoli. W latach 1980–1984 wprowadzono w Chinach specjalne strefy ekonomiczne, w niektórych chińskich miastach (np. w Szanghaju) eliminowano z kolei bariery wejścia zagranicznych przedsiębiorstw. Dalsza liberalizacja w zakresie inwestycji bezpośrednich obserwowana była w latach 1993–2001. W tym samym okresie na giełdzie w Hongkongu odnotowano pierwsze emisje chińskich przedsiębiorstw, były to jednak emisje denominowane w dolarze hongkońskim (Craig, Hua, Ng, Yuen 2013: 10–11).

Do 1994 r. stosowano w Chinach kurs oficjalny juana oraz wiele kursów wymiany dla różnych regionów i sektorów, obowiązywały ograniczenia dewizowe w ramach transakcji rachunku bieżącego i kapitałowego, a handel zagraniczny mógł się odbywać jedynie za pośrednictwem państwowych central handlu zagranicznego. W 1994 r. władze chińskie związały kurs juana chińskiego z dolarem amerykańskim na poziomie 8,28 CNY/USD, utrzymując go na tym poziomie aż do 20 lipca 2005 r. Wprowadzono wówczas dopuszczalne pasmo wahań  $\pm 0,3\%$ , zniesiono kontrole walutowe w zakresie transakcji rachunku bieżącego z zagranicą w stosunku do rezydentów i nierezydentów oraz ujednolicono kurs juana (Markiewicz 2012: 213–229). Związanie juana z dolarem miało przeciwdziałać rosnącej inflacji. Jednakże w długim terminie wartość juana rosła, natomiast nominalny kurs juana był niedowartościowany. Od lipca 2005 r. do lipca 2008 r. kurs juana miał charakter kursu płynnego zarządzanego. W 2005 r. Chiny zmieniły zaczepienie kursu walutowego – w miejsce dolara wprowadzono koszyk walut, ustalając poziom parytetu jako 8,11 CNY/USD. W maju 2007 r. pasmo wahań zostało rozszerzone do  $\pm 0,5\%$ . Uelastycznienie polityki kursowej trwało do lipca 2008 r. Ze względu na rosnącą zmienność kursów walutowych i niepewność na globalnych

rynkach People's Bank of China ponownie usztywnił kurs juana do dolara amerykańskiego (Mishkin 2010: 511–512). 19 czerwca 2010 r. powrócono do *managed float* z dopuszczalnym pasmem wahań  $\pm 0,5\%$  wokół parytetu centralnego.

Wraz z powolną liberalizacją obrotów kapitałowych w latach 2001–2002 chińskie instytucje finansowe uzyskały możliwość emisji obligacji na rynkach międzynarodowych, co wraz z akcesją Chin do WTO było ogromnym impulsem dla rozwoju chińskiego sektora finansowego. W latach 2003–2004 ustanowiono infrastrukturę rozliczeniową dla transakcji w juanie chińskim dokonywanych w Hongkongu, przy czym początkowo dotyczyło to jedynie przyjmowania depozytów w juanie, wymiany walutowej w odniesieniu do osób indywidualnych oraz określonych zezwoleń przedsiębiorstw. Instytucje finansowe mogły dokonywać emisji obligacji w juanie w Hongkongu dopiero od 2007 r., jednakże równolegle wprowadzono limity dla transakcji w juanie. Od 2008 r. banki krajowe w Chinach mogły udzielać pożyczek w juanie na realizację transakcji dotyczących fuzji i przejęć z udziałem podmiotów zagranicznych, a w 2009 r. możliwe było rozliczanie zagranicznej wymiany handlowej w juanie. Ułatwienia w zakresie dokonywania inwestycji na chińskim rynku wprowadził program Qualified Foreign Institutional Investor, który stopniowo ewoluował w latach 2002–2012 poprzez rozszerzanie wysokości kwot inwestycyjnych, miejsca i zakresu inwestycji, a także waluty inwestycji. W 2012 r. wprowadzono możliwość dokonywania przez inwestorów zagranicznych emisji obligacji oraz inwestycji na rynku kapitałowym w Chinach w juanie, w 2013 r. utworzono zaś specjalną strefę ekonomiczną Qianhai, wprowadzając na jej terenie możliwość zaciągania pożyczek w juanie przez zagraniczne instytucje finansowe (Craig, Hua, Ng, Yuen 2013: 6–16).

Zmienność kursu walutowego CNY/USD dostarcza istotnych sygnałów cenowych uczestnikom rynku walutowego oraz bankom centralnym, dotyczących ekonomicznej sytuacji Chin. W przypadku krajowego rynku walutowego Chin (*CNY market*) należy zauważyć stopniowy wzrost elastyczności prowadzonej polityki kursowej, jednak w jego ramach istnieją pewne bariery, z którymi związane są systematycznie prowadzone interwencje walutowe dotyczące renminbi oraz wymogi wynikające z utrzymywania kursu w ramach pasma wahań. Z kolei na rynku *offshore* juana chińskiego nie ma bezpośredniego odzwierciedlenia działań banku centralnego w zakresie kształtowania się cen lub ustalania limitów wymiany handlowej.

#### 4. CECHY I ROZWÓJ RYNKU *OFFSHORE* JUANA W HONGKONGU

Wzrastające wykorzystywanie renminbi poza granicami Chin przyczyniło się do rozwoju rynku *offshore* tej waluty, a jednocześnie rozwój tego rynku wzmacniany jest dodatkowo przez używanie renminbi w transakcjach zagranicznych. Na taką zależność powołują się D. He i R. McCauley w odniesieniu do dolara amerykańskiego, którego wykorzystanie poza granicami Stanów Zjednoczonych od wielu

lat przewyższa wolumenowo ilość tej waluty na rynku krajowym. Stwierdzają oni ponadto, że bez istnienia rynków *offshore* dolar amerykański nie utrzymywałby swej dominującej pozycji w międzynarodowym handlu, obrotach walutowych i w zakresie rozliczeń międzynarodowych (He, McCauley 2010: 1–3). Przyczyniają się do tego transakcje nierezydentów, dokonujących przeważającej części operacji finansowych z udziałem dolara na rynkach poza USA, np. rynku eurodolara w Londynie. Zainteresowanie walutowymi rynkami *offshore* banków centralnych oraz zarządzających funduszami czy portfelami inwestycyjnymi wynika z kilku względów. Jednym z nich jest możliwość inwestowania aktywów rezerwowych oraz nadwyżek kapitałowych. Również w przypadku Chin część obligacji emitowana jest przez Ministerstwo Finansów w juanie w Hongkongu i są one chętnie kupowane przez banki centralne innych krajów oraz inwestorów zagranicznych. Emitentami obligacji w Hongkongu są także banki chińskie, takie jak m.in. China Development Bank, Export and Import Bank of China, Bank of China, Bank of Communication, China Construction Bank, HSBC, a także przedsiębiorstwa, np. Honeywell, McDonalds, Woolworths czy Codelco (HKMA 2013). Po drugie, rynek *offshore* jest zazwyczaj bardziej zliberalizowany niż rynek krajowy, dzięki czemu regulacje związane z możliwością dokonywania transakcji wyznaczają mniej barier nabywcom oraz emitentom. Ponadto istnieją pewne różnice w kształtowaniu się cen walorów na rynku krajowym i *offshore*, co dostarcza inwestorom dodatkowych informacji związanych z sytuacją ekonomiczną danego kraju (Shu, He, Cheng 2014: 2).

Stały wzrost wolumenu obrotów na rynku *offshore* renminbi sugeruje, że znaczenie juana na rynku walutowym rośnie, ale postęp tego procesu prawdopodobnie będzie zależał od liberalizacji przepływów kapitałowych przez władze Chin. Jednakże takie działania, jak wprowadzenie fixingu kwotowań międzybankowej stopy CNH Hongkong Interbank Offered Rate (CNH HIBOR) od 24 czerwca 2013 r. wpływają na wzmocnienie oczekiwań rozwoju rynku *offshore* juana. Wprowadzenie CNH HIBOR było ważnym etapem w kontekście rozwoju wielu instrumentów finansowych, takich jak pożyczki i kredyty konsorcjalne oraz swapy wielowalutowe. Już wcześniej, w czerwcu 2011 r. został wprowadzony fixing dla transakcji typu spot z udziałem renminbi na rynku *offshore*. Inicjatorem wprowadzenia tego fixingu była organizacja Treasury Market Association powiązana instytucjonalnie z władzami monetarnymi Hongkongu.

Rynki *offshore* kształtowane są również w odpowiedzi na oddziaływanie narzędzi polityki monetarnej. Stopniowa liberalizacja przepływów kapitałowych wpłynęła w latach 2010–2013 na dynamiczny wzrost emisji papierów wartościowych denominowanych w renminbi. Przykładowo wolumen depozytów klientów i certyfikatów depozytowych denominowanych w renminbi i emitowanych w Hongkongu wzrósł z 322 mld RMB na koniec 2010 r. do 1 trylionu na koniec 2013 r. Największy wzrost wolumenu takich właśnie depozytów i certyfikatów depozytowych odnotowano w latach 2012–2013, gdy ich wartość podwyższyła się o 46%. Z kolei wolumen emisji obligacji denominowanych w renminbi, także

emitowanych w Hongkongu, wzrósł od końca 2010 r. do końca 2013 r. ze 100 do 490 mld RMB. Zakres instrumentów inwestycyjnych denominowanych w renminbi został znacznie rozszerzony, a obrót na rynku walutowym *offshore* renminbi (włączając transakcje typu spot oraz *forward*) w Hongkongu podwoił się, osiągając poziom równowartości 15–20 mld USD dziennie (BIS 2013; HKMA 2013: 89).

Warto zwrócić uwagę, że rynki *offshore* juana zlokalizowane są też w Londynie i Singapurze, gdzie podejmowane są inicjatywy związane z rozwojem tego rynku, jednak rynek w Hongkongu jest najbardziej znaczący. Według statystyk the Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication banki zlokalizowane w Hongkongu przeprowadzają ok. 70–80% płatności w renminbi, w których stroną transakcji są podmioty z Chin kontynentalnych, jak również pomiędzy rynkami *offshore*. Rynki w Londynie, Singapurze i Taipei uważane są za uzupełniające wobec możliwości rozliczeniowych i emisyjnych na rynku w Hongkongu (SWIFT 2014).

Średni dzienny obrót rejestrowany przez system RTGS (Real Time Gross Settlements) w Hongkongu w renminbi przekroczył w grudniu 2013 r. wartość 500 mld RMB, przy czym ok. 90% transakcji przeprowadzonych było na rynku *offshore* (HKMA 2013: 89). Z pewnością istotne znaczenie dla zintensyfikowania liczby transakcji miało dostosowanie infrastruktury i systemu rozliczeniowego RTGS, gdyż instytucja nadzorcza Hong Kong Monetary Authority podpisała umowę rozszerzającą godziny pracy systemu rozliczeniowego. Od stycznia 2013 r. tzw. okno rozliczeniowe dla transakcji dokonywanych pomiędzy podmiotami zlokalizowanymi w Hongkongu i Chinach kontynentalnych wydłużono o 6 godzin, do 22:30 czasu lokalnego, co pozwala zniwelować różnicę czasu w transakcjach transgranicznych wielu podmiotom mającym swoje siedziby poza tymi obszarami, a dokonującym transakcji na rynku *offshore* w Hongkongu. Dzięki temu można kooperować sprawnie m.in. pomiędzy Londynem a Hongkongiem w zakresie transakcji handlowych w juanie.

## 5. CHARAKTERYSTYKA RYNKÓW *ONSHORE* I *OFFSHORE* RENMINBI – PODOBIENSTWA I RÓŻNICE

Rynki *onshore* i *offshore* renminbi posiadają pewne podobieństwa. Należy tu wymienić głównie wykorzystywanie jednej waluty, którą jest renminbi, a także wykonywanie na nich transakcji z użyciem podobnego instrumentarium (transakcje spot, *forward*, swapy czy opcje). Rynki te różnią się jednak pod wieloma względami. Uczestnikami obu rynków są inne podmioty, działające w innych warunkach rynkowych (tab. 2). Na rynku krajowym (*onshore*) juana transakcje dokonywane są głównie przez takie podmioty, jak: bank centralny, banki krajowe, instytucje finansowe powiązane kapitałowo z dużymi państwowymi przedsiębiorstwami oraz krajowe filie banków zagranicznych. Dostęp do tego rynku jest limitowany. Z kolei podmiotami aktywnymi na rynku *offshore* są eksporterzy oraz importerzy,

różnego rodzaju instytucje finansowe, w tym fundusze inwestycyjne, hedgingowe, zarządzające aktywami i rezydenci Hongkongu. Rynek „kontynentalny” renminbi, czyli *CNY market*, jest rynkiem płynnym i wysoce regulowanym. Jego początków można upatrywać po 1979 r., a bardziej dynamiczny rozwój nastąpił po 1994 r. (Zhang, Liang 2005: 4–5). Jak na innych międzybankowych rynkach walutowych, tak i w Chinach przeważającą część transakcji stanowią transakcje natychmiastowe typu spot. Transakcje walutowe pomiędzy bankami komercyjnymi a klientami korporacyjnymi powinny mieć pokrycie w rzeczywistych potrzebach, a więc mają odzwierciedlenie w rachunku bieżącym. Codzienny fixing prowadzony jest przez Chińska Foreign Exchange Trade System na bazie kwotowań panelu banków (CFETS). Bank centralny Chin aktywnie uczestniczy w kształtowaniu stabilności kursu juana chińskiego i mimo stopniowego uelastycznienia polityki w tym zakresie, istniejące bariery ograniczają wzrost wolumenu obrotów w ramach wewnętrznego rynku walutowego i wykorzystania juana CNY. Rynek ten wydaje się nie wykorzystywać swojego potencjału, biorąc pod uwagę intensywność relacji gospodarczych Chin w zakresie wymiany handlowej z całym światem (Shu, He, Cheng 2014: 4).

Tabela 2

Rynek *onshore* i *offshore* renminbi – najważniejsze charakterystyki

Rodzaj rynku	Rynek <i>onshore</i> CNY	Rynek <i>offshore</i> CNH
Instrumenty finansowe	spot, forward, swapy, opcje	spot, forward, swapy, opcje
Uczestnicy rynku	bank centralny, banki krajowe, instytucje finansowe (powiązane kapitałowo z dużymi państwowymi przedsiębiorstwami) oraz krajowe filie banków zagranicznych	eksporterzy, importerzy, instytucje finansowe działające na rynku <i>offshore</i> , fundusze hedgingowe, rezydenci Hongkongu
Mechanizm kształtowania kursu walutowego	managed float	free float
Interwencje banku centralnego	stosowane	niestosowane
Pasmo wahań	+/-2%	brak
Instytucja nadzorcza (regulator)	People's Bank of China	Hongkong Monetary Authority
Dzienne obroty (stan na kwiecień 2013 r.)		
Spot	17,6 mld USD	5,1 mld USD
Forward	2,4 mld USD	2,2 mld USD
Spread (bid-ask)	17 pp.	33 pp.

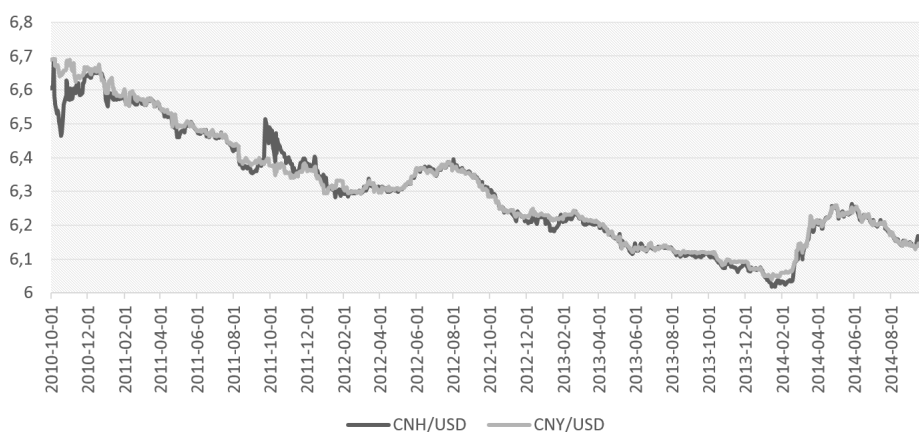
Źródło: Shu, Chow, Chan (2007: 5).



Rynek *offshore* jest rynkiem o znacznie krótszej historii, sięgającej 2004 r., jednak dynamicznie rozwijającym się. Na rynku tym oferowany jest szerszy zakres instrumentów finansowych niż na rynku *onshore*, a kurs CNH kształtowany jest w sposób płynny, bez ingerencji banku centralnego Chin lub władz monetarnych Hongkongu. Kwotowania CNH na rynku spot zostały wprowadzone w 2010 r. w ślad za wprowadzeniem transgranicznych rozliczeń handlowych oraz instrumentów typu *forward*, a następnie kolejnych pochodnych instrumentów finansowych. Z uwagi na ograniczenia dewizowe obowiązujące na rynku *onshore*, rynek *offshore* skupia transakcje uczestników spoza kontynentalnych Chin zainteresowanych zarządzaniem aktywami, lokowaniem inwestycji w funduszach hedgingowych czy wykonywaniem transakcji typu *forward* (wolumen transakcji *forward* osiągnął poziom zbliżony do wolumenu notowanego na rynku krajowym). W związku ze wzmożonym zainteresowaniem rynkiem *offshore* juana chińskiego i wzrastającym popytem na juana CNH zaobserwować można było zwężenie marginesu wahań kursowych, wyrażonych przez spread pomiędzy kwotowaniami *bid* oraz *ask* tej waluty. Spread ten zmalał w latach 2010–2013 bardzo znacznie, z 30–300 punktów procentowych do 20–40, ze średnią w ostatnim kwartale 2013 r. na poziomie 33 punktów procentowych (BIS 2013).

## 6. ZMIENNOŚĆ KURSU WALUTOWEGO JUANA CNY I CNH

W analizie przedstawionej na rys. 1 wzięto pod uwagę kursy zamknięcia juana na rynkach *onshore* i *offshore* juana chińskiego.

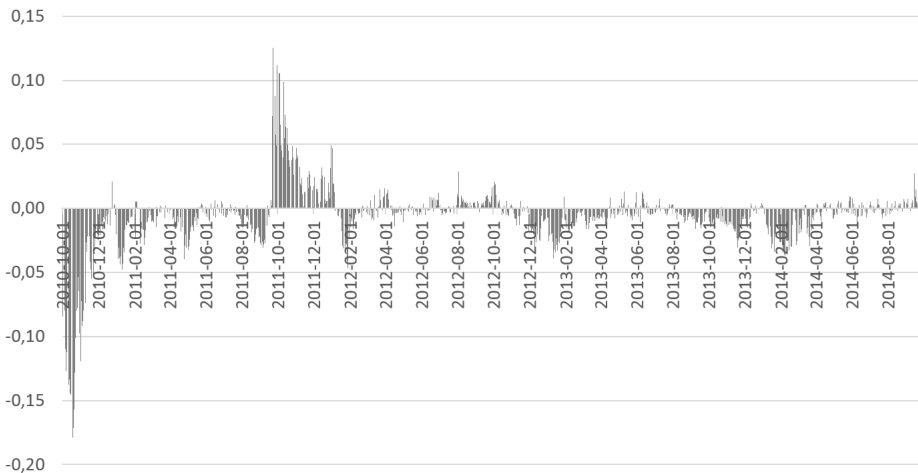


Rys. 1. Kształtowanie się kursów walutowych zamknięcia na rynku spot CNY i CNH w okresie od 1.10.2010 r. do 30.09.2014 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Reuters (2014a).

Oba kursy walutowe podlegają podobnej tendencji aprecjacji względem dolara amerykańskiego, przy czym CNH/USD wykazuje większą zmienność i odchylenie od kursu średniego. Kursy CNY/USD oraz CNH/USD w okresie od 1 października 2010 do 30 września 2014 r. były silnie skorelowane (współczynnik korelacji Pearsona wyniósł 0,9894).

Jednak dwa okresy, jak dotąd, zaznaczone były bardzo znacznym marginesem odchylenia kształtowania się obu kursów, oba na początku funkcjonowania rynku *offshore* juana w Hongkongu. Największe różnice zauważyć można było zatem w 2010 i 2011 r. W październiku 2010 r. kurs CNH/USD plasował się poniżej wartości CNY/USD, a minimum zostało osiągnięte w dniu 18 października 2010 r., gdy kurs CNH/USD kształtował się o 0,18 punktu procentowego niżej od kursu CNY/USD (rys. 2). Ustalone w tym okresie kwoty wymiany w ramach wymiany handlowej w renminbi okazały się niewystarczające wobec potrzeb uczestników rynku, co początkowo powodowało presję popytową, a następnie spadek płynności na tym rynku i wzmocnienie się kursu CNH/USD. Z kolei najwyższą dodatnią różnicę CNH/USD odnotował wobec kursu CNY/USD w dniu 23 września 2011 r. i było to 0,13 punktu procentowego (rys. 2).



Rys. 2. Odchylenie kursów walutowych zamknięcia na rynku spot CNY/USD oraz CNH/USD w okresie od 1.10.2010 r. do 30.09.2014 r. w punktach procentowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Reuters (2014a).

Tym razem powodem było oddziaływanie czynników zewnętrznych o charakterze globalnym, a mianowicie transmisja sygnałów pogłębiającego się kryzysu zadłużeniowego państw w strefie euro, co spowodowało odwrócenie się inwestorów od rynków wschodzących. Te dane oddziaływały w znacznie większym stop-

niu na CNH/USD niż na kurs CNY/USD, powodując jego deprecjację o ok. 10%. Odpływ kapitału z rynku *offshore* w Hongkongu w warunkach kryzysowych dokumentował istnienie silnych motywów inwestycyjnych na tym rynku, a nie tylko, jak mogłoby się wydawać, związanych z rozliczaniem transakcji w renminbi.

Od 2012 r. zauważalne było zmniejszenie się odchyłeń obu kursów (rys. 1 i 2). Z drugiej strony należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że pomimo stabilnego kształtowania się obu kursów, w większości niezmiennie pozostają one na różnym poziomie. Tak więc, mimo pozostawania pod wpływem tych samych informacji dotyczących danych makroekonomicznych z rynku wewnętrznego Chin oraz rynku światowego, kurs CNH/USD reaguje silniej na te dane niż kurs CNY/USD. Z jednej strony wynika to z braku nałożonych limitów na transakcje na rynku spot *offshore*, z drugiej zaś – rynek *offshore* jest w większym stopniu powiązany z rynkami światowymi i reaguje na czynniki tego typu bardziej dynamicznie.

Co istotne, chińskie władze monetarne są bardzo zainteresowane kształtowaniem się kursu CNH/USD oraz konwergencją cen waluty na obu rynkach. Podejmuje się więc wiele inicjatyw mających na celu sprawowanie kontroli nad umiędzynarodowieniem chińskiej waluty. Do takich kroków należy podpisanie bilateralnych umów swapowych lub porozumień dotyczących wymiany bezpośredniej z kolejnymi krajami na świecie, m.in. z Argentyną, Brazylią, Białorusią, Indonezją, Japonią, Australią, Malezją i Rosją. W 2014 r. umowy bilateralne w sprawie bezpośredniej wymiany juana chińskiego zostały przez bank centralny Chin podpisane z Nową Zelandią (w marcu 2014 r.) i Wielką Brytanią (w czerwcu 2014 r.) (PBC 2014), co umożliwia dokonywanie bezpośrednich transakcji rozliczeniowych pomiędzy juanem a dolarem nowozelandzkim oraz juanem i funtem brytyjskim. W lipcu 2014 r. zostało zawarte kolejne porozumienie bilateralne dotyczące wymiany swapowej ze Szwajcarią. Umowa ta opiewała na 150 mld CNY, przy czym zastrzeżono w niej możliwość podwyższenia tej kwoty w razie potrzeby (Thomson Reuters 2014b). Istotne znaczenie miało również podpisanie porozumienia dotyczącego wymiany bezpośredniej juana chińskiego i euro podpisane przez PBOC i Europejski Bank Centralny. Od sierpnia 2014 r. możliwe jest dzięki temu zawieranie bezpośrednich transakcji wymiany na parze walutowej juan chiński–euro (Thomson Reuters 2014c), z pominięciem dolara amerykańskiego jako waluty przejścia, w czym upatruje się istotnych możliwości wynikających z redukcji kosztów transakcyjnych i wsparcia wymiany handlowej pomiędzy przedsiębiorstwami z Europy i Chin.

## 7. PODSUMOWANIE

Rozwój rynku *offshore* juana chińskiego jest zależny od stopnia liberalizacji obrotów kapitałowych na rynku *onshore*. Dopóki będą istniały znaczne ograniczenia dotyczące zakresu podmiotów, instrumentów, wolumenu transakcji na rynku

walutowym Chin kontynentalnych, rynek *offshore* będzie przejmował większość obrotu remimbi w ramach rozliczeń w jednostce CNH. W związku ze stopniowymi zmianami, mającymi miejsce w polityce Chin w odniesieniu do podmiotów zagranicznych, można się spodziewać w długim okresie stopniowej konwergencji obu rynków. Wymienialność juana jest już stopniowo deklarowana jako długoterminowy cel banku centralnego Chin, jednakże kurs walutowy jest zbyt cennym narzędziem kontroli dla chińskich władz, by stało się to szybko. Uelastycznienie kursu juana mogłoby spowodować jego szybką aprecjację oraz wzrost cen towarów eksportowanych przez Chiny, co obniżyłoby konkurencyjność tego kraju w wymianie międzynarodowej (Roubini, Mihm 2011: 296). Należy również zwrócić uwagę na to, że w warunkach większej liberalizacji przepływów kapitałowych zmiany kursu walutowego mogą wynikać w długim terminie z różnic poziomu krajowych i zagranicznych stóp procentowych. Jest to z pewnością aspekt, którego oddziaływanie jest poważnie analizowane w kontekście otwierania się gospodarki chińskiej oraz funkcjonowania rynku *offshore*.

Umieździarodowienie juana realizowane jest m.in. poprzez wdrażanie dwustronnych umów swapowych oraz coraz częstsze fakturowanie w juanie transakcji, w których nie uczestniczą podmioty gospodarcze ze Stanów Zjednoczonych. Jest to dosyć powolny proces ze względu na tradycyjne wykorzystanie w tym zakresie dolara amerykańskiego, jednak postępuje on z roku na rok, co ma odzwierciedlenie w statystykach dotyczących wykorzystania juana w globalnych obrotach światowych. W styczniu 2013 r. juan znalazł się na trzynastym miejscu jako waluta rozliczeniowa na świecie i mimo że odpowiadało to zaledwie 0,63% światowych dziennych obrotów handlowych, był to ogromny skok ilościowy w porównaniu z rokiem 2010 (BIS 2013: 5–10). W styczniu 2014 r. juan znalazł się już na miejscu siódmym przy udziale w 1,4% światowych dziennych obrotów handlowych, a w grudniu 2014 r. na miejscu piątym, odnotowując udział w światowych dziennych obrotach handlowych w wysokości 2,17% (udział dolara amerykańskiego stanowił wówczas 44,64%, euro 28,30%, funta brytyjskiego 7,92% i jena japońskiego 2,69%) (SWIFT 2015). W pewnym sensie ambasadorem tej waluty jest bank HSBC, będący inicjatorem wielu przedsięwzięć emisyjnych z udziałem juana, należy również zwrócić uwagę na aktywność największych banków chińskich, takich jak Industrial Commercial Bank of China czy China Construction Bank, aktywnych na rynku obligacji i certyfikatów depozytowych (Markiewicz 2013: 370–382).

Analiza średniego udziału najważniejszych par walutowych w dziennych obrotach walutowych na świecie według stanu na kwiecień 2013 r. wskazuje na duże znaczenie juana w obrotach światowych z udziałem dolara amerykańskiego: para walutowa USD/CNY stanowiła 2,1% tych obrotów (co odpowiadało wolumenowi obrotów w wysokości 113 mld USD), podczas gdy EUR/CNY ok. 0% (wartość transakcji z udziałem tej pary walutowej była szacowana na poziomie zaledwie 1 mld USD). Należy zwrócić uwagę, że para walutowa USD/EUR, będąca swoistym punktem odniesienia dla badania poziomu obrotów walutowych, brała

udział w 24,1% dziennych obrotów światowych (1298 mld USD). W kontekście wpływu juana na rynek europejski należy podkreślić znaczenie porozumień podpisanych przez People's Bank of China z bankami centralnymi w Europie. Umowy te z pewnością wpłyną na wzrost obrotów z udziałem pary walutowej juan–euro. Celem tych porozumień była z jednej strony redukcja kosztów transakcyjnych i wsparcie wymiany handlowej pomiędzy przedsiębiorstwami z Europy i Chin, z drugiej zaś wzrost ilości juana w obiegu, a w dłuższej perspektywie – wzrost znaczenia juana jako waluty transakcyjnej i rezerwowej.

Najważniejsze znaczenie dla umiędzynarodowienia juana ma funkcjonowanie i dynamiczny rozwój rynku *offshore* w ramach centrum finansowego w Hongkongu. Wzorem Stanów Zjednoczonych, których waluta znajduje się w znacznej ilości w obrocie poza granicami kraju macierzystego waluty, prawdopodobne jest istnienie wysoko rozwiniętego rynku *offshore* juana nawet po hipotetycznym osiągnięciu pełnej wymienialności przez juana, gdyż oba rynki mogą współistnieć, służąc odmiennym celom rozliczeniowym i inwestycyjnym. Wynika to m.in. z przywiązania inwestorów do rynków dokonywania transakcji, na których istnieją mniej restrykcyjne regulacje oraz niższy stopień kontroli przez władze monetarne lub rządowe. Jak stwierdzają C. Shu, H. Dong i X. Cheng, istnienie rozwiniętego rynku *offshore* byłoby elementem dopełniającym proces liberalizacji systemu finansowego w Chinach (Shu, He, Cheng 2014: 23).

## BIBLIOGRAFIA

- BIS (2013), *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013 results*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, s. 5–10.
- Craig R. S., Hua C., Ng P., Yuen R. (2013), *Development of the Renminbi Market in Hong Kong SAR: Assessing Onshore-Offshore Market Integration*, International Money Fund, „IMF Working Paper”, WP/13/268, s. 6–16.
- Fratzcher M., Mehl A. (2011), *China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system*, „CEPR Discussion Paper”, No. 8671, November.
- He D., McCauley R. (2010), *Offshore markets for the domestic markets: monetary and financial stability issues*, Bank for International Settlements, „BIS Working Papers”, No. 320, s. 3–4.
- HKMA (2013), *Annual Report 2013*, Hongkong Monetary Authority, www.hkma.gov.hk, s. 89–90 (dostęp: 20.01.2014).
- Markiewicz M. (2012), *Internacjonalizacja juana chińskiego w kontekście kryzysu finansowego*, [w:] J. Bilski, A. Kłysik-Uryszek (red.), *Globalne aspekty kryzysu strefy euro*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica”, nr 273, s. 213–229.
- Markiewicz M. (2013), *Umiędzynarodowienie banków chińskich na przykładzie Industrial and Commercial Bank of China*, „Journal of Management and Finance”, R. 11, nr 2, cz. 1, s. 370–382.
- Mishkin F. C. (2010), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson International Edition, s. 511–512.
- PBC (2014), *People's Bank of China Welcomes Direct Trading between RMB and New Zealand Dollar Launched by the China Foreign Exchange Trade System*, People's Bank of China, www.pbc.gov.cn/ (dostęp: 18.03.2014).

- Roubini N., Mihm S. (2011), *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa, s. 295–296.
- Shu C., Chow N., Chan J. Y. (2007), *Impact of the renminbi exchange rate on Asian currencies*, „China Economic Issues”, No. 3, Hongkong Monetary Authority.
- Shu C., He D., Cheng X. (2014), *One currency, two markets: the renminbi's growing influence in Asia-Pacific*, Bank for International Settlements, „BIS Working Papers”, No. 446, Monetary and Economic Department, s. 1–2, 3–6.
- SWIFT (2014), *RMB breaks into the top ten most used currencies for payments*, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, www.swift.com (dostęp: 23.01.2014).
- SWIFT (2015), *RMB breaks into the top five as a world payments currency*, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, www.swift.com (dostęp: 28.01.2015).
- Thomson Reuters (2014a), dane udostępnione z serwisu Thomson Reuters na bazie umowy Thomson Reuters z Uniwersytetem Gdańskim (dostęp: 30.09.2014).
- Thomson Reuters (2014b), *China signs currency swap worth 150 bln yuan with Switzerland* (dostęp: 21.07.2014).
- Thomson Reuters (2014c), *China to start direct yuan-euro trade* (dostęp: 29.08.2014).
- Zhang J., Liang Y. (2005), *The Institutional and Structural Problems of China's Foreign Exchange Market and Implication for the New Exchange Rate Regime*, Centre for European Studies in Fudan University, „Working Paper”, No. 2, www.cesfd.org.cn, s. 4–5.
- Zhou X. (2009), *Reform the International Monetary System*, People's Bank of China, www.pbc.gov.cn/.

Magdalena Markiewicz

#### ONSHORE AND OFFSHORE MARKET OF CHINESE YUAN

**Abstract.** Chinese yuan is a financial instrument of growing importance in the regional and world scale. Slow liberalization of capital flows in relation to the yuan has contributed to increase in its use in the trade and financial accounts, especially outside the home country. In the article it was formulated the hypothesis that the most important factor for the internationalization of the yuan is a dynamic development of the offshore market in the financial centre of Hong Kong. With the aim to verify the hypothesis there are analysed: the characteristics of the offshore market in Hong Kong, the determinants and importance of the yuan exchange rate and the comparison of the onshore and offshore renminbi market. Based on data from Thomson Reuters service there are examined changes in the exchange rate of the CNY/USD and CNH/USD in 2010–2014 on the spot market, as well as a detailed analysis concerning the development of the spread between these units.

**Keywords:** Chinese yuan, renminbi, yuan internationalization, international currency, offshore market.