

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

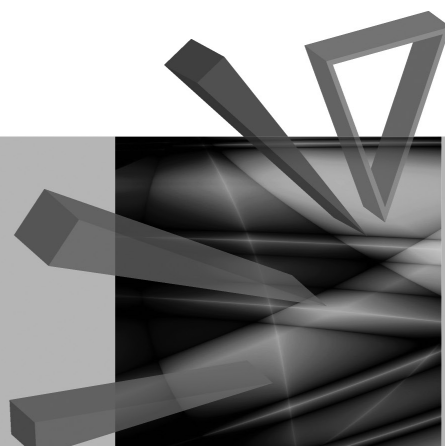
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-239-0 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Łukasz Ambroziak: Handel wewnątrzgałęziowy państw Grupy Wyszehradzkiej na przykładzie przemysłu motoryzacyjnego	11
Eric Ambukita: Wielkie gospodarki wschodzące – nowi partnerzy gospodarczy krajów Afryki	25
Anna Barwińska-Małajowicz: Inwestycje w kapitał ludzki w kontekście <i>brain waste</i>	37
Daša Belkovicsová: Theoretical models of financing tertiary education and its application on example of Slovakia.....	48
Mateusz Benedyk: Wpływ banków centralnych na inwestycje od czasu wybuchu kryzysu finansowego.....	54
Zbigniew Bentyn: Wpływ rozwiązań informatycznych na zmianę zachowań nabywczych klientów oraz rozwiązań logistycznych przedsiębiorstw handlowych.....	63
Joanna Bogolebska: Zarządzanie rezerwami walutowymi Chin – problemy i wyzwania.....	73
Magdalena Broszkiewicz, Paweł Broszkiewicz: Rola ładu korporacyjnego w przeciwdziałaniu manipulacjom na globalnych rynkach kapitałowych .	84
Ignacy H. Chrzanowski: Economics and politics of foreign direct investment. Is it beneficial for the recipient countries?.....	96
Anna Chrzęściewska: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne Indii.....	110
Małgorzata Czarnas: Rozwój korporacji transnarodowych na przykładzie Amazon.com.....	121
Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes, Katarzyna Śledziwska: PKB i handel państw transformacji w czasie kryzysu gospodarczego	130
Katarzyna Czech: Realizacja celów Strategii Europa 2020 – Polska na tle wybranych krajów UE	140
Tomasz Dorożyński: Znaczenie funduszy strukturalnych Unii Europejskiej dla polskich regionów.....	151
Kamila Drelich: Controlling projektów jako narzędzie współpracy wewnętrzkoncernowej.....	162
Agnieszka Dybizbańska: Konkurencyjność państw strefy euro w kontekście kryzysu gospodarczego.....	170
Katarzyna Dymitrow: Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na rozwój gospodarczy Indii	180

Po-Kai Fang: Taiwan's strategy of integrating into global and regional economy	190
Bartosz Fortuński: Proekologiczne podejście do energetyki i jej wpływ na handel zagraniczny Unii Europejskiej	200
Joanna Garlińska-Bielawska, Magdalena Opiola: Handel Maquiladora w kontekście obecnego kryzysu gospodarczego	210
Jadwiga Gierczycka: Wpływ kryzysu w strefie euro na sytuację gospodarczą Polski	221
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski: Kraje rozwijające się w ramach rundy WTO z Doha	230
Bohdan Jeliński: Rekonfiguracja gospodarki globalnej (dynamika, mechanizmy, struktury)	241
Bogusław Kaczmarek, Katarzyna Święcicka: Potencjał rozwojowy (inwestycyjny) MŚP na terenie województwa łódzkiego	253
Barbara Klimas: Inwestycje w kapitał wiedzy jako wyzwanie dla polityki państwa w globalizującej się gospodarce	260
Szymon Kłopocki: Lokalna i globalna współpraca firm w klastrze	272
Irena Kociszewska, Monika Kamińska: Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce w latach 2007-2010	282
Aneta Kosztowniak: Przepływy BIZ i zmiany struktury akumulacji kapitału a wzrost gospodarczy w krajach wschodzących i rozwijających się	295
Anetta Kuna-Marszałek: Rola ekoinnowacji w strategii działania przedsiębiorstw na przykładzie systemów zarządzania środowiskiem	309
Jarosław Kuśpit: Rozwój stosunków gospodarczych z zagranicą krajów byłego ZSRR	320
Andżelika Kuźnar: Dobra niematerialne oparte na wiedzy jako czynnik wzrostu innowacyjności Unii Europejskiej	330

Summaries

Łukasz Ambroziak: Intra-industry trade of the Visegrad Countries: the case of automotive industry	24
Eric Ambukita: Big emerging economies – new economic partners for African countries	36
Anna Barwińska-Malajowicz: Investments in human capital in the context of “brain waste”	46
Daša Belkovicsová: Teoretyczne modele finansowania szkolnictwa wyższego i ich zastosowanie na przykładzie Słowacji	53
Mateusz Benedyk: Influence of central banks policies on investments since the financial crisis	62

Zbigniew Bentyn: The impact of information solutions on the change of customers' behavior and trading companies logistics.....	72
Joanna Bogolebska: Management of foreign reserves in China – problems and challenges.....	83
Magdalena Broszkiewicz, Paweł Broszkiewicz: The role of corporate governance in solving the problem of manipulations on the global capital markets.....	95
Ignacy H. Chrzanowski: Ekonomiczne i polityczne aspekty zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Czy są one korzystne dla odbiorców?.....	109
Anna Chrzęściewska: Foreign Direct Investment outflows from India.....	120
Małgorzata Czarnas: Development of transnational corporations on the example of Amazon.com.....	129
Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes, Katarzyna Śledziwska: GDP and trade of transformation countries in the time of the economic crisis.....	139
Katarzyna Czech: Implementation of goals of the Europe 2020 strategy – Poland compared to selected EU countries.....	150
Tomasz Dorożyński: The role of EU structural funds for regions in Poland..	161
Kamila Drelich: Controlling of projects as the instrument of intercompany cooperation.....	169
Agnieszka Dybizbańska: Competitiveness of the euro zone countries in the context of economic crisis.....	179
Katarzyna Dymitrow: The influence of direct foreign investments on the economic development of India.....	189
Po-Kai Fang: Tajwan: globalna i regionalna strategia integracji ekonomicznej.....	199
Bartosz Fortuński: Environmental approach to energy and its impact on foreign trade of the European Union.....	209
Joanna Garlińska-Bielawska, Magdalena Opiola: Trade under Maquiladoras in conjunction with the current economic crisis.....	220
Jadwiga Gierczycka: Impact of the crisis in the euro zone on the economic situation of Poland.....	229
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski: Developing countries in the WTO Doha round.....	240
Bohdan Jeliński: Global economy reconfiguration.....	252
Bogusław Kaczmarek, Katarzyna Święcicka: An investment potential of SME in the area of Łódź Voivodeship.....	259
Barbara Klimas: Investments in knowledge capital as a challenge for the state policy in the globalizing economy.....	271
Szymon Kłopocki: Local and global firm cooperation in clusters.....	281
Irena Kociszewska, Monika Kamińska: Foreign direct investments in Poland between 2007-2010.....	294

Aneta Kosztowniak: FDI flows and changes of structure of capital accumulation vs. economic growth in the emerging and developing countries.....	308
Anetta Kuna-Marszalek: The role of eco-innovations in business strategy as an example of environmental management systems	318
Jarosław Kuśpit: The development of economic relations with foreign countries of the former USSR	329
Andżelika Kuźnar: Intangibles based on knowledge as a factor of the innovation growth of the European Union	339

Joanna Bogolebska

Uniwersytet Łódzki

ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI CHIN – PROBLEMY I WYZWANIA

Streszczenie: Ogromne zasoby rezerw walutowych Chin są zarządzane obecnie w ramach dwóch instytucji: SAFE i CIC, będącej krajowym Państwowym Funduszem Majątkowym. Strategia zarządzania rezerwami w ramach tych instytucji, struktura walutowa rezerw i struktura instrumentów oraz potencjalny wpływ strategii inwestycyjnych na międzynarodowe środowisko finansowe stanowią cel prowadzonej w artykule analizy.

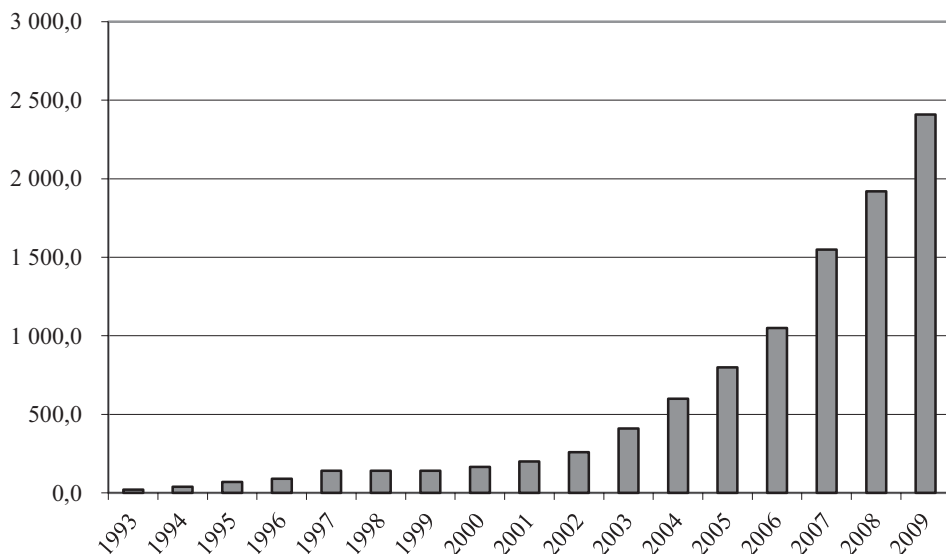
Słowa kluczowe: rezerwy walutowe, strategia zarządzania, SWF, struktura walutowa rezerw, struktura aktywów.

1. Wstęp

Ogromne zasoby rezerw walutowych Chin przyciągają uwagę ze względu na ich potencjalny wpływ na globalną konstelację kursów walutowych, kierunków przepływów kapitału i rolę w generowaniu i podtrzymywaniu międzynarodowej nierównowagi płatniczej. Struktura walutowa tak wysokich rezerw rodzi pytanie o ich ewentualną dywersyfikację, stanowiącą realne ryzyko tzw. gwałtownej korekty nierównowag globalnych. Z kolei inwestowanie rezerw (od strony lokalizacji geograficznej i kategorii aktywów) budzi emocje z jednej strony ze względu na ich nieprzejrzystość i podejrzenie realizacji własnych celów geopolitycznych, z drugiej strony – ze względu na problemy finansowania zadłużenia przez kraje rozwinięte i niedostatek oszczędności krajowych. Celem artykułu jest analiza strategii zarządzania rezerwami od strony instytucjonalnej oraz operacyjnej.

2. Skala rezerw walutowych Chin na tle globalnego zjawiska akumulacji

Wraz z dynamicznym wzrostem gospodarczym i pogłębiającą się integracją z gospodarką światową Chiny odnotowują istotną akumulację rezerw walutowych. Tempo akumulacji przybiera na sile od 2000 r. W ciągu ostatnich 15 lat Chiny odnotowały ponad 10-krotny wzrost rezerw.



Rys. 1. Wzrost rezerw walutowych Chin, w mld USD

Źródło: H. Yu-Wei, *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Exchange (SAFE)*, "European Economy, Economic Papers", no. 421/ July 2010.

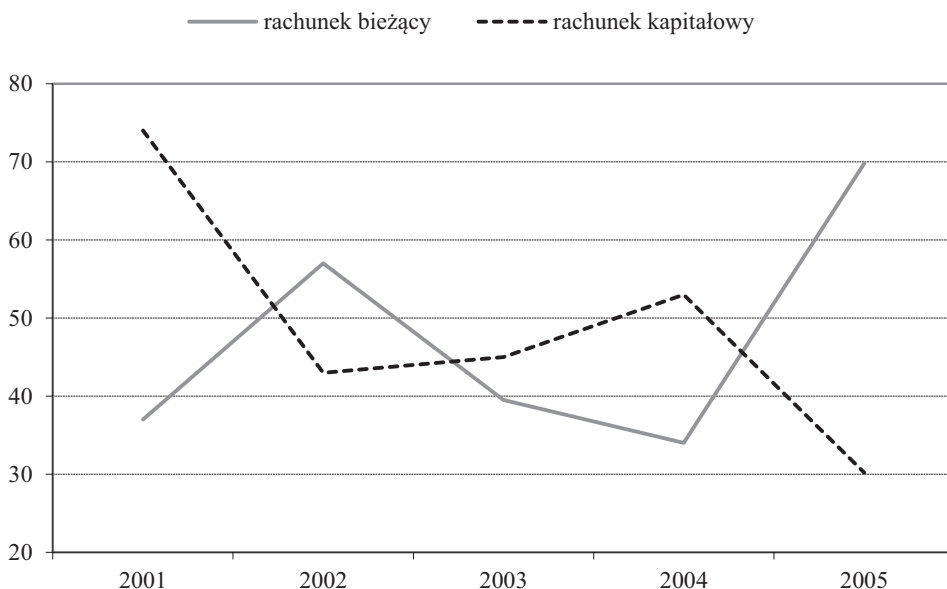
Na koniec 2009 r. ich wielkość wynosiła 2,4 trylion USD, stanowiąc prawie 1/3 globalnego zasobu rezerw walutowych (dla porównania w 1995 r. tworzyły one 5% światowych rezerw). Stanowiło to jednocześnie w 2009 r. 48,9% PKB kraju.

3. Źródła akumulacji rezerw walutowych w Chinach

Akumulacja jest wynikiem zarówno nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, jak i obrotów kapitałowych. Nadwyżka obrotów bieżących wynika z utrzymującej się od początku lat 90. nadwyżki handlowej. Spektakularny wzrost nadwyżki notowany od 2004 r. jest w dużej mierze wiązany z przystąpieniem kraju do WTO. Nadwyżka na rachunku obrotów kapitałowych wynika z dużej skali napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz utrzymujących się restrykcji w odpływie kapitału¹. Od 2005 r., wraz z ogłoszoną przez rząd strategią uelastyczniania kursu walutowego (pozwalającą na stopniową aprecjację RMB), źródłem napływu kapitału stały się oczekiwania dalszej rewaluacji waluty, w połączeniu ze spadkiem stóp

¹ Kontrola odpływu kapitału nie dotyczy tzw. kwalifikowanych krajowych inwestorów instytucjonalnych (*qualified domestic institutional investors*) oraz niektórych przedsiębiorstw państwowych. Do kategorii QDII należą głównie banki komercyjne, fundusze inwestycyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe.

procentowych w USA, indukujące napływ kapitału spekulacyjnego. Poszczególne komponenty bilansu płatniczego z różną siłą oddziaływały na akumulację rezerw. W początkowym okresie głównym czynnikiem wzrostu rezerw były nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych, od 2004 r. zaś dominującą rolę odgrywały nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, po 2005 r. wzrosła rola nadwyżek kapitałowych.



Rys. 2. Struktura źródeł wzrostu rezerw walutowych (wzrost w %)

Źródło: F. Gang, *Currency Asymmetry, Global Imbalances, and Rethinking of the International Currency System*, [w:] J. Teunissen, *Global Imbalances and the US Debt Problem*, Fondad The Hague, 2006.

4. Zarządzanie rezerwami w ramach SAFE

Instytucją odpowiedzialną za administrowanie i zarządzanie rezerwami walutowymi jest, na mocy Ustawy o Banku Ludowym Chin z 1995 r., SAFE (State Administration of Foreign Exchange), mająca status agencji rządowej. SAFE jest zorganizowana jako wydzielony departament banku centralnego, realizując zadanie zarządzania rezerwami walutowymi na zasadzie delegowania uprawnień z banku centralnego. O randze i wyjątkowej pozycji departamentu świadczy fakt, że dyrektor SAFE jest jednocześnie wicegubernatorem banku centralnego. W ramach struktury organizacyjnej SAFE znajdują się: centrala w Pekinie, 34 oddziały regionalne i 4 oddziały zagraniczne (w Hongkongu, Singapurze, Londynie i w Nowym Jorku). Strategia zarządzania portfelem rezerw opiera się na trzech zasadach, takich jak: bezpieczeństwo, płynność oraz wzrost wartości aktywów. W materiałach informacyjnych

SAFE podkreślone jest, że bezpieczeństwo rezerw stanowi cel priorytetowy strategii zarządzania². W kontekście powyższego należy uznać, że strategia inwestycyjna SAFE jest konserwatywna.

Jednakże wraz ze wzrostem skali akumulacji strategia inwestycyjna SAFE staje się w ostatnich 10 latach coraz bardziej aktywna, co należy tłumaczyć 2 czynnikami³:

- konserwatywne zarządzanie rezerwami stanowi koszt alternatywny dla kraju, jeśli są one inwestowane w walory o niskiej dochodowości,
- położony jest nacisk na wzrost rentowności inwestycji SAFE w wyniku wyłączenia się konkurencyjnej jednostki zarządzającej rezerwami – CIC.

Chiny nie udostępniają publicznie danych odnośnie do kompozycji walutowej rezerw. Na podstawie różnych estymacji przyjmuje się, że 60-70% rezerw jest utrzymywanych w dolarach, 30-20% w euro, pozostałe 10% w funcie brytyjskim, jenie japońskim oraz innych walutach. Koncentracja zakumulowanych rezerw w aktywach dolarowych odzwierciedla nie tyle silne związki handlowe obu gospodarek, ile raczej relatywne bezpieczeństwo aktywów dolarowych wynikające ze stabilnej sytuacji politycznej, warunków makroekonomicznych i pełnienia przez dolar funkcji waluty międzynarodowej.

Dane odnośnie do struktury aktywów również nie są publikowane. Z danych publikowanych przez rząd amerykański wynika, że Chiny są obecnie największym posiadaczem amerykańskich papierów skarbowych (dane te nie oddzielają sektora prywatnego i publicznego jako posiadaczy walorów). Na koniec 2009 r. w posiadaniu Chin były papiery skarbowe o łącznej wartości 789,6 mld USD, wyprzedzając drugą w kolejności Japonię (757,3 mld USD). Wśród aktywów dolarowych Chiny preferują papiery dłużne długoterminowe (szczególnie długoterminowe obligacje skarbowe oraz obligacje agencji rządowych), które stanowią prawie 90% inwestycji w aktywa dolarowe. W okresie wzmoczonej akumulacji, w latach 2000-2008, udział inwestycji w obligacje skarbowe istotnie się zmniejszył (z 77 do 43%). Zwraca uwagę mniejszy zakres inwestowania w bardziej ryzykowne aktywa, jak akcje czy długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw, mimo że w latach 2000-2008 odnotowano istotny (8-krotny) wzrost inwestycji w tę kategorię aktywów. Potwierdza to tezę o zmieniającej się strategii inwestycyjnej SAFE.

Mimo że inwestowanie w aktywa niedolarowe nie musi być z założenia podobne w strukturze aktywów do inwestowania w aktywa dolarowe, nie ma powodów, aby domniemywać o ich odmiennej kompozycji. Mając na uwadze wysoki stopień awersji do ryzyka SAFE, należy stwierdzić, że aktywa niedolarowe są najprawdopodobniej także skoncentrowane w obligacjach rządowych.

² *Overview of management of China's foreign reserve*, SAFE 2009.

³ Y. Hu, *Management of China's foreign Exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Reserves (SAFE)*, European Economy, Economic Papers, no. 421/July 2010.

Tabela 1. Amerykańskie papiery wartościowe będące w posiadaniu Chin w podziale na kategorie, w %, w latach 2000-2008

Rodzaj papierów wartościowych	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Akcje	1,1	2,2	0,8	0,9	0,6	0,6	3,1	8,3
Długoterminowe obligacje skarbowe	77,2	52,5	57,6	55,4	52,6	52,1	50,7	43,3
Długoterminowe obligacje agencji rządowych	21,7	32,6	36,1	33,7	32,6	36,5	40,8	43,7
Długoterminowe obligacje przedsiębiorstw	0,0	6,1	4,7	4,7	6,8	8,4	3,0	2,2
Dług krótkoterminowy	0,0	7,2	1,6	5,3	7,6	2,4	2,5	2,5

Źródło: U.S. Department of the Treasury, za: Yu-Wei H., *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Exchange (SAFE)*, "European Economy, Economic Papers" no. 421/July 2010.

Tabela 2. Szacunkowa stopa zwrotu z inwestycji SAFE na rynku amerykańskich walorów, w %

	W USD		W RMB	
	w ujęciu nominalnym	w ujęciu realnym	w ujęciu nominalnym	w ujęciu realnym
2000	6,5	3,1	6,5	6,1
2002	5,1	3,5	5,1	5,9
2003	5,4	3,1	5,4	4,2
2004	5,1	2,4	5,1	1,2
2005	5,0	1,6	2,5	0,7
2006	5,6	2,4	2,5	1,0
2007	5,6	2,8	-0,3	-5,1
2008	1,9	-1,9	-5,2	-11,1
Średnia (2000-2008)	5,0	2,1	2,7	0,4
Średnia (2000-2007)	5,5	2,7	3,9	2,0

Źródło: U.S. Department of the Treasury, za: H. Y-Wei, *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Exchange (SAFE)*, "European Economy, Economic Papers", no. 421/July 2010,

Konserwatywna strategia inwestycyjna SAFE w połączeniu ze słabnącym dolarem przynosiła w ostatnich latach niską stopę zwrotu z inwestycji. W celu weryfikacji tej hipotezy Y. Hu i in. przeprowadzili na podstawie analizy portfela inwestycji i stopy zwrotu z poszczególnych kategorii aktywów estymację zwrotu z inwestycji

w latach 2000-2008. W latach 2000-2008 średnia stopa zwrotu w USD wynosiła w ujęciu nominalnym 5%, w RMB 2,7%. Dla lepszej oceny strategii inwestycyjnej należy zauważyć, że w okresie załamania rynków w 2008 r. stopa zwrotu w USD w ujęciu nominalnym wyniosła 1,9%, w RMB zaś była ujemna i wynosiła -5,2%. Analiza stopy zwrotu dla lat 2000-2007 podnosi zatem średnie stopy zwrotu do poziomu 5,5 i 3,9%. Po uwzględnieniu inflacji stopa zwrotu w USD w ujęciu realnym wynosi 2,1% (dla lat 2000-2008) i 2,7% (dla lat 2000-2007). Po uwzględnieniu zarówno inflacji, jak i ryzyka kursowego (aprecjacja RMB) stopa zwrotu w ujęciu realnym w RMB wynosi tylko 0,4% (dla lat 2000-2008) oraz 2,0% (dla lat 2000-2007). Wyniki estymacji potwierdzają, że realna wartość inwestycji w RMB jest mniejsza niż wartość w USD. Świadczy to o dużym wpływie ryzyka kursowego na realną wartość inwestycji SAFE. Spodziewana aprecjacja RMB stanowi czynnik osłabiający potencjalny zwrot z inwestycji.

5. Rezerwy walutowe w ramach CIC. Relacje między SAFE a CIC

Chinese Investment Corporation (CIC) jest nowo powstałym (w 2007 r.) Państwowym Funduszem Majątkowym (Sovereign Wealth Fund-SWF). CIC powstał w wyniku transferu części rezerw z SAFE (o wartości 200 mld USD), wymienionych następnie na specjalnie wyemitowane obligacje skarbowe⁴. Wysokość transferowanego kapitału uczyniła go pod względem zarządzanych aktywów jednym z największych SWF na świecie. W przeciwieństwie do SAFE, który jest kontrolowany przez bank centralny, CIC podlega kontroli Ministerstwa Finansów⁵. Jak w większości niesurowcowych SWF w gospodarce globalnej strategia inwestycyjna CIC jest znacznie bardziej agresywna od tradycyjnego zarządzania rezerwami walutowymi, skoncentrowana na osiąganiu jak najwyższej stopy zwrotu z inwestycji. Pomimo kilku typowo politycznych decyzji inwestycyjnych CIC z początkowego okresu jego funkcjonowania, celem jego utworzenia było zwiększenie stopy zwrotu z zakumulowanych rezerw walutowych. Ponadto konwersja rezerw walutowych na kapitał CIC była instrumentem radzenia sobie z nadmierną płynnością, która generowała w ostatnich latach ciśnienie inflacyjne oraz ryzyko bąbli spekulacyjnych na krajowych rynkach

⁴ Konwersja rezerw walutowych na długoterminowe (10- i 15-letnie) obligacje skarbowe przebiegała w czterech transzach. W jej wyniku CIC obsługuje nowo stworzony dług, którego szacowany koszt obsługi wynosi 40 mln USD dziennie. Obsługa kosztu długu jest tak wysoka, że oznacza konieczność generowania rocznego zysku na poziomie co najmniej 14,6 mld USD, co oznacza co najmniej 7,3% stopy zwrotu z kapitału (przy założeniu 200 mld USD kapitału założycielskiego). Tłumaczy to potrzebę wyjątkowo agresywnego zarządzania portfelem inwestycyjnym. Jednocześnie, dokonując transakcji, rząd chiński ograniczył skalę nowego zadłużenia publicznego. Szerzej: R. Ziembra, *How is China funding the Chinese Investment Corporation (CIC)?*, RGE Analysts' Economonitor, December 5, 2007.

⁵ CIC ma obowiązek składania sprawozdania Radzie Państwowej (China's State Council), która jest najwyższym krajowym ciałem administracyjnym i wykonawczym, składającym się m.in. z premiera i ministrów poszczególnych resortów.

aktywów (głównie rynkach nieruchomości i akcji)⁶. Aktywa zarządzane przez CIC mogą być zainwestowane w krajowe aktywa (w tym np. z pominięciem nieruchomości lub akcji), co powinno redukować ciśnienie na wzrost ich cen, lub zagraniczne. Trzeci motyw utworzenia CIC akcentuje R. McKinnon. Zwraca uwagę, że utworzenie CIC w roku wyjątkowo silnego oczekiwania aprecjacji RMB i napływu kapitału spekulacyjnego było odpowiedzią na brak „normalnego” odpływu kapitału z kraju. Posiadanie SWF jako agencji rządowej w przypadku kraju charakteryzującego się niedopasowaniem walutowym bilansów przedsiębiorstw i wysokim ryzykiem kursowym oznacza możliwość bezpieczniejszej akumulacji aktywów zagranicznych w porównaniu z sytuacją, gdyby były one akumulowane przez prywatne instytucje finansowe. W sytuacji kryzysu walutowego prywatne instytucje finansowe mogłyby być bardziej skłonne wymieniać aktywa dolarowe na aktywa w RMB. W tym aspekcie posiadanie SWF stanowi przejęcie przez sektor oficjalny funkcji pośrednika finansowego i jest rodzajem „antycypowanej sterylizacji”⁷.

Polityka wspierania krajowych inwestycji ze środków zakumulowanych w postaci rezerw jest stosowana na szeroką skalę, głównie w sektorze bankowym. Chodzi tu o rekapitalizację kluczowych krajowych banków komercyjnych. Według szacunków, 2/3 wyjściowego kapitału CIC znalazło zastosowanie w krajowym sektorze bankowym⁸.

Współistnienie dwóch (lub więcej) instytucji zarządzających rezerwami walutowymi należy uznać za naturalne zjawisko, tym bardziej jeśli spojrzymy na rezerwy z pragmatycznego punktu widzenia – co pozwala rozróżnić rezerwy utrzymywane dla celów płynnościowych od rezerw dla celów długoterminowych inwestycji. Na przykład w USA rezerwy są rozdzielone w miarę równomiernie między System Rezerwy Federalnej (zarządzanie dla celów płynnościowych) oraz Fundusz Stabilizacyjny przy US Treasury⁹.

Powstaje jednak pytanie o wzajemne relacje między SAFE i CIC. Zdaniem Y. Hu relacje między obiema instytucjami publicznymi zarządzającymi nadwyżkami płatniczymi Chin należy traktować w kategoriach wzajemnej konkurencji. Wychodząc z założenia, że generowane obecnie rezerwy są nadmierne w stosunku do wszelkich miar optymalności, należy się spodziewać ekspansji CIC na skutek dalszego wzrostu transferowanych do niego aktywów.

⁶ M. Martin, *China's Sovereign Wealth Fund*, CRS Report for Congress, 22 January 2008.

⁷ R. McKinnon, G. Schnabl, *China's financial conundrum and global imbalances*, BIS Working Papers, no. 277/March 2009.

⁸ Chiny nie są jedynym krajem, którego SWF intensywnie inwestuje na rynku krajowym. Wśród innych SWF należy tu wspomnieć o singapurskim Temasek, rosyjskim Stabilization Fund czy amerykańskich Alaska Permanent Fund i Alberta Heritage Savings Trust Fund. Za: E. Truman, *The management of China's international reserves: China and a SWF scoreboard*, Paper Presented for Conference on China's Exchange rate policy, Peterson Institute for International Economics, October 19, 2007.

⁹ Co nie oznacza jednocześnie, że rezerwy utrzymywane dla motywu płynnościowego muszą pozostać do dyspozycji banku centralnego. W Kanadzie, Japonii czy Wielkiej Brytanii większość rezerw walutowych jest w posiadaniu Ministerstwa Finansów, a nie banku centralnego.

- Czynnikami wpływającymi na pozytywną w Chinach ocenę CIC mogą stać się:
- zdolność do generowania wyższej stopy zwrotu z inwestycji w porównaniu z SAFE. Dla przykładu w 2008 r. w ujęciu nominalnym CIC osiągnęła stopę zwrotu 6,8%, podczas gdy SAFE osiągnęła 1,9%,
 - większa transparentność struktury organizacyjnej oraz większy zakres komunikacji społecznej w porównaniu z SAFE¹⁰.

Mimo tych czynników działających na korzyść CIC, nie można powiedzieć, że strategia inwestycyjna CIC jest transparentna i przejrzysta. Sam mechanizm „konwersji rezerw” i zasilania krajowego systemu bankowego nie był do końca przejrzysty¹¹.

Konkurencja ze strony CIC stanowi istotny czynnik stymulujący zmianę strategii inwestycyjnej SAFE. O transformacji SAFE w kierunku bardziej agresywnego zarządcy rezerw świadczy m.in. dokonywanie inwestycji bezpośrednich czy też inwestycji w aktywach alternatywnych. Równoległe do dywersyfikacji kategorii aktywów pogłębia się dywersyfikacja geograficzna – SAFE nabył udziały m.in. w brytyjskich firmach finansowych czy przedsiębiorstwach z branży surowców naturalnych.

Ocena działalności CIC przez ekonomistów i polityków spoza Chin jest bardziej złożona. Jak w przypadku większości SWF CIC jest postrzegany zarówno jako potencjalny stabilizator międzynarodowych rynków finansowych (szczególnie w okresie napięć na rynkach, co pokazały doświadczenia ostatniego kryzysu globalnego)¹², jak i jako czynnik je destabilizujący. Obawy, że CIC może realizować własne cele geopolityczne (np. przez zabezpieczanie dostępu do zasobów energii lub zakup aktywów strategicznych), jak również duże zaangażowanie SWF w rynki akcji może z kolei rodzić w krajach dokonywania inwestycji zachowania określane jako „protekcjonizm finansowy”.

6. Wnioski i podsumowanie

Spodziewany dalszy wzrost skali akumulacji rezerw w Chinach¹³ będzie miał istotny wpływ na strategię zarządzania nadwyżkami płatniczymi, a przez to – na międzynarodowe rynki finansowe i nierównowagi globalne.

¹⁰ Już w 2008 r., CIC wydał swój pierwszy raport roczny.

¹¹ Nieprzejrzyste jest miejsce ponoszenia ryzyka kursowego na linii rząd–CIC–bank centralny. E. Truman opisuje to w następujący sposób: „rząd mobilizuje krajowe zasoby, aby sprzedać CIC obligacje. Zasoby te następnie są transferowane do państwowych banków. W międzyczasie bank centralny zakupuje w transakcjach „otwartego rynku” obligacje skarbowe, aby zasilić CIC dewizami walutowymi stanowiącymi wyjściowy kapitał”. Za: E. Truman, wyd. cyt.

¹² Należy tu wspomnieć o zainwestowaniu 5 mld USD przez CIC w banku Morgan Stanley w najbardziej gorącej fazie kryzysu bankowego.

¹³ Mimo postulowanej w ramach porozumień G20, rekomendacjach MFW i innych organizacji deakumulacji rezerw, nie należy się spodziewać radykalnego odejścia od strategii akumulacyjnej w Chinach. Wynika to z faktu, że głównym motywem akumulacji w Chinach jest tzw. motyw merkantyli-

Po pierwsze, można się spodziewać zmiany struktury walutowej rezerw. Czynniki mogącymi stymulować proces dywersyfikacji jest głęboki deficyt na rachunku obrotów bieżących USA i stopniowe wyłanianie się alternatywnych aktywów rezerwowych. Od strony gospodarki chińskiej czynnikami stymulującymi dywersyfikację mogą stać się:

- geograficzna struktura handlu zagranicznego Chin. Udział eksportu do USA w całkowitym eksporcie Chin wynosi 18,4%, zaś amerykańskiego importu w całkowitym imporcie Chin 7,7%. Wzrasta natomiast rola handlu z krajami emerging markets i stabilizuje się ryzyko kraju w tych gospodarkach.
- stopniowe, deklarowane publicznie uelastycznianie reżimu kursowego, odejście od kursu sztywnego do USD.

Z drugiej strony, czynnikami hamującymi potencjalną dywersyfikację portfela rezerw w przypadku gospodarki chińskiej są:

- fakt, że akumulacja rezerw nie ogranicza się do Chin, jest zjawiskiem silnym w regionie. Żaden z krajów jako pierwszy nie będzie skłonny do zaniechania interwencji walutowych, a tym samym akceptowania aprecjacji swojej waluty wobec USD, pogarszając przez to swoją konkurencyjność wobec partnerów z regionu¹⁴. Tworzy to pewną gwarancję *status quo* i tłumaczy rolę integracji regionalnej w sferze finansowej i monetarnej jako metodę wyjścia z tego „impasu”,
- fakt, że Chiny (i pozostałe gospodarki regionu) należą do nieformalnej „strefy dolara”, fakturują wzajemny handel w USD, charakteryzują się wysokim stopniem dolaryzacji nieoficjalnej sektora prywatnego i publicznego.

Jak zauważa P. Vujanovic, fakt, że Chiny (i inni najwięksi posiadacze rezerw) zbudowały silnie skoncentrowany od strony struktury walutowej portfel rezerw, stając się jednocześnie price-makerami na międzynarodowych rynkach walutowych¹⁵, redukuje jednocześnie ryzyko gwałtownej dywersyfikacji i pole manewru dla zarządzania kompozycją rezerw, niezależnie od przyjętego w danym kraju reżimu kursowego¹⁶.

styczny, w którym rezerwy walutowe stanowią produkt uboczny realizowanej proeksportowej strategii wzrostu. Akumulacja jest także wynikiem słabego rozwoju rynku finansowego od strony zarówno instrumentów, jak i pośredników. Budowa efektywnego systemu finansowego jest procesem wymagającym czasu.

¹⁴ Inaczej widzi to B. Eichengreen. Według jego argumentacji, każdy kraj chciałby jako pierwszy dokonać dywersyfikacji portfela, zanim uczynią to pozostałe kraje, kiedy jeszcze trend spadkowy USD nie jest tak głęboki. Porównuje zatem problem inicjowania procesu rezerw do klasycznego problemu kartelu (*cartel problem*) – kiedy wzrost kraju zależy od kohezji kartelu. Za: B. Eichengreen, *The blind men and the elephant*, „Issues in Economic Policy, The Brookings Institution”, no.1, January 2006.

¹⁵ Z badań BIS wynika, że rynki walutowe są bardzo wrażliwe na sygnały, że banki centralne mogą być skłonne dokonać dywersyfikacji portfela zakumulowanych rezerw. Za: *Central bank survey on foreign Exchange and derivatives markets activity*, BIS, March, 2005.

¹⁶ P. Vujanovic, *Understanding the recent surge in the accumulation of international reserves*, „OECD Economic Department Working Papers”, no. 866/2011.

O ile dywersyfikacja kompozycji walutowej rezerw jest procesem powolnym, o tyle dokonujące się przeorientowanie kategorii aktywów może być procesem bardziej dynamicznym. O odejściu SAFE od strategii zachowawczej inwestycyjnej w kierunku bardziej agresywnej może zadecydować fakt ponadoptymalnego poziomu zakumulowanych rezerw, niska realna stopa zwrotu z inwestycji oraz wyłonienie się „konkurenta” w postaci CIC. Z kolei samo utworzenie CIC należy traktować jako sygnał odejścia od dominacji amerykańskich papierów skarbowych w portfelu rezerw w kierunku innych form inwestycji¹⁷. Spadek popytu na amerykańskie papiery skarbowe może dla USA oznaczać trudność finansowania zadłużenia zagranicznego, wyrzucić nacisk na wzrost stóp procentowych w USA, co w okresie pokryzysowym może być czynnikiem recesyjnym dla gospodarki amerykańskiej. Oprócz wzrostu zaangażowania SAFE i CIC w instrumenty o większym stopniu ryzyka i większej stopie zwrotu, należy się spodziewać wzrostu ich zaangażowania w aktywa krajowe. Dokapitalizowanie banków w przeszłości może sugerować, że także w przyszłości rezerwy mogą być wykorzystane jako bufor wspomagający przeprowadzanie reform wewnętrznych, w tym postulowaną deregulację sektora finansowego¹⁸.

Upodabianie się strategii inwestycyjnej SAFE do CIC może rodzić niepewność co do zasadności współistnienia obu instytucji zarządzających nadwyżkami płatniczymi i ich ewentualnej formuły współpracy. Potencjalna fuzja obu instytucji i wzrost aktywów w ramach jednej z nich, przy zachowaniu bardziej agresywnej strategii inwestycyjnej, rodzi obawy o nadmierną zdolność tej instytucji do wpływania na inne gospodarki. Z drugiej strony istnieje pogląd, że fuzja taka jest niezasadna ze względu na fakt, że tak spektakularny wzrost aktywów w ramach jednej instytucji przełożyłby się na spadek efektywności zarządzania. Sugeruje to, że należy się spodziewać współistnienia obu instytucji. Niezależnie jednak od formuły istnienia instytucji zarządzających rezerwami kluczowe znaczenie będzie miało nadanie im większej transparentności i przejrzystości w aspekcie zarówno instytucjonalno-organizacyjnym, jak i operacyjnym. Może to mieć istotne znaczenie w procesie stabilizowania międzynarodowego środowiska finansowego.

Literatura

- Chen H., Jonung L., *Lessons for China from financial liberalization in Scandinavia*, “European Economic Papers”, no. 383/August 2009.
- Eichengreen B., *The blind men and the elephant*, “Issues in Economic Policy, The Brookings Institution”, no.1, January 2006.
- Gang F., *Currency Assymetry, Global Imbalances, and Rethinking of the International Currency System*, [w:] J. Teunissen, *Global Imbalances and the US Debt Problem*, Fondad The Hague, 2006.

¹⁷ M. Martin, wyd. cyt.

¹⁸ H. Chen, L. Jonung, *Lessons for China form financial liberalisation in Scandinavia*, European Economy, Economic Papers, no. 383/August 2009.

- Hu Y., *Management of China's foreign Exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Reserves (SAFE)*, European Economy, Economic Papers, no. 421/July 2010.
- Martin M., *China's Sovereign Wealth Fund*, CRS Report for Congress, 22 January 2008.
- McKinnon R., Schnabl G., *China's financial conundrum and global imbalances*, "BIS Working Papers", no. 277/March 2009.
- Truman E., *The management of China's international reserves: China and a SWF scoreboard*, Paper Presented for Conference on China's Exchange rate policy, "Peterson Institute for International Economics", October 19, 2007.
- Vujanovic P., *Understanding the recent surge in the accumulation of international reserves*, "OECD Economic Department Working Papers", no. 866/2011.
- Yu-Wei H., *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the State Administration of Foreign Exchange (SAFE)*, "European Economy, Economic Papers" no. 421/July 2010.

MANAGEMENT OF FOREIGN RESERVES IN CHINA – PROBLEMS AND CHALLENGES

Summary: Huge foreign reserves accumulation in China is managed by two institutions: SAFE and CIC, the latter being the Sovereign Wealth Fund. The investment strategies of these two institutions, as well as currency and asset composition of foreign reserves portfolio, and the potential impact on international financial environment, are the main issues of the article.

Keywords: foreign reserves, management strategy, SWF, currency structure of reserves, assets structure.