



Wzrost renminbi: czy chiński yuan stanie się globalną walutą rezerw?

Lipiec 23, 2015



mobiuspolish

W ostatnich miesiącach, Chiny zintensyfikowały swe działania w ramach długofalowej kampanii na rzecz włączenia swej waluty (noszącej oficjalną nazwę renminbi [RMB], ale nazywanej także yuanem) do specjalnych praw ciągnięcia (SDR) Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Choć, z jednej strony, media dużo mówią o potencjalnych implikacjach rynkowych przyznania chińskiej walucie statusu waluty międzynarodowych rezerw, czyli takiej, która może być gromadzona przez banki centralne i inne duże instytucje finansowe na potrzeby zabezpieczenia spłaty zobowiązań walutowych, z drugiej strony zagadnienie to jest dość niepewne. SDR to syntetyczna jednostka rozrachunkowa stworzona na bazie koszyka walut będących w powszechnym obrocie. Specjalne prawa ciągnięcia stosowane są przez MFW do celów rachunkowych oraz alokacji aktywów pomiędzy poszczególne państwa członkowskie. Nie odgrywają one jednak praktycznie żadnej roli w prywatnym handlu czy finansach. Ujęcie danej waluty w SDR jest równoznaczne ze stwierdzeniem przez MFW, że dana waluta ma wszelkie niezbędne cechy, by być walutą międzynarodowych rezerw. Waluty włączone do specjalnych praw ciągnięcia są automatycznie uznawane za akceptowalne waluty rezerw, podczas gdy inne waluty muszą spełniać określone kryteria pełnej wymienialności, by cieszyć się tym samym statusem.

Chiński rząd jeszcze do niedawna istotnie ograniczał zastosowanie RMB. Władze najwyraźniej uznawały większą kontrolę nad krajową polityką pieniężną i budżetową dzięki odizolowanej walucie za ważniejszą w porównaniu z potencjalnymi korzyściami wynikającymi z pełnego uczestnictwa w globalnych rynkach finansowych. W ostatnich latach podejście rządu się jednak zmieniło, wraz z rynkowymi reformami ekonomicznymi i bardziej otwartą polityką zagraniczną, włącznie z działaniami stymulującymi szersze wykorzystanie RMB.

Cztery waluty mające status SDR, czyli dolar amerykański, euro, brytyjski funt szterling oraz japoński jen, stanowią dziś przeważającą większość wśród walut rezerw zagranicznych na całym świecie. Efektem ubocznym tej sytuacji jest ich dominacja na międzynarodowych rynkach obligacji i w globalnych transakcjach finansowych. W ostatnich latach, rosnący udział rynków wschodzących, a w szczególności Chin, w globalnym handlu sprawia, że taki stan rzeczy jest dość anachroniczny. Chiński rząd walczył o włączenie RMB do SDR już w 2010 r., tj. podczas ostatniej rewizji struktury SDR przez MFW, ale wówczas ten postulat został odrzucony. Sądzymy, że szanse na sukces podczas posiedzenia zaplanowanego na październik 2015 r. są wysokie.

Potencjalne korzyści dla Chin

Status waluty rezerw oraz internacjonalizacja renminbi mogą przynieść Chinom szereg znaczących korzyści, włącznie z potencjalnym obniżeniem kosztów zaciągania zadłużenia, ułatwieniem zagranicznej ekspansji chińskim spółkom, umożliwieniem przeprowadzania transakcji kupna i sprzedaży podstawowych surowców, takich jak ruda żelaza, w RMB, co oznaczałoby niższe ryzyko kursowe w porównaniu z wyceną w USD oraz – przede wszystkim – otwarciem drogi dla części ogromnych chińskich rezerw walutowych do bardziej produktywnych obszarów, co zapewniłoby stymulację wzrostu gospodarczego zarówno w Chinach, jak i na całym świecie. Inne kraje, których waluty są stosowane jako waluty rezerw, mają znacznie niższe wskaźniki rezerw do PKB w porównaniu z Chinami (Stany Zjednoczone są dziś w stanie efektywnie funkcjonować bez rezerw), a zagraniczne projekty inwestycyjne, takie jak chińskie ambitne inicjatywy pod nazwą „Jeden szlak, jedna droga” czy „Nowy jedwabny szlak”, których celem jest rozbudowa infrastruktury handlowej z sąsiednimi państwami, a także inicjatywy prywatne, będą oferowały potencjalnie atrakcyjne możliwości wykorzystania zasobów, które dotychczas były zamrożone w depozytach walutowych czy bonach skarbowych.

Zgodnie z wymaganiami MFW w stosunku do walut, które mogą zyskać status SDR, muszą one mieć odpowiednio duży udział w globalnej wymianie handlowej, ale muszą być także „swobodnie używane”, a zatem „powszechnie stosowane” i „powszechnie wymieniane”. Yuan był już powszechny w globalnym handlu w 2010 r., ale MFW uznał, że waluta ta nie spełniała wówczas kryterium „swobodnego użytku”. W tamtym czasie, renminbi nie było walutą wymienialną na całym świecie. Kurs RMB w stosunku do innych walut był pod ścisłą kontrolą chińskiego rządu, a wielu komentatorów uważało, że był on mocno niedoszacowany. Z kolei słabo rozwinięty lokalny system bankowy nie oferował wielu spośród instrumentów potrzebnych międzynarodowym spółkom do zarządzania swymi ekspozycjami walutowymi. Odrębna zagraniczna forma RMB dostępna była za pośrednictwem kilku banków w Hongkongu, ale handel z jej użyciem był trudniejszy w porównaniu z innymi walutami, a jej wartość różniła się od wartości chińskiego RMB na rynkach walutowych.

Od 2010 r. sporo się zmieniło, a proces zmian wciąż przyspiesza. Liczba zagranicznych ośrodków wymiany RMB rośnie, a w strefie wolnego handlu w Szanghaju możliwe jest (przy niewielkich ograniczeniach) przeprowadzanie transakcji walutowych pomiędzy Chinami kontynentalnymi a powiązаныmi spółkami zagranicznymi. Jednocześnie Ludowy Bank Chin zmierza w kierunku reform krajowego systemu bankowego, uwalniając stopy procentowe czy wprowadzając system ubezpieczenia lokat – to dwa ważne kamienie milowe na drodze do stworzenia systemu, który będzie mógł w pełni uczestniczyć w międzynarodowych przepływach finansowych. Co istotne, wiele organizacji, włącznie z MFW, uważa, że aktualna wycena RMB jest godziwa. Status waluty rezerw oznaczałby wyeliminowanie aktualnego powiązania RMB z dolarem.

Nowe połączenie na rynku walutowym

Uruchomienie programu Shanghai-Hong Kong Stock Connect pod koniec 2014 r., umożliwiającego inwestorom zagranicznym swobodne inwestowanie w spełniające określone kryteria chińskie akcje „A”, które dotychczas były dostępne wyłącznie dla obywateli Chin i cudzoziemców ze specjalnymi zezwoleniami, zostało uznane za ważny krok w kierunku internacjonalizacji RMB poprzez zapewnienie inwestorom krajowym możliwości kupowania akcji na rynkach hongkońskich. Początkowy wpływ tego kroku był mniejszy niż oczekiwano – wykorzystywano zaledwie niewielką część limitów dziennych transakcji. Sytuacja zmieniła się w kwietniu 2015 r., po zapowiedzi zmian mających umożliwić zarządzającym funduszami inwestycyjnymi z Chin kontynentalnych kupowanie akcji notowanych na rynku w Hongkongu (które to papiery były wyceniane znacznie niżej). Ponadto, rozluźniono ograniczenia dotyczące korzystania z systemu Stock Connect przez inwestorów indywidualnych. W rezultacie, skala korzystania z możliwości Stock Connect błyskawicznie wzrosła, a limity transakcji były kilkakrotnie podnoszone do poziomów znacznie przewyższających poziomy pierwotne. W maju ogłoszono planowany program tzw. „wzajemnej akceptacji”, mający na celu umożliwienie zarządzającym funduszami inwestycyjnymi z Chin kontynentalnych oferowanie swych funduszy w Hongkongu i *vice versa*. Realizacja tego programu będzie miała najważniejsze konsekwencje dla inwestorów z Chin kontynentalnych, biorąc pod uwagę rozszerzenie spektrum możliwości inwestycyjnych. Ostatnie wydarzenia mogą także zwiększyć integrację rynku papierów wartościowych w Szanghaju z globalnymi rynkami finansowymi i znacząco rozszerzyć globalne wykorzystanie RMB.

Niepewność co do niektórych aspektów bezpośredniego inwestowania w Chinach, a w szczególności utrzymujące się obawy o możliwość ponownego wprowadzenia „zawieszoności” podatku od zysków kapitałowych oraz ryzyko, że prawo zakazujące realizacji krótkoterminowych zysków przełoży się na eliminację potencjału dużych pozycji niektórych spółek, nieco tłumi nasz entuzjazm co do korzystania z tych nowych swobód. Co więcej, ostatnia rządowa interwencja na rynku akcji i zawieszenie obrotów akcjami podczas nagłych spadków rynkowych mogą mieć wpływ na proces realizacji reform i postępy na drodze do zapewnienia RMB statusu międzynarodowej waluty rezerw. Wciąż mamy jednak wrażenie, że w Chinach jest wola do wdrażania reform ekonomicznych, zatem tego typu obawy mogą wkrótce zostać rozwiane.

W najbliższej przyszłości, Ludowy Bank Chin planuje krok w kierunku osiągnięcia pełnej „zarządzanej wymienialności” do końca 2015 r., przewidując otwarcie połączenia pomiędzy Hongkongiem i innym ważnym rynkiem papierów wartościowych w Shenzhen oraz rozszerzenie wprowadzonej dotychczas w Szanghaju swobody wymiany walutowej na inne strefy wolnego handlu, a ostatecznie na cały kraj. Uważamy ponadto, że uruchomienie planowanego Chińskiego Systemu Płatności Międzynarodowych (CIPS) i otwarcie ogólnosięciowego centrum rozliczeniowego dla płatności międzynarodowych realizowanych w RMB znacząco zwiększa swobodę korzystania z tej waluty, przybliżając ją pod tym względem do innych walut światowych. Pewne elementy kontroli zostaną utrzymane w takich obszarach, jak monitorowanie procedury prania brudnych pieniędzy czy finansowania działalności terrorystycznej, zapobieganie nadmiernemu zadłużeniu zagranicznemu czy dysproporcjom na rynku walutowym, zarządzanie przepływami pieniężnymi związanymi z krótkoterminowymi spekulacjami czy rejestrowanie danych statystycznych i monitorowanie poprawy bilansu płatniczego.

Ponadto, MFW prawdopodobnie będzie miał świadomość, że perspektywa pełnego uczestnictwa w globalnym systemie finansowym będzie ważnym czynnikiem stymulującym reformy finansowe w Chinach i raczej nie będzie chciał dawać argumentów krajowym przeciwnikom zmian, co mogłoby skomplikować proces leżący w interesie zachodnich inwestorów, jak i samych Chińczyków. Wyrażna wskazówka kierunku myślenia w MFW pojawiła się w marcu, gdy dyrektor zarządzająca MFW Christine Lagarde stwierdziła, że w kwestii włączenia RMB do SDR, pytanie brzmi nie „czy” ale „kiedy”, choć ostatnie wydarzenia mogą skłonić MFW do pewnej ostrożności.

Międzynarodowe spółki najwyraźniej „głoszą nogami” za internacjonalizacją renminbi. Według wyników badań przeprowadzonych przez EIU dla międzynarodowej kancelarii prawnej Allen & Overy, ok. 50% ankietowanych przedstawicieli zarządów spółek przewidywało co najmniej podwojenie wykorzystania RMB, a 45% używało tej waluty w transakcjach międzynarodowych w ostatnim roku, w porównaniu z zaledwie 21% w okresie poprzednich 12 miesięcy. 49% respondentów planowało korzystać z RMB na potrzeby finansowania przejęć. Mniej niż 20% ankietowanych używało tej waluty do tych celów dłużej niż 12 miesięcy.^[1] Uważamy, że dalsze kroki w kierunku pełnej wymienialności mogą przyspieszyć ten proces.

Pod koniec 2015 r. możemy zatem znaleźć się w odmienionym międzynarodowym krajobrazie finansowym, z Azjatyckim Bankiem Inwestycji Infrastrukturalnych, Nowym Bankiem Rozwoju, CIPS oraz renminbi włączonym przez MFW do specjalnych praw ciągnięcia i znajdującym się na najlepszej drodze do uzyskania statusu najważniejszej waluty rezerw na świecie. Z kolei chiński rynek akcji „A” może zbliżyć się do włączenia do globalnych indeksów – ostatnia decyzja MSCI o wyłączeniu chińskich akcji co najmniej do 2016 r. raczej nie blokuje, ale tylko opóźnia ten proces. Chiny będą zatem bardziej zintegrowane ze światowym systemem finansowym niż obecnie, a ich znaczenie w tym systemie także wzrośnie. Uważamy, że te wydarzenia i zmiany, które je umożliwiły, przekładają się na duże długofalowe możliwości dla inwestorów międzynarodowych i ogromny wzrost pozycji całej grupy rynków wschodzących na świecie.

Niemniej jednak, ostatnie działania chińskiego rządu na rzecz wsparcia rynku i wywarcia wpływu na jego uczestnikach mogą znacząco odbić się na szansach rynku na zyskanie międzynarodowego szacunku. Sądzymy, że organizacje publikujące indeksy rynkowe będą bardzo ostrożnie powiększały ekspozycje swych indeksów na chińskie akcje „A”. Nie powinniśmy zatem oczekiwać zbyt wiele w najbliższej przyszłości, ale w dłuższej perspektywie chiński rynek, według nas, dojrzeje i będzie miał duży udział w globalnych portfelach.

Komentarze, opinie i analizy Marka Mobiusa są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do zainwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Informacja natury prawnej

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach.

[1] „Pokolenie ¥ – RMB: nowa globalna waluta”, raport EIU (Economist Intelligence Unit) sporządzony na zamówienie Allen & Overy, 21 kwietnia 2015 r.