

GÁBOR TAMÁS

## A monetáris sterilizáció korábbi sikerei és jövőbeli veszélyei Kínában

A világgazdasági depresszió enyhülésével a nemzetközi gazdasági és politikai erőterében újra napirendre került a jüankérdés. A tanulmány egyszerű jellemzi Kínának a globális pénzügyi egyensúlytalanságokban betöltött jelenlegi szerepét, másrészt a sterilizációs politikáján keresztül rámutat azokra a fenntarthatatlan belső pénzügyi és reálgazdasági folyamatokra, amelyek a jelenlegi helyzet változatlansága esetén hosszú távon pénzügyi válság kialakulását eredményezhetik. Azt mondhatjuk, hogy Kína a sterilizációval a reálgazdasági torzulások árán megvásárolta a pénzügyi stabilitást. A látszólag stabil árszínvonal és az alulértékelt jüan lehetővé tette az exportra termelő szektorának túlzott beruházását, és ez a források rendellenes allokációján keresztül a piacok aszimmetrikus fejlődéséhez vezetett. Az írás utolsó fejezetében végül a jüanár-folyam aktuális helyzetével foglalkozunk.

### 1. BEVEZETÉS

Kína világgazdasági befolyása és a nemzetközi politikai erőterben betöltött szerepe olyan mértékben mérvadóvá vált az elmúlt szűk tíz év során, hogy az sokakat meglep. Kínának különösen kiemelt szerepe volt – és mind a mai napig van – a 2008–2009-es gazdasági világválság és az azt követő nemzetközi gazdasági depresszió káros, tovaggyűrűző hatásainak enyhítésében. A szigorú állami szabályozói jelenlét és a 2008 októberében elfogadott, 4000 milliárd jüanos (586 milliárd dolláros) gazdaságélénkítő csomag elfogadása nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a kínai gazdaság a recesszióból elsőként legyen képes kiemelkedni.

Az expanzív gazdaságpolitika eredményeként már 2008 végén megindult a fellendülés Kína tőkepiacain. A gazdaságba pumpált „ingyen pénz” keresletélénkítő hatása nemcsak beváltotta a hozzá fűzött reményeket, hanem túl is lőtt a célon. A kínai gazdaság túlpörgésére és egy esetleges eszközárulfi kidurranására az elmúlt hónapokban egyre több neves közgazdász – így például *Kenneth Rogoff*, *Paul Krugman* vagy éppen *Soros György* – hívta fel a figyelmünket.

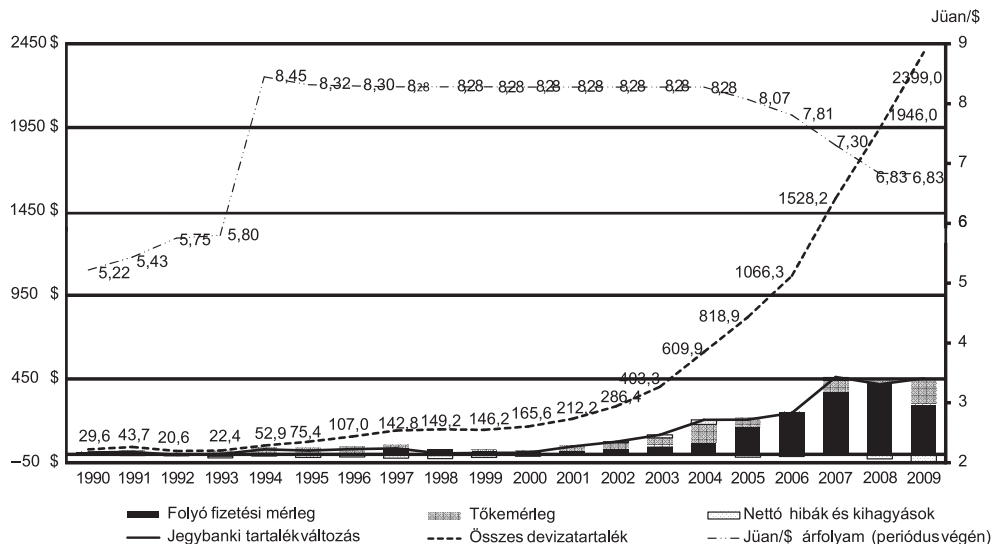
A kínai pártvezetés – a monetáris túlkínálat veszélyeire reagálva – 2010 elejétől szigorú hitelkvótákkal, magas kötelező banki tartalékrátával és számos egyéb likviditáscsökkentő intézkedéssel igyekszik a túlcsoordulás veszélyeit csökkenteni. Mindazonáltal annak ellenére, hogy a többletlikviditás kezelését az eddigiekben sikeresen kézben tartotta a jegybank, a monetáris sterilizáció a piacon számos torzításhoz vezetett.

Cikkünk a következőképpen épül fel: a következő pontban a globális pénzügyi feszültségeket tanulmányozzuk, megvizsgálva Kína helyzetét és felelősségét a nemzetközi egyensúlytalanságok kapcsán. Ezután a monetáris politikára nehezedő nyomással, nevezetesen a növekvő sterilizációs költségek problémájával foglalkozunk. Itt ismertetjük a monetáris

túlkínálat semlegesítésének technikáit, a túlzott sterilizáció miatti piaci torzulásokat és többek között a sterilizáció hosszú távú korlátait is. Végül a jüan kérdésként aktualitásait mutatjuk be. Rávilágítunk arra, hogy a piac által várt erősödésnek a kereskedelmi többletre gyakorolt csökkentő hatása nem is annyira egyértelmű.

1. ábra

**Kína kettős külgazdasági többletének alakulása  
1990-től napjainkig (Mrd USD)**



Forrás: IFS, SAFE

## 2. KÍNA SZEREPE A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI EGYENSÚLYTALANSÁGBAN

A globális pénzügyi egyensúlytalanságból eredő feszültségekért sokáig nem Kínát, hanem Japánt, Németországot és az olajexportáló országok magas folyó fizetési mérleg többletet felhalmozó csoportját vádolták.<sup>1</sup> Kína gazdaságpolitikája a 2001-es WTO<sup>2</sup>-csatlakozást követően került a nemzetközi kutatások fókuszpontjába, éppen akkor, amikor a jegybanki tartalékok állományának a növekedése felgyorsult (1. ábra). *Kína exponenciálisan növekvő devizatartaléka a kettős külgazdasági többletének az eredménye* (Gábor [2010a]). Mint ahogyan az 1. ábrán és az 1. táblázatban is látható, 2001 óta mind a folyó fizetési, mind pedig a töke-

<sup>1</sup> Természetesen minden éremnek két oldala van. Így a nemzetközi feszültség felerősödéséért a nagy kereskedelmi többlettel rendelkező országok mellett épp úgy a hatalmas deficitet felhalmozók – kiemelten és szinte egyedülálló módon az Egyesült Államok – is felelősségre vonhatók. (A globális pénzügyi egyensúlytalanságokkal kapcsolatos nézetekről bővebben I. GÁBOR [2009].)

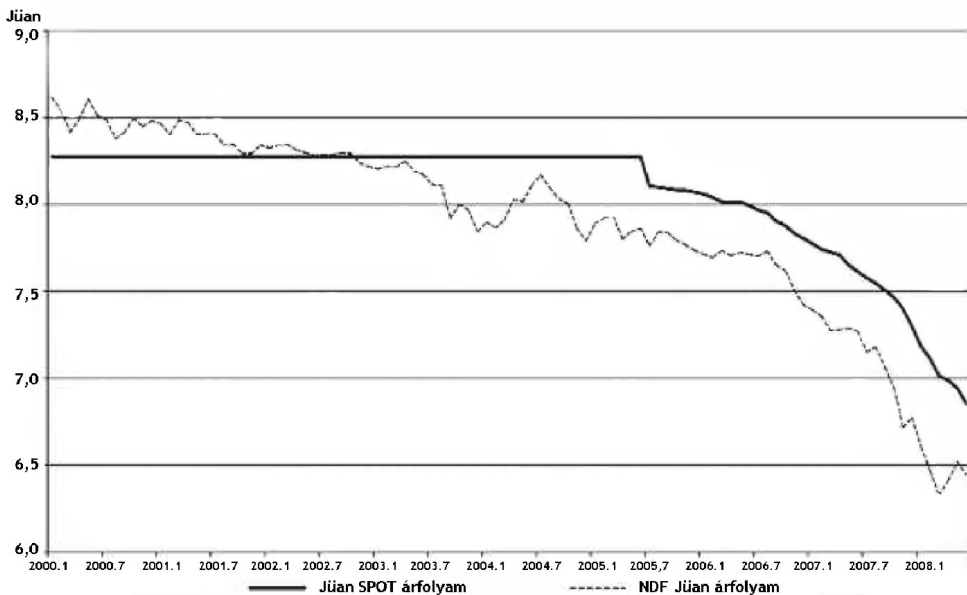
<sup>2</sup> World Trade Organization – Kereskedelmi Világszervezet

mérleg folyamatosan növekvő többletet mutat. A tartalékok ilyen mértékű felhalmozódása – amelynek értéke 2010 márciusára elérte a 2447 milliárd dollárt – két okra vezethető vissza.

*Egyrésztől a kötött árfolyam-politikát folytató, és burkoltan az exportszektort támogató kínai gazdaságpolitika eszköztárára.* Sok elemző úgy látja, hogy Kína a versenyképesség fenntartása érdekében 30-40%-kal alulértékelve<sup>3</sup> rögzíti valutájának árfolyamát a dollárhoz.<sup>4</sup> A gyenge jüan kedvez mind az exportszektornak, mind pedig a multinacionális vállalatok kínai befektetéseinek. Az előző a folyó fizetési, az utóbbi a tőkemérleg többletét növeli.

2. ábra

### A kínai valuta azonnali árfolyamának és a határidős NDF<sup>5</sup> árfolyamának alakulása a dollárral szemben (2000–2008)



Forrás: Greenwood [2008]

3 E vélemények táborát főként olyan neves amerikai közgazdászok erősítik, akik a Peterson Institute for Economics kutatói (BERGSTEN [2010a]; CLINE et al. [2009]; GOLDSTEIN and LARDY [2009]), vagy éppen PAUL KRUGMAN, aki 2008-ban közgazdasági Nobel-díjat kapott.

4 Itt egyezünk meg, hogy vannak, akik másként látják a globális feszültségek lényegét. A globális monetarista szemléletmód neves közgazdásza, MCKINNON és SCHNABL [2003, 2008] úgy vélik, hogy a nemzetközi egyensúlytalanság csak átmeneti állapot. Szerintük a feltörekvő ázsiai gazdaságok esetén „szükség van” a rögzített árfolyamra a térség stabilizációjának az érdekében.

5 A non-deliverable forwards (NDF) üzletek teszik lehetővé határidős üzletek kötését olyan fejlődő piacú országokban, ahol a hagyományos határidős piac nem létezik, vagy csak korlátozások mellett lenne elérhető. Csakúgy, mint a hagyományos határidős üzletek esetében, az NDF-üzletek segítségével fedezhetővé válnak a jövőben keletkező devizakitettségek. A legfőbb különbség azonban az NDF-üzletek és a hagyományos határidős üzletek esetében között az, hogy az üzlet elszámolása USD-alapú, és nincsen tényleges devizakonverzió az üzlet lejáratú időpontjában. Az NDF jüanpiacai Hongkongban, Szingapúrban, Londonban és New-Yorkban találhatóak.

*A másik ok a kínai valuta jövőbeli erősödésére játszó spekulánsok magatartásában keresendő. A pusztán rövid távon gondolkodó, profitorientált befektetők az úgynevezett egyoldalú jüanárfolyam-erősödésre való fogadással (one-way bet) hatalmas devizaállomány mozgatására képesek. Bár az utóbbi időben Kína lényegesen enyhített a középtávú portfóliótőke-áramlások korlátozásain az intézményes befektetői programok elindításával, a rövid távú tőkeműveleteket továbbra is szigorú adminisztratív szabályozásokhoz köti (Gábor [2010c]). Ennek ellenére a válság során a tőkemérleg rövid távú tőkeáramlásokat mutató sorain, illetőleg a statisztikai eltérések során<sup>6</sup> megnövekedett volatilitás tapasztalható. Ez utóbbiak, illetőleg a folyó fizetési mérleg bizonyos tételein tapasztalt, rendellenes mozgások<sup>7</sup> a tőkeáramlások hatékonyságának a határait jelzik. Mivel a RMB árfolyamának jövőbeli alakulását jól leképező, határon túli NDF (non-deliverable forward) határidős árfolyamok – 2003 eleje óta – állandó prémiumot mutatnak a belföldi spot jüan-dollár árfolyamához képest (2. ábra), 2002 vége óta folyamatos, illegális spekulatív tőkebeáramlást figyelhetünk meg Kínában. Úgy hiszem, hogy e spekulációs jelenség okolható másodsorban a jegybanki tartalékok ilyen mértékű felhalmozódásáért.*

1. táblázat

**A folyó fizetési-, a tőke- és a teljes fizetési mérleg alakulása  
a jegybanki tartalékok változásának fényében (Mrd USD)**

	Folyó fizetési mérleg	Tőke-mérleg	Statisztikai eltérések	Teljes mérleg	Változás a tartalékokban (a fizetési mérlegben)	Jegybanki tartalékok növekedése (a PBC közlése szerint)	Eltérés
2000	20,518	1,958	-11,748	10,693	-10,693	10,899	0,206
2001	17,401	34,832	-4,732	47,447	-47,447	46,591	-0,856
2002	35,422	32,341	7,504	75,217	-75,217	74,242	-0,975
2003	45,877	52,774	17,985	116,586	-116,586	116,844	0,258
2004	68,659	110,729	26,834	206,153	-206,153	206,681	0,528
2005	160,82	58,862	-16,441	207,342	-207,342	208,94	1,598
2006	253,27	2,642	-13,075	246,855	-246,855	247,473	0,618
2007	371,83	70,41	16,349	461,691	-461,691	461,905	0,214
2008	426,11	15,913	-26,08	418,993	-418,993	417,781	-1,212
2009	297,1	140,9	-43,500	398,4	-398,400	453,122	54,722

Forrás: SAFE

Megjegyzés: A teljes mérleg a folyó fizetési mérleg, a pénzügyi- és a tőkemérleg egyenlegének összegét mutatja.

6 A statisztikai eltérésekkel óvatosan kell bánni. PRASAD et al. [2005] rámutatott arra, hogy – a nem regisztrált forrótőke-áramlásokon felül – a dolláreszközök átértékeléséből eredő eltéréseket is ezen a mérleg soron mutatják ki. A statisztikai eltérések sorának – amely 2001-ig folyamatosan negatív volt – 2002-től tapasztalt pozitív előjelű egyenlege illegális tőke beáramlását sejteti (1. táblázat).

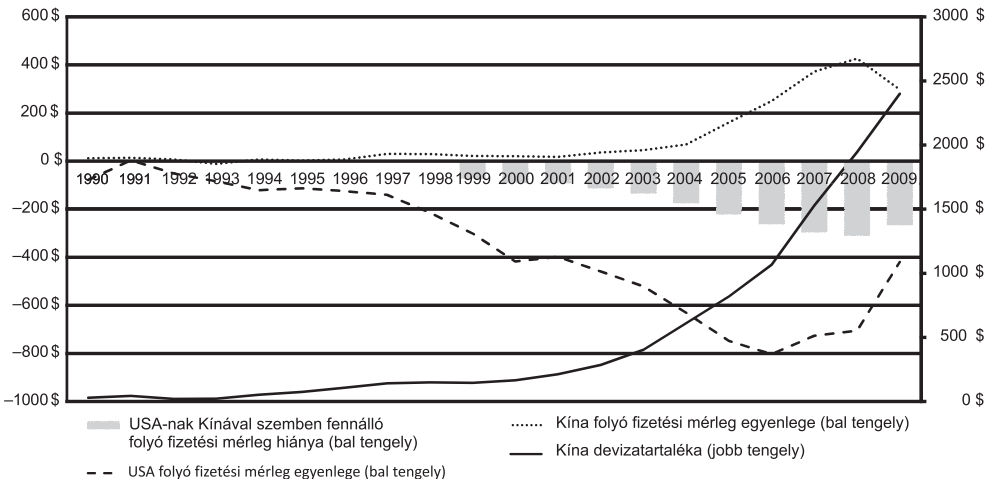
7 MA et al. [2008] úgy véli, hogy a folyó fizetési mérleg sorain belül a folyó jövedelemátutalásoknak, illetőleg a viszonzatlan magántranszfereknek az utóbbi évtizedben megfigyelhető, gyanús alakulása forró tőke beáramlását valószínűsíti.

Az 1. táblázat első négy oszlopa Kína kettős külgazdasági, azaz a folyó fizetési- és tőke-mérleg-többletét mutatja a fizetési mérlegnek a jegybanki eszközök változása nélküli, összes egyenlegével az elmúlt egy évtizedben. A folyó fizetési mérleg többletének GDP-arányos része – bár az utóbbi három évben csökkenő tendenciát mutat –, közel sem jelzi a nemzetközi feszültségek csökkenését. Míg 2007-ben a többlet a GDP 10,9%-a, 2008-ban 9,4%-a volt, addig 2009-re 6%-ra zsugorodott. A teljes fizetési többlet azonban a globális tőkeáramlások intenzitásának felgyorsulásával aligha csökkent ilyen mértékben. Sőt, a helyzet változatlan-sága esetén a beáramló tőke – és így a többlet – további gyarapodása várható.

Érdekes jelenség figyelhető meg a táblázat 5-7. oszlopain, ahol a fizetési mérlegen kimutatott és a jegybank által közölt tartalékok alakulása és eltérése látható. A fizetésimérleg-statisztika szabálya szerint a mérleg és a tartalékváltozás sora összegének a teljes pe-riódus alatt zérusnak kell lennie – ami teljesül is. A mérleg „tartalékok” sorának egyenlege a jegybank által havi bontásban közölt, hivatalos tartalékkállományi adatokból számolt éves változással egészen 2008-ig – minimális eltérés mellett – megegyezik. Mindazonáltal 2009-ben az 54,7 milliárd dolláros eltérés már több mint szignifikáns. Mivel a dolláreszközök át-értékeléséből származó korrekciós tételeket a statisztikai eltérések során mutatják ki<sup>8</sup>, ezért úgy gondoljuk, hogy *e kiemelkedően magas differencia a nem bejelentett – illegális, azaz a határon átcsempészett – devizaállománynak a jegybank általi konverziójával jött létre.*

3. ábra

### Az amerikai és a kínai folyó fizetési egyensúlytalanságok, valamint Kína devizatartalékának alakulása (Mrd USD)



Forrás: SAFE, BEA, FED

8 Ezt az állítást a 2009-es statisztikai eltérések sora is megerősíti. Az Egyesült Államok kereskedelmi kapcsolatait is tükröző, reáleffektív dollárárfolyam 2009-es erősödése a kínai fizetési mérleg nettó kihagyások és tévedések (statisztikai eltérések) egyenlegét negatív tartományba mozdította el – annak ellenére, hogy a 2008–2009-es gazdasági világválság depressziójából elsőként kilábaló Kínában kiemelkedően magas forró tőke beáramlását sejtjük.

A világgazdasági recesszió fájdalmas hatásainak múlásával úgy tűnik, 2010 tavaszán ismét napirendre került az Egyesült Államokban a „Kína-kérdés”. 2010 márciusában az amerikai képviselőház kereskedelmi kapcsolatokat vizsgáló bizottságának (Committee on Ways and Means) meghallgatásán olyan vélemények és javaslatok hangzottak el, amelyek – véleményünk szerint – nagyon egyoldalúan közelítik meg a kérdést. A neves amerikai Peterson Institute Kutatóintézetének elnöke, *Fred C. Bergsten* [2010a; 2010b] például Kínát vádolta a kimagaslóan magas (2009 során a 10%-ot is elérő) amerikai munkanélküliségért,<sup>9</sup> míg *Ferguson* [2010] arról számolt be, hogy a kínai jegybanki tartalékok ilyen mértékű felhalmozódása kinyitotta a nemzetközi pénzügyi torzulást kiváltó Pandora szelencéjét. Ő úgy látja, hogy az elmúlt években a kínaiak folyamatos és növekvő amerikai állampapír-vásárlásai mesterségesen alacsonyan tartották az amerikai kamatlábakat – ez pedig lehetővé tette az amerikai magánszektor túlköltekezését.

Egy biztos, az Egyesült Államoknak a Kínával szemben fennálló, folyó fizetési mérleg hiánya 2006 és 2009 között – ami alatt a rekordméretű amerikai deficit körülbelül megfeleződött – tovább nőtt! Arányaiban tekintve a 2008-as év adataihoz képest a drasztikus keresletbeszűküléssel járó válság egy éve alatt az amerikai hiány 40,5%-kal, a kínai többlet 30%-kal, míg a közöttük fennálló hiány csupán 14,5%-kal csökkent! *A krízis során bekövetkezett kereskedelmi átrendeződés nem csökkentette jelentősen a két gazdaság közötti feszültségeket.* Míg 2008 és 2009 között az Egyesült Államok összes importja 25,8%-kal csökkent az amerikai statisztikai hivatal kimutatása szerint, addig a kínai import „csupán” 12%-kal mérséklődött. Ezt vélhetőleg az eladósodott lakosság fogyasztási szokásaiban bekövetkezett változással lehet indokolni – a vásárlói kosárban az olcsó, kínai termékek nagyobb súlyt kaptak.

Álláspontunk szerint a globális egyensúlytalanságok körüli feszültség kialakulásáért Kína nem tehető egyedüli felelőssé. A merkantilista kereskedelmi politikában a gazdasági biztonságra törekvés érvényesítése nem lehet ok egy kereskedelmi háborúra. Mindazonáltal tény, hogy Kína makromutatóinak alakulása aggodalmat kelt. Egy mindkét fél (az Egyesült Államok és Kína) számára kölcsönösen előnyös megoldásként *Kína belső piacának bővítése képzelhető el.* Ezt a lehetőséget minden bizonnyal a kínai pártvezetés is felismerte az utóbbi években, hiszen a 2008 októberében elfogadott, 586 milliárd dolláros gazdaságélénkítő csomag a belső, keresletorientált gazdasági növekedésre helyezte a hangsúlyt az infrastrukturális fejlesztésekkel, a szociális háló intézményrendszerének bővítésével, a környezetvédelmi beruházásokkal és az oktatási kiadások növelésével (erről bővebben l. *Naughton* [2009]).

### 3. A MONETÁRIS STERILIZÁCIÓ

Kína 2005 júliusától – 14 évnyi dollárhoz rögzítést követően – egy szűk, de rugalmas csatornában némi teret engedett az árfolyam felértékelésére a piac erőinek. Ebben az úgynevezett „*csúszószerű*” (crawl-like peg) árfolyamrendszerben szűk három év leforgása alatt a

<sup>9</sup> BERGSTEN [2010a; 2010b] számításai szerint a kínai folyó fizetési mérleg többletének 3-4%-ra csökkentése a júanár-folyam 25-40%-os felértékelésével érhető el. E kiigazítás körülbelül 100-150 milliárd dollárral enyhítené az amerikai kereskedelmi hiányt. Mivel kalkulációja szerint minden 1 milliárd pótlólagos amerikai export körülbelül 6-8 ezer új munkahelyet teremt, ezért úgy gondolja, hogy egy ilyen kereskedelmi korrekció 600 000–1 200 000 új munkahelyet teremtené az amerikai gazdaságban.

jüan a dollárral szemben nominálisan 21%-kal erősödött, ami a kínai gazdaságpolitikával szemben táplált nemzetközi feszültséget némiképp csökkentette.<sup>10</sup> Mindazonáltal a gazdasági világválság eszkalálódásával a pénzügyi turbulenciák enyhítése érdekében 2008 nyarán felfüggesztették a jüan csúszó felértékelését, és egy *stabilizált árfolyamcsatornában* (stabilized arrangement) rögzítették a dollárral szembeni árfolyamot.

A kötött árfolyam azonban a rugalmasabb rezsimhez képest lényegesen nagyobb terhet ró a monetáris politikára. A monetáris trilemma elmélete szerint ugyanis a kötött árfolyampolitika mellett egy gazdaságnak választania kell a tőke szabad áramlása és a monetáris politika függetlensége között.<sup>11</sup> Habár az elmúlt évtizedek során Kína sikeresen képes volt függetleníteni monetáris politikáját a horgonyország (az Egyesült Államok) gazdaságától, a tőkeáramlások fokozatos és óvatos liberalizációjával egyre nagyobb teher nehezedik a kínai döntéshozókra. Ahhoz, hogy a jelenlegi 8.83 dolláros jüanárfolyamot fenntartsák, a kínai jegybanknak (továbbiakban PBC) folyamatosan be kell avatkoznia a belföldi devizapiacra. Az utóbbi három évben a PBC havonta átlagosan 37 milliárd dollárt vásárolt fel jüan ellenében, amellyel jelentős többletpénz került a belföldi forgalomba.<sup>12</sup>

A fenti esetben a monetáris vezetés két alternatíva közül választhat. Vagy a monetáris bázis növelésével „finanszírozza” a jegybanki mérleg „tartozik” oldalának nettó külföldi eszköz (azaz a devizatartalékok) növekedését, vagy az intervenció révén a forgalomba kerülő többletpénzt sterilizáció útján kivonja. Az előbbi esetén a monetáris aggregátumok olyan tarthatatlan növekedési pályára állnának, amely minden bizonnyal hiperinflációt és a gazdaság működésképtelenségét eredményezte volna. Egy olyan ország esetén, mint Kína, *ahol a jegybanki tartalékok mértéke rekordszintre duzzadt, és a felértékelésre spekuláló, rövid távú tőkebeáramlás motivációjának megszűnése a közeljövőben nem várható, a sterilizáció komoly kihívások elé állítja a monetáris döntéshozókat.*

2006-tól még a masszív sterilizáció ellenére is a túlhevülés jelei mutatkoztak a kínai gazdaságban. 2008 tavaszára a beáramló tőke intenzitásának növekedésével 8%-ot meghaladó infláció, eszközzárbuborék és túlzott beruházás veszélye fenyegette a gazdaság egészét. A felpörgő kínai gazdaság és az exponenciálisan növekvő, jegybanki tartalékok széles körben

10 Kétségtelen, hogy a globális pénzügyi egyensúlytalanságnak Kína az egyik sarokköve. *Charles Schumer* és *Lindsey Graham* amerikai szenátorok azonban Kínát okolták 2005-ben az amerikai szenátus előtt az amerikai gazdaság soha nem látott mértékű fizetési mérleg hiányáért és a munkanélküliségért. Előterjesztésük, amelyben a kínai importtermékekre büntetővámok kivetését javasolták, annyi támogatóra talált, hogy fennállt a protekcionista intézkedés törvénybe iktatásának az esélye. Valószínűleg e lehetőséget számba véve tértek át a jüan rugalmasabb árfolyam-politikájára a kínai döntéshozók 2005-ben.

11 A monetáris trilemma vagy más néven „lehetetlen hármasság” kényszerhelyzetet szül a monetáris politikában. Ha – példának okáért – egy gazdaság árfolyamrögzítés mellett a tökemérleg tranzakcióira vonatkozó korlátozásokat felszámolja, akkor a rövid távú – spekulatív jellegű – tőkeáramlásoknak a (fix) árfolyamra gyakorolt le- vagy felértékelő hatását folyamatosan semlegesítenie kell. Az e műveleteknek való kiszolgáltatottság a monetáris politika függetlenségének az elvesztésével jár. (A monetáris trilemmáról l. bővebben: OBSTFELD, SHAMBAUG és TAYLER [2005].)

12 Az árfolyamrögzítést és így a devizapiaci intervenció mértékét a növekvő kettős külgazdasági többlet nehezíti. Mivel mind a folyó fizetési, mind pedig a tökemérleg tételein jelentős többlet halmozódott fel Kínában az utóbbi egy évtizedben, az *egyensúlyt az egyensúlytalanságban* a jegybank devizatartalék-felhalmozása jelenti. Az elmúlt évek jelentős kínai–amerikai kamatláb-különbözete és a jüanárfolyam erősödére spekuláló piaci várakozások felgyorsították a rövid távú – forró tőke – beáramlásának az intenzitását. Így a monetáris hatóságoknak nem csupán a masszív export-többlet révén az országba beáramló dollármilliárdokat, hanem a spekulatív jellegű devizaállományt is fel kell vásárolniuk a jüanárfolyam stabilan tartása érdekében.

aggodalmakat váltottak ki. A mainstream szakirodalom úgy véli, hogy az eddig sikeresnek bizonyult sterilizáció a helyzet ceteris paribus változatlansága esetén nehezebben fenntarthatóvá válik, s ezt a jegybanki tartalékok további növekedése és a tőkekorlátozások hatékonyságának a romlása fogja kísérni (Prasad–Wei [2005]; Ouyang–Rajan–Willet [2007]; Yu [2008]; Glick–Hutchison [2009]; Wang [2009]). Éppen ezért *Kína monetáris politikája hosszú távon nem lesz képes függetlenségét és valutájának stabilitását a tőkeáramlások korlátozásával és folyamatos sterilizációval megartani a beáramló tőke és a csúcsokat döntő jegybanki tartalékok fényében.*

A következőkben a masszív devizatöbblet-állomány sterilizációjának technikájáról, valamint a stratégia előnyeiről és hátrányairól lesz szó a kelet-ázsiai sterilizációs műveletek tapasztalatainak kapcsán.

### **3.1. A monetáris túlkínálat semlegesítésének technikái**

A kínai tőkepiac éretlensége miatt a *többletpénz kivonására három eszköz áll a monetáris politika rendelkezésére: a kötelező tartalékráta emelése, sterilizációs kötvények kibocsátása és a banki hitelfalvonal szabályozása.* Az elégtelen piaci mozgástér miatt a fenti módszerek az utóbbi években egyre növekvő monetáris terhet, pénzpiaci torzulásokat és rendkívül magas árfolyamkockázatot eredményeztek.

A kínai jegybank a fizetési mérleg többletének eredményeként keletkező devizalikviditást stabil szinten próbálja tartani. Ezért – és közvetetten a júanárfolyamnak de facto a dollárhoz rögzítése érdekében – napi szinten (évi 250 kereskedési napot feltételezve) a PBC az utóbbi három évben 1,8 milliárd dollárt vásárolt a sanghaji devizapiacon renminbi<sup>13</sup> ellenében. Sterilizációs lépések hiányában a hazai pénzkínálat emelkedése eszközár-növekedést és inflációt gerjesztene, ami előbb vagy utóbb a versenyképesség és a kereskedelmi mérleg romlásán keresztül kiigazítaná Kína nemzetközi pénzügyi pozícióját, és valószínűleg csökkentené a globális egyensúlytalanságokból eredő feszültségeket.

A kínai pártvezetés számos olyan időszakot élt át – például 1988–89, 1993–95 és 2007–2008 –, amikor a monetáris túlpörgés és a gyorsuló infláció komoly szociális zavarokat (ez utóbbitól tart leginkább a Kínai Kommunista Párt) idézett elő a társadalomban. E rossz tapasztalatok fényében a kínai hatóságok – amelyek a harmonikus társadalom építését és az évi 8%-os gazdasági növekedést tartják kívánatosnak – úgy határozzák meg a monetáris politika eszköztárát és lépéseit, hogy azzal a korábbiakhoz hasonló turbulenciák elkerülhetővé váljanak. A PBC éppen ezért az általa teremtett monetáris túlkínálatot rögvest fel is szívja. Az elmúlt egy évtizedben ezt olyannyira sikeresen tette, hogy körülbelül a többletpénz 90%-át semlegesítette (Burdekin et al. [2005]; He et al. [2005]). A sterilizációs technikákat a környező ázsiai országok két-három évtizedes monetáris gyakorlatából kölcsönözte.<sup>14</sup> Egészen az ezredfordulóig a devizaállomány mérsékelt emelkedése mellett nem volt szükség a pénz semlegesítésére.

13 A renminbi a kínai valuta hivatalos elnevezése, míg a júan a valutának a kínai köznyelvben használt egysége.

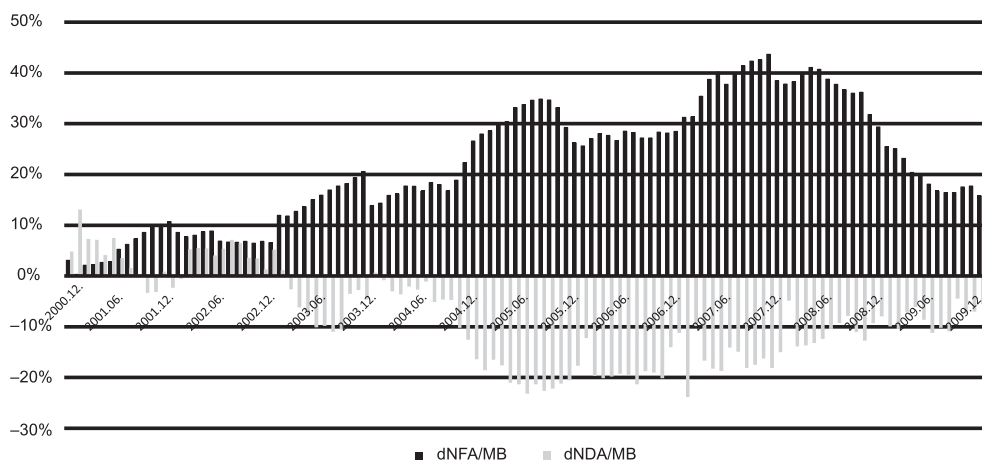
14 A japán jegybank volt az első központi bank Ázsiában – már az 1960-as évektől –, ahol a monetáris túlkínálatot sterilizációval semlegesítették (SUZUKI [1980]).



A törés 2001–2002 során következett be. A monetáris mérleg eszközoldalán a *nettó beföldi követelések* állománya<sup>15</sup> (net domestic assets – NDA) ekkortól csökken (4. ábra). A jegybank a monetáris bázis növekedését kezdetben a portfóliójában meglévő államkötvények eladásával, majd 2002 szeptemberétől jegybanki kötvények (central bank bills) kibocsátásával igyekezett féken tartani (Ouyang et al. [2010]). 2002 szeptemberében a 193,7 milliárd jüan kötvényállomány bő hat év alatt, 2008 novemberére 4,9 trillióra, azaz 4900 milliárd jüanra (717 milliárd dollár) duzzadt (5. ábra), amely növekvő terhet ró a monetáris politikára.

4. ábra

#### A nettó külföldi eszközök (NFA) és a nettó hazai eszközök (NDA) változása a monetáris bázis függvényében



Forrás: CEIC

Megjegyzés: Az NFA és az NDA havi adatainak 12 hónapos változását dolgoztuk fel. A nevezőben a jegybanki források monetáris bázis állománya szerepel.

A 4. ábrán látható, hogy a nyílt piaci kötvénykibocsátások egészen 2007 első negyed-évéig stabil szinten tartották a monetáris bázis növekedését. *A kereskedelmi bankoknak a kötvényvásárlásokhoz való passzív hozzáállása miatt fizetett, (az államkötvényhozamoknál) magasabb kamatszolgálat, illetőleg a 2005-től erősödő jüanárfolyam okozta dolláreszköz (amerikai állampapír) hozamcsökkenés költségessé tette ez a fajta sterilizációs technikát.*

A gazdasági túlfűtöttség első jeleinek, továbbá az előbb említett, növekvő költségeknek a hatására 2006 júliustól 2008 szeptemberéig 19 lépésben 8%-ról 17,5%-ra emelték a tartalékráta mértékét, amely a túlkinálat semlegesítésének egy lényegesen olcsóbb<sup>16</sup> eszköze

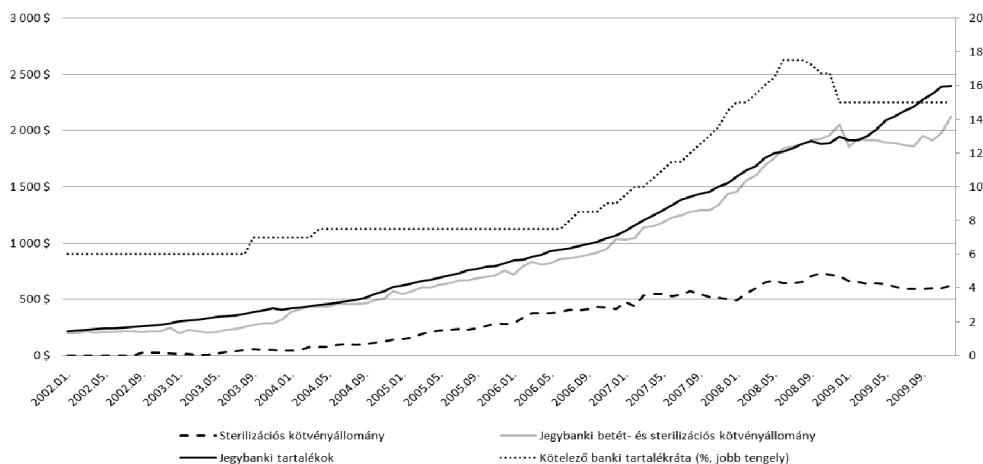
15 A bő értelemben definiált nettó hazai eszközök (NDAs) állománya – amely a beföldi és egyéb eszközöket is tartalmazza – megegyezik a monetáris bázis (MB) és a nettó külföldi eszközök (NFAs) állományával. A monetáris sterilizáció abban az esetben teljes, ha az  $NDA = NFA$  egyenlőség fennáll – ahogy az Japán esetében figyelhető meg az elmúlt időszakban.

16 Az ezredforduló óta a kínai jegybank 2002-ig 2,1%, 2008 októberéig 1,9%, majd azt követően csupán 1,6% kamatot fizetett a nála elhelyezett kötelező tartalékokra.

(5. ábra). 2010 júniusában a nagyobb kereskedelmi bankok esetében 17%, míg a kisebbeknél 15% (átlagosan 16,5%) volt a kötelező tartalékráta mértéke a lakossági betétek arányában, míg a sterilizációs kötvények állománya az összes banki betét 10,8%-át érte el. Összességében tehát a kereskedelmi bankok betétállományának nem kevesebb, mint 27%-a „be van fagyasztva”, azaz a jegybanknál van lekötve.

5. ábra

### A kínai devizatartalék alakulása a monetáris sterilizáció fényében 2002–2009 (Mrd USD)



Forrás: CEIC

Az 5. ábrán a bankok által a jegybank számláin elhelyezett eszközállománynak, a sterilizációs kötvények állományának, a jegybanki tartalékoknak és a kötelező banki tartalékrátának az alakulása látható. A tartalékeszközök (jegybanki betét- és kötvényállomány) a periódus végéig követték a jegybanki devizatartalék alakulását. A többletlikviditást a jegybank 2009-ig tökéletesen képes volt kezelni. Mindazonáltal látható, hogy akkortól a két vonal között a rés tágulni kezd. Úgy véljük, hogy ez részben a 2008 októberében elfogadott gazdaságélénkítő csomag okozta, hirtelen monetáris expanzió eredménye.<sup>17</sup> Annak ellenére, hogy 2010-ben több alkalommal is emelték a kötelező tartalékráta értékét (15-ről 16,5%-ra) az eltérés továbbra is jelentős maradt. Ennek fényében érthető a monetáris hatóság inflációs aggodalma, hiszen 2009 nyara óta (amikor a gazdasági depresszió miatt 1,8%-os deflációról számoltak be) a fogyasztói árszínvonal növekedése fokozatosan gyorsul, 2010 májusában átlépte a 3%-os küszöböt.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> A piacra pumpált 4000 milliárd júanos élénkítő csomag következtében 2008 októbere és 2009 októbere között az M2 monetáris aggregátum havi növekedésének éves változása 6 milliárd júanról több mint a duplájára nőtt, és elérte a 13,5 milliárd júant.

<sup>18</sup> Ráadásul a monetáris kínálatoldali infláció mellett a növekvő nyersanyag- és energiaárak költségoldali inflációja is tovább súlyosbítja a helyzetet.

### 3.2. Piaci torzulások a túlzott sterilizációs következtében

A monetáris túlkínálat semlegesítésének fent említett technikái – azon kívül, hogy növekvő költségei egyre nagyobb terhet rónak a monetáris politikára – számos piaci torzulást eredményeznek. A következőekben e káros hatásokat *négy csoportba* sorolva mutatjuk be.

*Az első nem kívánatos következmény* a valuta alacsony árfolyamon való rögzítésével áll szoros kapcsolatban. A sterilizáció és a gyenge júan az exportszektor expanzióját gyorsítja fel, míg a többletkínálat semlegesítése – a rögzített árfolyamrezsim mellett – az inflációnak (a reálárfolyam kiigazításának) a megjelenését késlelteti. Ennek folyamányaként számos belföldi szektor – így például az ingatlan, egészségügyi, oktatási és más nem exporttal kapcsolatos iparág – infrastrukturális befektetési (bővülési) lehetősége korlátozott maradt. E kategóriát nevezhetjük *reálpiaaci torzításnak*.

*Másodszor*, a bankszektornak a jegybanknál lekötött, igen magas (a betétek több mint egynegyedét kitevő) tartalékeszköz-állománya a *pénzügyi piacok torzulásához* vezet. Mind a kötelező tartalékráta, mind a sterilizációs kötvények formájában kivont pénzállomány a *banki portfóliók nem kívánatos összetételéhez és jövedelemképző képességének csökkenéséhez*, továbbá az *egyensúlyi kamatlábak eltérítéséhez* vezet. A sterilizációs kötvényekre kifizetett (állampapírhozamoknál magasabb) kamat egészen 2007–2008-ig a hitelezés visszaszorítását, és így a reálgazdasági élénkülés mérséklődését eredményezte – ez pedig a belföldi kamatlábakat az egyensúlyi szint fölé nyomta. 2008 után e torzítási hatás némileg csökkent azáltal, hogy a kötvénykibocsátásnak a sterilizációs eszköztáron belüli arányát a kötelező tartalékráta növelésével párhuzamosan csökkentették. A világon az egyik legmagasabb tartalékráta<sup>19</sup> a bankok jövedelemteremtő képességét és a nemzetközi versenyképességét lényegesen lerontotta az utóbbi időben.

*Harmadszor*, a jegybank *nettó külföldi eszközállományának (NDA) szűnni nem akaró bővülése a belföldi kereslet általi növekedésnek az egyik fő akadálya*. A devizaállományt felvásárló jegybank a monetáris többletkínálatának semlegesítésért komoly árat fizet. Kína vállalati és lakossági szektorának hazai kereslete a PBC sterilizációjának következtében ugyanis lényegesen alacsonyabb szinten alakul. A magasabb belföldi fogyasztáson keresztül növekedne az importnak az exporthoz viszonyított aránya, amely megvalósítaná a szükséges nemzetközi fizetési mérleg korrekcióját, és csökkenthetné a globális egyensúlytalanságokból eredő feszültséget. Mindezekon felül a jegybank külföldi (pl. amerikai állami) eszközvásárlásai mérséklik a magánszektor magasabb hozammal bíró, sokkal diverzifikáltabb külföldieszköz-portfólió összeállításának lehetőségét.

*Negyedszer*, az Egyesült Államok államadósságát finanszírozó, amerikai államkötvények felhalmozása a nagy jegybanki devizatartalékok felépítő országok – így például Kína – által az indokoltnál alacsonyabb szintre csökkentette a kötvények hozamait. E szokatlan jelenséget a FED egykori elnöke, *Alan Greenspan* „különleges pénzügyi rejtélynek” nevezi, míg a jelenlegi elnöke, *Bernanke* [2005] a „*globális bőség*” elméletével (global savings glut) magyarázza.

19 Összehasonlításképpen: Ausztráliában, Kanadában, Mexikóban vagy éppen az Egyesült Királyságban nincs kötelező tartalékráta, míg az eurózónában és Magyarországon 2%, az Egyesült Államokban pedig 10% (55,2 milliárd dollár fölött). A kínai bankoknál magasabb kötelező tartalékelhelyezési kötelezettsége csak a fejletlen, pénzügyileg instabil országok – mint pl. Tádzsikisztán (20%) vagy Suriname (25%) – bankjainak van.

A korábban ismertetett sterilizációs technikák lehetővé tették Kína rekordszintű devizakészletének felhalmozódását, illetőleg az árfolyamrögzítés rendszerének fenntartását. A túlkínálat semlegesítésének hiányában a gazdaság túlpörgésén keresztül vélhetőleg komoly pénzügyi és reálgazdasági turbulenciák nehezítették volna a jelenlegi gazdaságpolitikai célok elérését.<sup>20</sup>

### 3.3. A sterilizációs politika korlátai hosszú távon

Mivel az alacsony jüanárfolyam miatt Kína versenyképessége nemzetközi összehasonlításban kiemelkedően magas, a fizetési mérleg folyamatosan növekvő többletét az ezzel egyenértékű devizakiáramlás képes egyensúlyba hozni. A PBC külföldi – főként dolláreszköz – vásárlásai éppen ezt a célt hivatottak kiszolgálni. Mindazonáltal Kína, a nemzetközi felértékelési nyomást érzékelve, 2007-től elindította a „Minősített Hazai Befektetési Programot” (QDII), amely a prudens és nagy eszközmérettel rendelkező, belföldi pénzintézetek (kizárólag alapkezelők és befektetési társaságok) számára lehetővé tette a hazai tőkegyűjtést és a külföldi tőkebefektetést (Gábor [2010c]).<sup>21</sup> A rögzített jüanárfolyam a dollár 2002 óta tartó reáleffektív gyengülése miatt a nemzetközi elszámolásban használt, más (a dollárhoz képest erősödő) valutákhoz képest – így például az euróval szemben – még inkább alulértékeltté vált.<sup>22</sup> Ha Kína gazdasági döntéshozói továbbra sem kívánnak az eddigi gazdaságpolitikai célokon változtatni, akkor az nemcsak a nemzetközi geopolitikai viszonyok átrendeződését, hanem komoly belpiaci problémákat is eredményez majd. Az exportszektor további növekedése előbb vagy utóbb a Balassa–Samuelson-hatás néven ismertté vált folyamatot indítja el – azaz az exportszektor magasabb termelékenysége révén megkeresett, magasabb bérek és tőkejövedelmek a nem külforgalomra termelő szektor áremelkedését (és a reálárfolyam kiigazítását) fogja megindítani.

Habár a PBC a sterilizáció különböző technikáin keresztül a monetáris expanzió káros hatásait lépcső volt kiszűrni,<sup>23</sup> az exportszektor túlsordulásából (spillover) eredő reálgazdasági hatások tompításához már nincsen megfelelő eszköze. Így vagy úgy tehát, a szuper versenyképes kínai gazdaságban az árfolyam átértékelése nélkül is meg fog kezdődni a kiigazítás – vagy a monetáris bővülés okozta inflációs hatásokon, vagy az exportszektor túlsordulásán keresztül. Az eredmény ugyanaz lesz: a versenyképesség csökkenése, és mérséklődő fizetési mérleg többlet.

20 Mindamelllett, hogy ennek megvalósulása esetén az egyensúlytalanságokból eredő, nemzetközi feszültségek csökkentek volna a fizetési mérleg kiigazításán keresztül, a kínai gazdaság recessziója a globális gazdaság növekedését lényeges visszafogta volna.

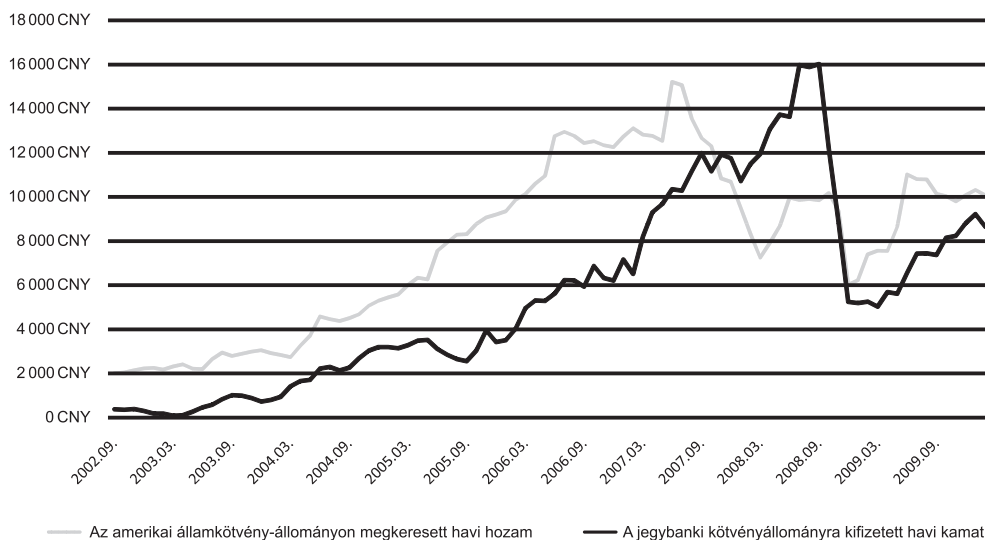
21 A program sikerét tükrözi, hogy 2006-ot követően a kiáramló bruttó portfólió- és egyéb befektetések állománya szignifikánsan megnőtt.

22 Mivel Kína legnagyobb exportpiaca napjainkra az Európai Unió lett, ezért várható, hogy a Kína és az EU közötti kereskedelmi feszültségek a közeljövőben tovább fognak növekedni.

23 Megjegyezzük, hogy a PBC az eddigiekben csak a monetáris bázis növekedését volt képes kezelhető szinten tartani. Az M2 monetáris aggregátum – amely az árszínvonal növekedésének egyik leggyakrabban használt indikátora – a jegybanki tartalékok 2003 után tapasztalt, gyorsuló növekedésével párhuzamosan exponenciális bővülést mutat!

6. ábra

## A sterilizációs kötvények hatékonyságának korlátai (M renminbi)



Forrás: CEIC (havi átlagos árfolyammal korigálva)

Megjegyzés: A jegybanki tartalékon megkeresett hozam során az 1 és 10 éves amerikai államkötvényhozamok átlagával, míg a kínai jegybanki kötvények (central bank bills) után fizetett kamatok esetén (2008 júniusáig) az 1 és 3 éves kínai államkötvények, illetőleg (2008 júliusától) az 1 és 3 éves jegybanki kötvények hozamainak átlagával számoltunk.

Azon felül, hogy a monetáris sterilizáció – az exportszektor túlpörgése mellett – az ár-színvonal növekedésének kordában tartására egyre kevésbé lesz alkalmas hosszú távon, már rövid távon is problémák adódhatnak.

Először is, a sterilizációs kötvények általi monetáris semlegesítés mindaddig hatékony, ameddig a megkeresett hozamrés (*spread*) pozitív. Másképpen megfogalmazva, mindaddig megéri ezt a technikát alkalmazni, amíg a kötvényekre fizetett kamatok mértéke meg nem haladja a devizatartalékokból vásárolt eszközök hozamát. Malajziában az 1990-es évek közepén hasonló példát láthattunk, mint napjaink Kínájában. A központi bank, a Negara Bank Malajzia a monetáris túlkínálatnak a sterilizációs kötvények általi semlegesítése során abba a csapdába került, hogy mind a kötvényállomány mérete, mind a fizetett kamatok szintje tarthatatlanná vált. Mindezt a maláj kamatlábak folyamatos emelkedése előzte meg, amely állandó spreadvesztéseket okozott a banknak, ami végül az eljárás további alkalmazásának megszüntetésével járt.

E kamatrés Kínában 2002 és 2007 között folyamatosan csökkent (6. ábra). Ennek egyrészt a kereskedelmi bankoknak a sterilizációs kötvényvásárlásokhoz való passzív hozzáállása<sup>24</sup>, másrészt az árfolyam-politika 2005-ös lazítása az oka. A 2005–2008 közötti csúszószerű árfolyamrezsimben a júan a dollárral szemben három év alatt 21%-kal erősö-

<sup>24</sup> E passzivitás miatt ugyanis a PBC kénytelen prémiumhozammal értékesíteni a kötvényeket.

dött, ami az amerikai államkötvényekre fizetett, dollárban denominált hozam júanértékének a csökkenését eredményezte. A fenti problémát tovább erősítették az amerikai gazdaságpolitika szigorító intézkedései is, amelyek következtében az amerikai államkötvényhozamok 2007-ben zuhanni kezdtek. *A hozamrés 2006-ot követő szűkülésével és negatívba fordulásával a sterilizáció költségessé vált.* A 6. ábrán használt adatsorok csak megközelítőleg demonstrálják a jegybank nettó külföldi eszközökön realizált bevételeit, illetőleg a semlegesítést szolgáló kötvényekre fizetett kamatszolgálatot. A torzítást az okozhatja, hogy nem a teljes devizatartalék állományával számoltunk, hanem az amerikai kincstár által közzétett államkötvényeknek a Kína által birtokolt állományával.<sup>25</sup> Továbbá nem vettük figyelembe az egyéb jegybanki befektetések hozamait sem a nyilvános közzététel hiányában. Emellett 2008 júniusáig kénytelenek voltunk a kínai államkötvényhozamok (egy- és hároméves) átlagával kalkulálni – a megfelelő adatsorok hiányában –, amelyek, mint korábban említettük, alacsonyabb hozammal forogtak, mint a sterilizációs kötvények. Mindezek fényében úgy tűnik, hogy *2007 során veszteségessé vált ez a fajta sterilizációs eljárás. A monetáris politika a meglévő kötvényállománynak újabbak kibocsátásával történő megújításával felhagyott.*

Ezt ellensúlyozva, a PBC a kötelező banki tartalékráta szintjének növelésével igyekszik a túlkínálatot csökkenteni (5. ábra). A tartalékráta emelésének is vannak azonban korlátai. Habár az elméleti 100%-os ráta gyakorlatban nem képzelhető el, volt azonban arra példa a történelem során, hogy a sterilizációs kötvényállomány, illetőleg a kötelező tartalékráta által a forgalomból kivont pénzkínálat komoly mértékben visszafogta és veszélyeztette egy gazdaság növekedését. A Kínával szomszédos Tajvanon 1985–86-ban hasonló játszódott le, amikor is a tajvani jegybank a beáramló tőke kártékony hatásainak kivédése érdekében öt különböző sterilizációs művelet alkalmazott, és a teljes bankbetétállomány 40%-át – az M1-es monetáris aggregátum kétszeresét – „befagyasztotta”! Kínában a 27%-os arány ma még nem jelent túlzott veszélyt, azonban ennek a további emelkedése mindenképpen a gazdasági növekedés kárára történhet.

### 3.4. A pénzügyi válsághoz vezető okok

Abban az esetben, ha Kína a még forgalomban lévő sterilizációs kötvényállományt kifutni hagyná, akkor körülbelül 4600 milliárd renminbis többletlikviditás<sup>26</sup> keletkezne a kereskedelmi bankoknál. A banki hitelplafonok hiányában – ezeket 2010 elején vezette be a monetáris apparátus a túlhevülő gazdaság megfékezése érdekében – e pénzállomány a hitelezés további felpörgését és a monetáris aggregátumok tarthatatlan expanzióját eredményezné. Az 1990-es évek közepén Malajzia a sterilizációs kötvényeket – a spreadveszteségek következtében – hagyta lejárni, aminek az eredményeként a bankok magánszektorbeli hitelkihelyezése rövid idő alatt megháromszorozódott. A monetáris kínálat hirtelen növekedésével az addig vonzó gazdaság jó makromutatói romlani kezdtek. A túlhevülés és a túlzott beruházás végül az ázsiai pénzügyi válság egyik szikrájává vált.

<sup>25</sup> Az állomány nagysága ettől eltérhet. Az amerikai hatóságok ugyanis nem országok szerint, hanem a vásárlások földrajzi helye szerint készítik a kimutatást. Így előfordulhat, hogy a kínaiak által birtokolt, tényleges állomány eltér a hivatalosan kimutatottól.

<sup>26</sup> 2010. áprilisi adatok szerint (forrás: CEIC)

*Tanulva az ázsiai országok múltbeli kárán, a kínai döntéshozók a kötvényállomány kifizetését nem engedik. Az 5. ábrán látható, hogy az állomány nagyságrendje a 2007-ig tartó növekedést követően körülbelül 600 milliárd dolláros szinten stabilizálódott. Mindezek mellett Malajziához hasonlóan az egyes kínai – főként export – iparágakban is túlzott beruházásról lehet beszámolni. Habár a tökemérleg szigorú adminisztratív korlátozása az eddigiekben megakadályozta a tőke menekülését, az exportszektor tarthatatlan szintig való túlhevülése esetén az addig alulértékeltnek hitt árfolyam akár pillanatok alatt túlértékeltté válhat – mint ahogyan az 1997–98-as ázsiai válság alatt meg is történt. Úgy véljük, hogy a korábban említett piaci torzulások további súlyosbodása akár egy kínai pénzügyi válság kialakulásához is vezethet.*

Egyrészt az exportszektor expanziójával – főként a jelenlegi kötött árfolyamrezsimmellett – tovább növekszik annak a valószínűsége, hogy az Egyesült Államok, illetőleg az Európai Unió büntető- és antidömpingvámok kivetésével él Kínával szemben. Másrészt, belföldi oldalról nézve, az exportszektor tartós túlsordulásának komoly inflációs veszélyei lehetnek. Továbbá, a sterilizációs kötvények kifuttatásával – bár erre valószínűleg kevés az esély – a többletlikviditás miatt elszabaduló infláció sodorhatná veszélybe a gazdaság egészét. A devizatartalék-felhalmozásnak vélhetőleg egy Kínával szembeni szankció vetethetne véget, amelyet minden bizonnyal az alacsony árfolyamon tartott kínai valuta további fenntartása indokolna.

Kevésbé valószínű, hogy az amerikai államkötvényeknek Kína általi felvásárlása drasztikus lépéseket vonna maga után az Egyesült Államok részéről – hiszen ezzel Kína csak segítő jebbot nyújt neki. Más a helyzet, ha az ázsiai országokat egy blokként kezeljük. Amerika növekvő kereskedelmi hiánya és adóssága növeli annak a veszélyét, hogy a dollártartó országok a dollár leértékelésével kapcsolatos aggodalmaiknak úgy adjanak hangot, hogy befektetéseik egy részét más valutákba vagy reáleszközökbe csoportosítják át. Egy ilyen scenárió esetén a dolláreszközöktől való menekülés a dollár mélyrepülését eredményezné – ami egyúttal csökkenthetné a globális egyensúlytalanságokban rejlő feszültséget is a nemzetközi fizetési mérlegek korrekcióján keresztül.

Ha mindez azonban a renminbi dollárhoz való rögzítése mellett menne végbe, az tovább súlyosbítaná a jelenlegi helyzetet. A dollár gyengülésével a kínai valuta még inkább alulértékeltté válna a dollárral szemben erősödő valutákkal, így például az euróval vagy a jennel szemben. *Krugman* [2009] a *New York Times* hasábjain úgy fogalmazott, hogy Kína a dolláreszközök végtelen felhalmozása révén olyan *dollárscapdába* hajszolta magát, amiben egyre inkább a kulcsvaluta árfolyamára és az Egyesült Államok gazdaságára építette a saját gazdaságát. *Ferguson* [2009] szerint ez a kapcsolat – amelyet „*Kínamerikának*” nevezett – egy olyan törekeny „*pénzügyi házasság*”, amely vélhetőleg „*válással*” fog véget érni. Gábor [2010b] úgy véli, hogy a jelenlegi tartalékvaluta-rendszer gyengeségeinek egyre nyilvánvalóbb mivolta, a globális likviditás fékezhetetlen bősége és a globális felügyeleti-szabályozási rendszer hiányosságai rávilágítottak e házasság problémáira, ami valószínű, hogy hosszú távon fájdalmas kiigazítással jár majd a nemzetközi monetáris rendszer egésze szempontjából. *Zhou* [2009], a kínai jegybank kormányzója is elismerte burkoltan a jelenlegi helyzet problémáit, amikor 2009 márciusában egy beszédében a *nemzetközi monetáris rendszer megreformálását* és egy új, *nemzettől független tartalékvaluta* szükségességét vetítette előre.

A két ország között kialakult *monetáris dilemma* aköré szerveződik, hogy a kínai fél a hatalmas dollártartalékaival mit kíván a jövőben kezdeni. Hajlandó lesz-e továbbra is elvisselni a rendkívül alacsony hozamokat biztosító, amerikai államkötvények tartásából származó hatalmas és egyre növekvő költségeket, avagy stratégiát váltva, belekezd-e majd a dolláreszközök leépítésébe és tartalékainak diverzifikálásába – ami a negatív vagyonghatáson keresztül egyrészt csökkentené meglévő dolláreszközeinek az értékét, másrészt a jüan felértékelődésén keresztül a döntő, részben dollárban denominált adósságait tovább növelné?

Bármelyik utat is választja Kína, egyik kimenetel sem lesz kedvező. Legújabbán már olyan vélemények és javaslatok is hangzanak az ázsiai országból, amelyek a dollár jövőbeli kulcsvaluta-szerepkörét árnyékolják be.<sup>27</sup> Úgy tűnik, hogy Kína monetáris vezetése hosszabb távon valóban a diverzifikáció mellett kötelezi el magát. Ezt a feltételezést egyrészt az támasztja alá, hogy míg 2002 és 2009 között a hosszú távú amerikai államkötvényállomány éves átlagos gyarapodása 34%, addig a rövid távú kötvényállományé ugyanezen időszak alatt 128,5% volt. Mindezek mellett 2008-ról 2009-re a teljes amerikai állampapír-állományon belül a rövid távú papírok aránya 2,8%-ról 11,6%-ra növekedett.<sup>28</sup> Másrészt a PBC 2009-ben – 1991 óta először – 4,9 milliárd dollár értékű arannyal növelte jegybanki tartalékait. Harmadrészt 2009 októbere óta a kínaiak által tartalékolat amerikai állampapíroknak az Egyesült Államok pénzügyminisztériuma által kimutatott, nominális állománya évek óta először csökkenni kezdett, majd idén áprilisban 900 milliárd dolláros szinten stagnált.

A döntés, amelytől nem kis mértékben függ a globális tartalékvaluta-rendszer jövőbeli sorsa, Kína kezében van. Ismerte azonban a kínai vezetés korábbi óvatos és lépésről lépésre haladó gazdaságpolitikáját, drasztikus váltással nem kell számolnunk.

#### 4. A STERILIZÁCIÓVAL KAPCSOLATOS AGGODALMAK ÉS A RENMINBIÁRFOLYAM VÁRHATÓ ALAKULÁSA

Az IMF árfolyam-osztályozási technikájának 2009-es változtatása óta Kína jelenleg – 2008. június 1-je óta – egy úgynevezett de facto stabilizált árfolyamrendszerben  $+/-0,5\%$ -os árfolyamsávban rögzíti a dollárhoz valutáját. Eltérően a valutatanács-rendszerektől (currency board) – ahol a monetáris politika abszolút a horgonyország gazdaságától válik függővé –, *Kínának a fix árfolyamsáv fenntartása érdekében folyamatosan dollárt kell vásárolnia az árfolyam stabilan tartásához. Az így keletkező jüan többletkínálat pedig a sterilizációt elengedhetetlenné teszi. Ez utóbbi tulajdonképpen a gazdaság belföldi árszínvonalának korrekcióját és a külső reálfolyam kiigazítását késlelteti.* A monetáris politikában azonban, mint a gazdaság más területein, nem lehet sokáig a széllel (piaccal) szemben hajózni. Kína komoly árat fizet a nemzetközi követelések ellenére alulértékelt árfolyamon tartott jüan miatt. Ahhoz, hogy jobban megértsük Kína jelenlegi helyzetét, bemutatjuk a japán gazdaságpolitika 1960–1970 közötti periódusát.

A Bretton Woods-i rendszerben a japán jent 360 dolláros árfolyamon rögzítették. A korábbi *boom-blust* ciklus és inflációs tapasztalatok ismeretében a szigetország monetáris

27 Erről bővebben I. GÁBOR [2010b].

28 Forrás: CEIC Global Database



vezetése nem kívánt még egy hasonló időszakot átélni. Éppen ezért, amikor az amerikai infláció gyorsulni kezdett az 1960-as évek második felében, Japán az árszínvonal-emelkedésnek az újonnan bevezetett sterilizációs műveletekkel igyekezett gátat vetni. Mindez az amerikai–japán árszínvonal növekvő eltéréséhez vezetett, amely Japán nemzetközi versenyelőnyének erősödésével járt. A fix árfolyamrendszer és az emelkedő versenyképesség a folyó fizetési mérleg többletének drasztikus bővüléséhez vezetett, amely vélhetőleg az egyik oka volt annak, hogy *Richard Nixon* 1971 augusztusában „bezárta az aranykapukat”. E szemszögből tulajdonképpen Japán monetáris sterilizációja volt a Bretton Woods-i rendszer összeomlásának az egyik kiváltó tényezője. Azt ezt követő években Japán folytatta a devizapiaci intervenció melléktermékeként keletkező többletlikviditás sterilizációját. A jen rugalmasabb és szélesebb árfolyamsávban történő lebegtetése azonban enyhítette a monetáris politikájával szemben megfogalmazott, nemzetközi kritikákat.

A japán példát az 1980-as években számos feltörekvő kelet-ázsiai ország követte. Habár e gazdaságok viszonylag kisebb mérete és kereskedelmi egyensúlytalansága nem váltott ki különösebb nemzetközi feszültséget, a merev árfolyamrendszerek miatt sokkal intenzívebb sterilizációra volt szükség (például Malajziában, Tajvanon, Koreában, Thaiföldön, Szingapúrban vagy éppen Indonéziában). A fő különbség Japán 1960-as évekbeli példája, valamint a kelet-ázsiai országok – és Kína – napjainkig tartó monetáris politikája között abban áll, hogy manapság az árfolyamrendszerek sokkal rugalmasabbak, ami nehezebbé teszi ennek a fajta politikának a hosszútávú fenntartását.

Mivel Kína kereskedelmi egyensúlytalansága abszolút és relatív értelemben is egyedülállóan hatalmas, *a források és a beruházások elégtelen allokációjából és a sterilizációból fakadó költségek lényegesen nagyobb veszélyt jelentenek mind Kínára, mind a kereskedelmi partnereire nézve*, mint Japán esetében. Habár úgy tűnik, hogy a sterilizációs műveletek stabilizálják az árszínvonalat és a gazdaságot, mindez *csak átmenetileg csillapítja a feszültségeket, és komoly társadalmi és pénzügyi költségekkel jár*. Mondhatjuk azt is, hogy *Kína megvásárolja a pénzügyi stabilitást a reálgazdasági torzulások árán*. A források rossz allokációja és a reálgazdaság torz fejlődése idővel olyan tarthatatlan szintig juthat, amely egy súlyos pénzügyi krízissel járó, drasztikus kiigazításhoz vezethet. Mindezek mellett szükséges hangsúlyozni: *akkor, ha* a jelen gazdaságpolitikai berendezkedés nem változtat a céljain!

#### 4.1. A jüanárfolyam ügye

A gazdasági depresszióból kilábaló, fejlett országokban a jüanárfolyam alulértékelttségével kapcsolatos aggályok 2010 elején újra előtérbe kerültek. Az amerikai képviselőház korábban említett bizottsági meghallgatásán felszólaló kutatók és gazdaságpolitikusok döntő részt Kínát vádolták a globális egyensúlytalanságok ilyen mértékű eszkalálódásáért.<sup>29</sup> Mind a képviselőházban, mind a szenátusban nőtt azoknak a száma, akik antidömping-intézkedések bevezetését követelték Kínával szemben az Obama-adminisztrációtól. Mindeközben a vezető kínai döntéshozóktól folyamatosan olyan nyilatkozatok láttak napvilágot, amelyek azt hangsúlyozták, hogy *Kína monetáris politikája csakis Kína szuverén ügye. Hu Csin-tao*

29 Arról azonban nem esett szó, hogy a globális gazdasági recesszióból való kilábalásban Kínának komoly szerepe volt. Véleményünk szerint tehát az amerikai álláspont eléggé elfogult a helyzet vizsgálata során.

államelnök 2010. április 13-án az amerikai–kínai csúcstalálkozón így fogalmazott: „Kína nem fog engedni a külső erőknél. A júannal kapcsolatos bármilyen döntést csakis a gazdaság szükségleteinek függvényében hozzuk meg.” Mindezek mellett azonban azt is hozzátette, hogy Peking elkötelezett a változás mellett, és a reformok során a globális gazdaság fejlődését és változásait figyelembe fogják venni (Eckert et al. [2010]).

Az amerikai fél, vélhetőleg tartva az egyoldalú, protekcionista intézkedésekből származó, esetleges káros hatások következményeitől, a 2010. április 15-re tervezett, féléves pénzügyminisztériumi kereskedelmi jelentés publikálását – amelyben Kínát valószínűleg árfolyam-manipulálással vádolták volna meg – végül határozatlan időre eltolta. Ezzel lényegesen enyhítettek a felgyülemlett amerikai–kínai politikai feszültségeken. A bejelentést követő második napon Kína részéről már olyan nyilatkozatok és elemzések hangzottak el, amely szerint hamarosan megszüntetik a dollárhoz való rögzítést, és lassan, de fokozatosan elkezdik felértékelni a jüant. Ezt a júannak az NDF forward piacán tapasztalt árfolyam-erősödése is alátámasztotta.<sup>30</sup> Nem is kellett sokáig várni, ugyanis 2010. június 19-én a kínai jegybank honlapján megjelent egy sajtónyilatkozat, amely arról számolt be, hogy a monetáris vezetés úgy látja a pénzügyi krízist követő konszolidáció lehetővé teszi az árfolyam újbóli rugalmasabb menedzselését. Mindazonáltal sem részletes ütemtervet nem tett közzé a hatóság, sem a jüan eddig is szűk, +/-0,5%-os árfolyamcsatornáját<sup>31</sup> nem szélesítették ki (a bejelentést követő, első kereskedési napon a jüan a dollárral szemben 0,4%-ot erősödött).

Mindezek ellenére az elemzők és a nemzetközi tőkepiacok úgy ítélik meg, hogy folytatódhat a jüanárffolyam erősödése, a nemzetközi verseny erőviszonyainak az átrendeződése és Kína kereskedelmi többletének a csökkenése. Mi azonban nem feltételen osztjuk az utóbbi gondolatot. Úgy látjuk, hogy a jüan árfolyam-erősödésének a folyó fizetési mérleg többletét csökkentő hatása nem annyira egyértelmű. A szakirodalom e témakörben az utóbbi időben megosztottá vált (García-Herrero–Koivu [2009]). Figyelembe véve Kína exportjának magas importhányadát és annak összetételét, felmerülhet a kérdés, hogy a kínai valuta erősödésével – az olcsóbbá váló ázsiai félkész termékek feldolgozásán keresztül – az exportárak valóban nőni fognak-e.<sup>32</sup>

Egy biztos: egy rugalmasabb árfolyamrendszerben a jüan nagy valószínűséggel erősödni fog a főbb kereskedelmi partnereinek a valutáival szemben. Így előbb vagy utóbb a kereskedelmi adatokból látható lesz a valutaerősödésnek a mérlegre gyakorolt hatása. Hogy az esetleges kiábrándító eredmények elkerülhetők legyenek, úgy véljük, e témakörben mindeképpen további kutatásokra lesz szükség.

30 2010 áprilisának első hetében a 12 hónapos NDF jüan-dollár árfolyam 6,63-ra erősödött a spot 6,83-as spot árfolyamról.

31 A felértékelődés irányába mutat az a tény, hogy a korábbi, dollárhoz való rögzítést felváltotta egy nyilvánosan nem publikált valutakosárhoz való rögzítés. Mi azonban a továbbiakban is úgy véljük, hogy ennek a kosárnak a dolláráránya kiemelkedően magas – elkerülve a dollár-jüan árfolyam növekvő volatilitását.

32 LAU [2003] elemzésében rámutatott arra, hogy a kimagasló kínai exportbevétel ellenére, az exportárakhoz belföldön hozzáadott érték általánosságban 30%, az USA-ba exportált termékek esetén pedig csupán csak 20%. GARCÍA-HERRERO–KOIVU [2009] szerint az ázsiai exportkereskedelem nagyarányú vertikális integrációja miatt az ázsiai országokból Kínába importált áruk javarészt az exportárak kiegészítői, és nem azok helyettesítői. Elméletük szerint a jüanárffolyam erősödése az Ázsiából (főként a „kistigrisektől”) továbbfeldolgozásra importált áruk árát csökkenti, ami pedig kétségessé teszi a kínai exportárak növekedését.

## 5. ÖSSZEFOGLALÁS HELYETT

A tanulmány megírását az a cél vezérelte, hogy egyrésztől beszámoljunk Kínának a globális pénzügyi egyensúlytalanságban betöltött, jelenlegi helyzetéről, kereskedelmi mérlegének és jüanárfojyományának alakulásáról, továbbá bemutassuk monetáris politikájának azon részterületét, amellyel a szakirodalom viszonylag keveset foglalkozik. Azt találtuk, hogy Kína monetáris sterilizációja a 21. század első évtizedében sikeresen megakadályozta a pénzkínálat túlpörgését és az infláció elszabadulását. Rámutattunk azonban a rögzített árfolyam-politika és a túlkínálat semlegesítéséből eredő költségekre és problémákra, amelyek akár egy jövőbeli pénzügyi válsággal járó, kiigazítási folyamat szikrái is lehetnek. Bár a sterilizáció mind a pénzügyi, mind a reálgazdasági szektorban komoly torzulásokhoz vezetett, napjaink jegybanki kommunikációjából a kötött árfolyamrendszer lazítására és ezáltal a sterilizáció szükségességének csökkenésére számíthatunk. Aggodalomra adhat okot ugyanakkor a spekulatív célú forró tőke (illegális) beáramlásának az elmúlt években tapasztalt növekedése, ami a devizapiaci intervenció intenzitásának növekedése – és így a sterilizációs politika erősödése – irányába hathat. E tények és feltételezések tudatában korábbi véleményünk, amely szerint a tőkemérleg rövid távú műveleinek korlátozására továbbra is szükség van – még inkább megerősítést nyert.

## 6. IRODALOMJEGYZÉK

- BERGSTEN, F. C. [2010a]: Correcting the Chinese Exchange Rate: An Action Plan, Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, 2010. március 24.
- BERGSTEN, F. C. [2010b]: Beijing is key to creating more US jobs, Op-ed in Foreign Policy, Peterson Institute for International Economics, 2010. április 14.
- BERNANKE, B. S. [2005]. Remarks at Sandridge lecture. Virginia Association of Economics, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Richmond, VA. 03/2005.
- BURDEKIN, R. C. K.–SIKLOS P. L. [2005]: What Has Driven Chinese Monetary Policy Since 1990? Investigating the People's Bank of China Policy Rule. East-West Center Working Papers 85., augusztus
- CLINE, W.–WILLIAMSON, J. [2009]: Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, Peterson Institute for International Economics, 2009, Policy Brief 09-10
- ECKERT, P.–RABINOVITCH, S. [2010]: Hu tells Obama: China to make its own call on yuan, *Reuters*, <http://www.reuters.com/article/idUSTRE63C0OI20100413> (letöltve: 2010. április 13.)
- FERGUSON, N.–SCHULARICK, M. [2009]: The End of Chimerica, HBS Working Paper 10-037, Harvard Business School
- FERGUSON, N. [2010]: The end of Chimerica: Amicable divorce or currency war?, Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, 2010. március 24.
- GARCÍA-HERRERO, A.–KOIVU, T. [2009]: China's exchange rate policy and Asian trade, BIS Working Paper No. 282, április
- GÁBOR TAMÁS [2009]: Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság? In: BOTOS KATALIN [szerk.]: Idősödés és globalizáció, Tarsoly Kiadó, Budapest, 2009
- GÁBOR TAMÁS [2010a]: Kína szokatlan kettős gazdasági többlete, *Magyar Tudomány*, 2010. 171. évf. 4., 448–458. o.
- GÁBOR TAMÁS [2010b]: Az aszimmetrikus dolláralapú monetáris rendszer és a globális pénzügyi egyensúlytalanságok: lehetséges reformok a keynesi javaslatok égisze alatt, *Fejlesztés és Finanszírozás*, 2010/2.
- GÁBOR TAMÁS [2010c]: A tőkekorlátozások alakulása és a tőkeáramlások liberalizációja Kínában: az eddigi és a várható változások a minősített külföldi és hazai befektetési programok fényében, *Külgazdaság* (megjelenés előtt)

- GLICK, R.–HUTCHISON, M. [2009]: Navigating the trilemma: Capital flows and monetary policy in China, *Journal of Asian Economics* 20 [2009], 205–224. o.
- GOLDSTEIN, M.–LARDY, N. [2009]: The Future of China's Exchange Rate Policy. *Policy Analyses in International Economics* 87., Washington: PIIE
- GREENWOOD, J. [2008]: The costs and implications of PBC sterilization, *Cato Journal*, Vol. 28, No. 2., 2008. tavasz/nyár
- HE, D.–CHU, C.–SHU, C.–WONG, A. [2005]: Monetary Management in Mainland China in the Face of Large Capital Inflows, Hong Kong Monetary Authority [HKMA] Research Memorandum 07/2005, április
- KRUGMAN, P. 2009: China's dollar trap, *The New York Times*, 2009. április 3.
- LAU, L. [2003]: Is China Playing By the Rules?, Testimony at a Hearing of the Congressional Executive Commission on China, 2003. szeptember 24.
- MA, G.–MCCAULEY, R. N. [2008]: Efficacy of China's Capital Controls: Evidence from Price and Flow Data. *Pacific Economic Review*, 2008. február, Vol. 13., Issue 1., 104–123. o.
- NAUGHTON, BARRY [2009]: The Scramble to Maintain Growth. Hoover Institution, *China Leadership Monitor*, No. 27., 2009. január 30.
- OBSTFELD, M.–SHAMBAUGH, J. C.–TAYLOR, A. M. [2005]. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics* 3., 423–438. o.
- OUYANG, A.–RAJAN, R.–WILLETT, T. [2007]: China as a Reserve Sink: The Evidence from Offset and Sterilization Coefficients, Hong Kong Institute for Monetary Research (HKIMR) Working Paper No.10/2007. május
- PRASAD, E.–WEI, SHANG-JIN [2005]: Understanding the Structure of Cross-border Capital Flows: The Case of China, China at Crossroads Conference, Columbia University, 2006. február 2–3.
- SUZUKI, Y. [1980]: Money and Banking in Contemporary Japan, In: TSUTSUI, WILLIAMS M. [ed.]: *Banking in Japan Vol II.*, Routledge, 1999
- YU, Y. [2008]: Managing Capital Flows: the Case of China, Research Center for International Finance, Institute of World Economics and Politics, CASS Working Paper No. 0816, 2008. szeptember
- WANG, Y. [2010]: An Estimation of the Effectiveness of China's Capital Controls and Sterilizations, *China & World Economy*, 2010. május–június, Vol. 18, No. 3., 106–124. o.
- ZHOU, X. 2009: Reform the International Monetary System, The People Banks of China, Speeches, 2009. március 3., <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178> (letöltve: 2009. december 12.)