

GÁBOR TAMÁS

## Kína árfolyam-politikája és a globális egyensúlytalanságok

A cikk a rekordmagasságú kínai gazdasági expanziót megalapozó, alacsony árfolyamon tartott kínai fizetőeszköz hatásaival foglalkozik, párhuzamot von az árfolyam alakulása és az ennek következtében egyre növekvő globális pénzügyi egyensúlytalanságok között. Kína figyelemre méltó gazdasági növekedésével és kereskedelmi teljesítményével párhuzamosan bemutatja az árfolyam-politika következményeit mind Kínára, mind a kereskedelmi partnereire nézve. Számba veszi, hogy a rugalmatlan jüanárfolyam milyen mértékű egyensúlytalanságot eredményezett egy olyan környezetben, ahol a kínai gazdaság a többi ország növekedésének többszörösével nő, és a magántőke mobilitása igen szűk határok között mozog. Megvizsgálja, hogy a monetáris politika miként hatástalanította a reálieffektív árfolyam automatikus korrekcióját és a kereskedelmi egyensúly irányába ható erőket a kiadás növekedésének visszaszorításán és az infláció leszorításán keresztül. Bemutatja Kína jelenlegi árfolyam-politikájának káros monetáris következményeit, valamint az alacsony árfolyamon tartott kínai fizetőeszköznek a fejlett kereskedelmi partnerek összeszerelő iparágára gyakorolt hatását. Az írás Fred C. Bergsten munkája alapján elemzi, hogy nemzetközi szinten milyen eszközök állnak rendelkezésre az alacsony árfolyamon tartott jüan okozta feszültségek feloldására. Végezetül rövid kitekintést ad a kínai gazdaság jelenlegi helyzetéről és a jüan árfolyamának alakulásáról; ezek korunk pénzügyi válságának hatására alaposan átalakulni látszanak.

### BEVEZETÉS

Kína villámgyors világereskedelmi felzárkózása az elmúlt negyed évszázad során tapasztalt nemzetközi kereskedelmi expanzió eredménye, ami kétszer olyan gyors növekedést produkált – évi 15%-ot –, mint a világgazdaság többi része. Mindezen idő alatt az ország gazdasága szintén rekord méretekben, évi 10%-al növekedett, ami az 1978-as *Deng Xiaoping* által vezetett gazdasági reformok és a „nyitott kapuk politikájának” egyenes következménye volt.

Az ezredfordulót követő kínai exportnövekedés jóval felülmúlta az import növekedésének arányát; ez a napjainkra kialakult, hatalmas kereskedelmi és folyó fizetésimérleg-többlet első jele volt. A rekordnagyságban felhalmozódott folyó fizetési aktívum, amely 2007-re az ország GDP-jének 11,4 %-ára, 371 milliárd dollárra gyarapodott<sup>1</sup>, a globális egyensúlytalanságok egyik alappillérenek számít. Ennek ellenpárjaként ugyanis Kína legnagyobb

1 International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, 2008. október

kereskedelmi partnereinél, legfőképpen az Egyesült Államokban, hatalmas folyó fizetési-mérleg-hiányok alakultak ki. Ennek következtében az elmúlt években egyre növekvő tudományos vita bontakozott ki a nemzetközi gazdaságtan akadémikusai körében, amelyben arra keresik a választ, hogy Kína árfolyam-politikája mennyiben okolható a globális egyensúlytalanságok kialakulásáért.

E szakmai vitában *Tatom* [2007] azon kevesek közé tartozik, akik derűlátóan azt állítják, hogy a jüan nominális értelemben vett árfolyamának alulértékeltisége nem adhat okot aggodalomra, ugyanis a reálárfolyam mindenképpen visszatér a hosszú távú átlaghoz a vásárlóerő-paritás mechanizmusán keresztül. Válaszul erre *Oberpriller, Sauer és Sell* [2008] azt állapította meg, hogy a jüan szignifikáns leértékelése kétségtelenül a masszív jegybanki tartalékok felgyülemlésének a következménye, továbbá hozzátette, hogy a valuta nominális felértékelődése mindenképpen be fog következni.

A cikk során a globális egyensúlytalanság témakörén belül a kínai árfolyam-politika következtében kialakult kereskedelmi egyensúlytalanságokat kívánom számba venni. Azt állítom, hogy Kína tartós folyó fizetési-mérleg-többlete és kereskedelmi partnereinek növekvő hiánya a kínai valuta alacsonyan tartott árfolyamának következménye. *Tatommal* [2007] ellentétben úgy vélem, hogy a nominálisan leértékelt jüan igenis probléma, és a reálárfolyam felértékelése nem következik be automatikusan. A globális egyensúlytalanság fenntarthatóságának kérdésével foglalkozó számos tudós – köztük *Bergsten C. F.* [2007a, 2007b], *Ahearne, A., Cline, W. R., Lee, K. T., Park, Y. C., Pisani-Ferry, J., Williamson, J.* [2007], *Goldstein M.* [2007], *Makin, J. A.* [2008], *Botos K.* [2007] – a túlzottan alulértékelt jüant a globális gazdaság egésze szempontjából károsnak és nemkívánatosnak tartja.

Fontos azonban kiemelni, hogy a globális egyensúlytalanságok kialakulásáért nem csupán a sokak által manapulátnak tartott kínai árfolyam-politika a felelős. E világgazdasági feszültség kialakulásához épp úgy hozzájárult az USA gazdaságpolitikája is, amely lehetővé tette az amerikai lakosság mértéktelen és felelőtlen túlfogyasztását és a hitelből élést. Ez pedig kétségtelenül visszahatott Kína exportpiacára, azon keresztül pedig a jüan árfolyamára. A növekvő exportbevételek következtében a Kínába áramló dollármilliárdokat a piac szereplőinek kötelezően át kellett váltaniuk hazai valutára.<sup>2</sup> A folyamatos dollár-jüan konverzió eredményeként pedig egyrészt a jegybank dollártartalékai soha nem látott magasságokba emelkedett, másrészt pedig lehetővé vált, hogy a jüant a dollárral szemben alulértékeltten tartsák.

## KÍNA GAZDASÁGÁNAK HAJTÓELEME: A KERESKEDELEM

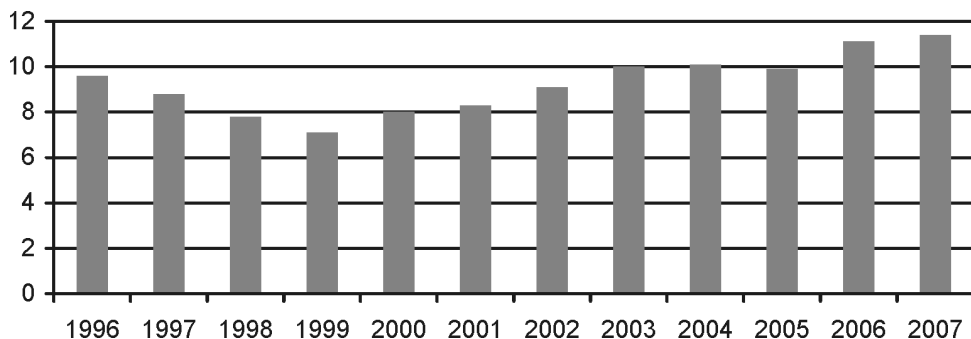
Az elmúlt negyed évszázad növekedését figyelembe véve, Kína gazdasága háromszor nagyobb, évi 9-10%-os növekedést produkált, mint a kereskedelmi partnerei, ami a világgazdaságban kimagaslóan a legjobb teljesítmény (lásd *I. ábra*). Habár Kelet-Ázsia országai – Japán, Dél-Korea, Malajzia, Thaiföld – is jókora fizetési többleteket halmoztak fel az

<sup>2</sup> Annak ellenére, hogy 2007 óta Kína számos engedményt tett a tőkemérleg-tranzakcióira vonatkozóan, a dollár-eszközök tartásától továbbra is vonakodnak a piac szereplői. Mivel a bankoknak, biztosítási vállalatoknak és a nyugdíjalapoknak a kötelezettségei hazai valutában állnak fenn – továbbá a forwardpiacon a valutakockázatot lefedező magánügyletek lebonyolítása továbbra is nehézkes és költséges –, az árfolyamkockázatból eredő kitértiséget a hazai szereplők nem vállalják, így mindinkább szabadulni kívánnak a dollár-eszközöiktől (GÁBOR [2009b]).

ezredfordulót követően, a kínai többlet azonban sokkal nagyobb figyelmet kapott az exportszektorának kimagasló növekedése és a szigorú árfolyam-politika következtében. Kína gazdaságának expanzív növekedése az 1980-as évek óta egészen napjainkig tartó reformfolyamatok eredménye. A külföldi működő tőke (továbbiakban: FDI) számára megteremtett vonzó feltételek, a növekvő munkaerő-mobilitás, a javuló befektetési klíma és a csökkenő korrupció teremti meg Kína expanziójának a kulcsát (Makin [2008]).

*I. ábra*

**Kína gazdaságának éves reálnövekedése az elmúlt tíz évben (%)**



*Forrás:* National Bureau of Statistics, China

A magas megtakarítási és beruházási ráta, a kedvezőbb tőkepiaci szabályozások, továbbá a 90-es évek óta egyre nagyobb arányban engedélyezett, országon belüli (vidékről a városokba irányuló) migráció egyaránt hozzájárult mind a belföldi, mind pedig a külföldi részvénytőke kiszélesedéséhez. Az ezredforduló előtt megjelenő menedzseri réteg teljesen új vállalatirányítási módszert honosított meg az újonnan alakult összeszerelő vállalatok és a korábban privatizált állami vállalatok élén, ami az egyre magasabban kvalifikált munkaerő mellett mindenképpen a teljesítmény növekedésének irányába hatott.

A világgazdaság globalizációval Kína a 21. század elejére a világ működőtőke-befektetéseknek az első számú célpontjává vált, letaszítva az USA-t az első helyről 2002-ben. Csak a tavalyi évben 82 milliárd dollár FDI<sup>3</sup> áramlott a kínai gazdaságba – és azon belül is a keleti, part menti régiókba.<sup>4</sup> Ennek elsődlegesen az áll a hátterében, hogy Kínában az utóbbi pár évben rendkívül módon felgyorsult a „nyugatisodás”. Mindezek következtében az országba települő, globális nagyvállalatok teljes vállalatirányítási rendszereket építettek ki maguknak. Számos hazai vállalat pedig a külföldi tőke számára úgy próbál vonzó „terepet” teremteni, hogy megpróbál alkalmazkodni a nyugati, magas színvonalú vállalatirányítási módszerekhez (*Rajagopalan et al. [2008]*).

3 L. JIANG WEI: Nation top draw for FDI in 2007, *China Daily*, 2008. január 22.

4 A keleti, ún. „part menti provinciákba” áramlott az országba érkező FDI több mint 83%-a 1999-ben. A legvonzóbb provincia Guangdong (28%), Jiangsu (12%), Fujian (12%), Shanghai(5%), Beijing (4%) és Tianjin (4%) volt (Fu [2004]).

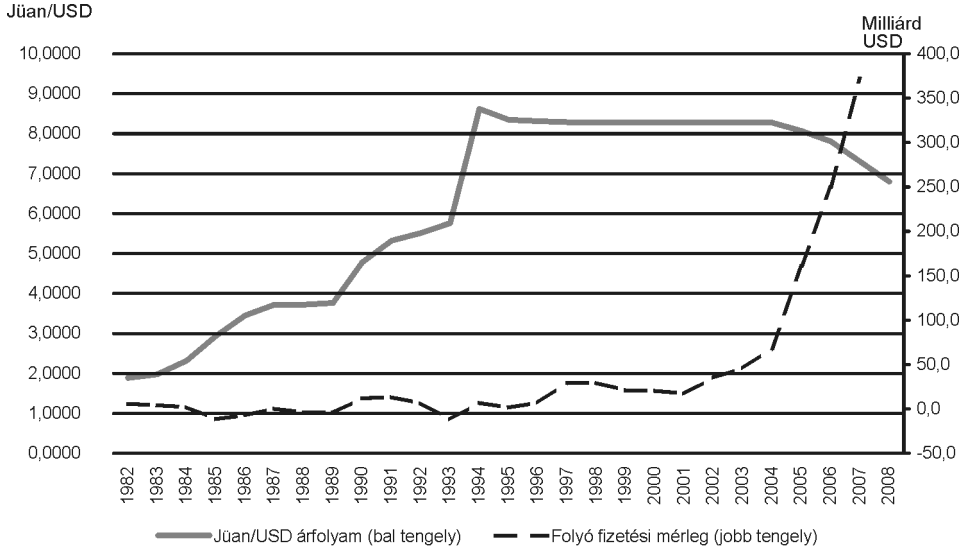
Kína exportorientált szektora a fejlett nyugati gazdaságokhoz viszonyítva sokkal nagyobb méretű, mint a nem exportorientált szektora. Az export és import arányát figyelembe véve – amelynek együttes összege a GDP 75%-a körül mozog – azt állíthatjuk, hogy Kína gazdasága sokkal nyitottabb, mint nagy versenytársai, az USA, Németország és Japán gazdasága. A kereskedelmi szektorának dominanciája még akkor is szignifikánsan érezhető, ha a hasonló fejlődési periódusban lévő feltörekvő országgal, Brazíliával hasonlítjuk össze.

Miután az ország 2001-ben csatlakozott a Kereskedelmi Világszervezethez (WTO), az ezt követő kereskedelmi liberalizációs lépések következtében az export növekedése lényegesen felülmúlta az import növekedését – habár a csatlakozás előtt is az exportszektor teljesítménye volt túlsúlyban.

Kína folyamatosan növekvő folyó fizetésimérleg-többlete (lásd 2. ábra) és az országba beáramló külföldi tőke – mind a működő tőke, mind pedig a portfóliótőke – lehetőséget ad a jegybanknak arra, hogy roppant mértékű tartalékokat halmozzon fel, többségét amerikai állampapírok formájában. Mindezzel egy időben a magántőke kiáramlását kormányzati tőkeszabályozások akadályozzák, amit mi sem támaszt alá jobban, mint az, hogy a kínai nem kormányzati tőkekiáramlások mértéke mind a mai napig elhanyagolható (Makin [2008]). A jüan árfolyama az 1980-as évek világgazdasági nyitását megelőzően fix 2,5 jüan/dolláros szinten volt az amerikai dollárhoz rögzítve. Ez az árfolyam nem tükrözte a valuta vásárlóerő-paritását, de akkoriban a külkereskedelemnek még igen csekély szerepe volt a gazdaságban. A világgazdasági nyitást és a gazdasági reformok elindítását követően a kínai fizetőeszközre lefelé irányuló nyomás érvényesült (egészen 1,5 jüan/USD-ig süllyedt a kurza), ennek következtében enyhe folyó fizetésimérleg-hiány alakult ki. A fekete piac visszaszorításának érdekében – ahol a jüan jóval gyöngébb volt – 1984-től elengedhetetlené vált a jüan fokozatosan leértékelése. Ezzel párhuzamosan a külföldi kereskedelmi partnerek rendelkezésére jóval erősebb, ún. „külföldideviza-certifikátokat” (foreign exchange certificates – FECs) bocsátottak ki elszámolás céljából, amelyeket azonban csak korlátozottan lehetett felhasználni. Kizárólag a külfölddel gazdasági kapcsolatban álló szervezetek és külföldi multinacionális vállalatok kereskedhettek ezekkel a certifikátokkal külön e célból létrehozott „swapközpontokban”, ahol az átváltási arány alacsonyabb volt a hivatalosnál. 1994-ben a jüant végül ténylegesen leértékelték a hivatalos és a swapárfolyam egyesítésével. Ez az új, gyöngébb árfolyam segítette az exportszektor még jobb teljesítményét, ami az ország növekedésének első számú forrásává vált. A rugalmatlan árfolyam-politika következtében a jüan értéke a dollárral szemben mind nominálisan, mind pedig reálértelemben az elmúlt években igen kevésbé értékelődött fel – 2008 októberére csupán 6,8 jüan/USD árfolyamra erősödött (lásd 2. ábra).

2. ábra

### Kína folyó fizetési mérlegének és jüan/USD árfolyamának alakulása napjainkig

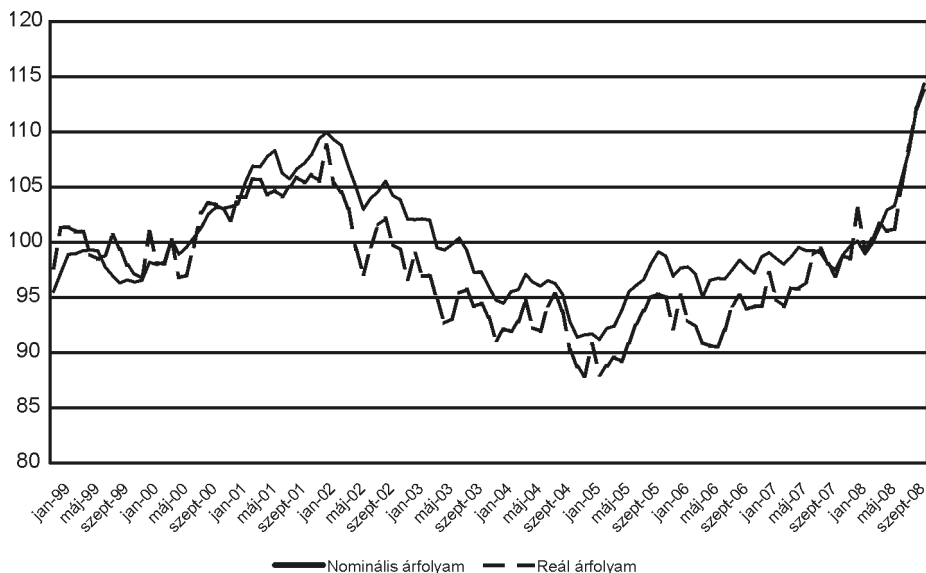


Forrás: State Administration of Foreign Exchange of the People's Republic of China

A mesterségesen alacsonyan tartott valutaárfolyam eredményeként 2008-ra a jegybanki tartalékok mértéke meghaladta az 1900 milliárd dollárt, amely messze a legmagasabb a világgazdaságban (IMF [2008]). Ez az árfolyam-befolyásolás pedig ellenkezik a fejlett és a többi fejlődő országokban alkalmazott politikától, és ellentétes a liberális szabadpiaci eszmékkel.

Az alulértékelt jüan, amely csupán minimális árfolyam-bizonytalanságot és erős versenyelőnyt jelent a nemzetközi piacokra termelő összeszerelő iparágak számára, az export növekedését nagyban elősegíti. Reálieffektív árfolyamon a jüan a WTO-csatlakozást követően vált különösen alulértékeltté, s ezzel egy időben a folyó fizetésimérleg-többlete is látványosan megsokszorozódott. Mindezekon felül a 3. ábrán látható reál és nominális árfolyam együttes mozgása nyilvánvalóvá teszi, hogy a nominális árfolyam fluktuációja a reális árszintek fölött helyezkedjen el, ami Kína nemzetközi versenyképességének kulcstényezője (Makin [2008]).

**A jüan reál és nominális árfolyamának százalékos változása  
(2000=100%)**



Forrás: BIS (2008)

### **A LEÉRTÉKELT ÁRFOLYAM ÉS A FOLYÓ FIZETÉSIMÉRLEG-TÖBBLET KAPCSOLATA**

A kínai összeszerelő iparág kimagasló teljesítményének köszönhetően a hazai termelés növekedése jóval meghaladja a hazai kiadások növekedését, azaz az export az importot. Az export nagyobb arányú növekedése jókora kereskedelmi és folyó fizetésimérleg-többlet kialakulásáért felelős, ami a piac törvényei szerint azzal jár, hogy az exportáló ország valutája felértékelődik, a kereskedelmi partnereinek valutái pedig vele szemben leértékelődnek. Mindazonáltal Kína esetében erről a piaci automatizmusról nem beszélhetünk. Annak érdekében, hogy az exportszektor versenyképessége fenntartható legyen, Kína jegybankja, a People's Bank of China (továbbiakban PBC) valutapiaci intervenciót alkalmazva dollármilliárdokat vásárol fel, és ezek nagy részét amerikai állampapírok vásárlására fordítja. Az intervenció mértéke 2007-ben elérte a havi 40-45 milliárd dollárt, ami az így is rekordmagas jegybanki tartalékok összegét növelte tovább (Ahearne et al. [2007]). Az elmúlt két évben Kína gazdasági növekedésének egynegyede a folyamatosan növekvő kereskedelmi többletéből származott, így nem meglepő, ha eddig nem kívánt változtatni a kereskedelmi- és árfolyam-politikáján. Az alulértékelt árfolyamra úgy tekintenek, mint az ország gazdasági növekedésének forrására, illetve valamiféle „állásteremtő szubvencióra”. Ezzel azonban nyíltan és folyamatosan munkanélküliséget exportálnak a világba. Abban az

esetben, ha csak Kína tartaná a valutáját a dollárral szemben alulértékelt, az nem jelentene az amerikai gazdaságnak leküzdhetetlen problémát. Mivel azonban Kína az ázsiai gazdasági régió zászlóshajója, ezért a többi ország nem tud élni a valutafelértékelés lehetőségével, ez ugyanis Kínával szemben súlyos versenyképesség-veszteséget okozna. Ez az oka tehát annak, hogy Kína árfolyam-politikája nagyban befolyásolja a nemzetközi kiigazítási folyamatokat. Ázsia rendelkezik ugyanis az USA gazdaságával szemben álló többletek több mint 50%-val (Bergsten [2007a]). A jegybanki intervenció azért nem csökkenti a kereskedelmi partnerek valutájának, így a dollárnak a pénzkínálatát, mert a tartalékokban felhalmozódott dollárokat Kína amerikai állampapírok vásárlására fordítja, tovább finanszírozva ezzel a világ legjobbban eladódott gazdaságát, az Amerikai Egyesült Államokat.

*Dooley* és társai [2003] ezt a napjainkra jellemző, a klasszikus tőkeáramlási folyamattal ellentétes, paradox folyamatot az „újjaélesztett Bretton Woods-i rendszer” teóriájával magyarázzák. Ezen elmélet szerint az ázsiai országok az árfolyamukat tudatosan alulértékelt tartják a dollárral szemben, hogy ezzel pótlólagos hazai és külföldi működő tőkét csalogassanak az exportorientált ágazatokba. Ennek eredményeképp tartós folyó fizetésimérleg-többlet alakul ki, és további dollármilliárdok halmozódnak fel az ázsiai központi bankok tartalékaiban – amelyek megmagyarázzák Bernanke „megtakarítási bőség”-elméletét<sup>5</sup>. Ennek okán az ázsiai országoknak – és nem csupán a befektetőiknek – megéri a felhalmozás nagy részét Amerikába „kivinni” és ott állampapírokat vásárolni rajta, mivel a hazai pénz és tőkepiac közel sem tud hasonló biztos és kiegyensúlyozott hozamokat biztosítani, mint az amerikai társuk. Látható tehát, hogy ez a tőkeáramlási folyamat egy ördögi körré alakult át, amelynek eddig a legnagyobb nyertese az Egyesült Államok volt. A kereskedelmi partnerek állampapírjai iránt növekvő kínai kereslet – amely különösen az amerikai államkötvények esetén érvényesül – az árfolyamok emelkedését eredményezi, ennek következtében csökkenne a hozamok, így közvetetten a hosszú távú kamatláb is. A jegybanki intervenció hatására a kereskedelmi partnerek irányába visszaáramló tőke biztosíték arra, hogy Kína kereskedelemi többlete megegyezzen a többi országba beáramló tőke és a külső hiányok mértékével. Amikor tehát a PBC az árfolyam-mechanizmus keretein belül vásárol a külföldi partnerek állampapírjaiból, akkor ezzel egyidejűleg a hazai beruházást jócskán meghaladó hazai megtakarítást generál, amellyel a partnerországok megtakarításon felüli beruházását és fogyasztását finanszírozza. Ezen országokban a Kínából beáramló tőke csökkenti a hosszú távú kamatlábakat, ami lehetővé teszi számukra a termelés mértéke fölötti kiadásokat. Kína nemzeti jövedelme következképpen tovább gyarapodik a külföldi államkötvények hozamaival, ami csökkenti partnereinek nemzeti jövedelmét (Makin [2008]). A jüan árfolyamának rögzítésével az egyre növekvő folyó fizetésimérleg-többlet hatalmas jegybanki tartalékok felépülését tette lehetővé, amely a „másik oldalon” tetemes kereskedelmi hiány kialakulásával járt. Ha a jüant lebetgetni hagynák, és árfolyama szaba-

5 BEN BERNANKE [2005], a FED jelenlegi elnöke arra kereste a választ, hogy mik azok a faktorkombinációk, amelyek az USA-n kívüli „világot” megtakarításra ösztönzik. Érvéle három részből áll. Az első szerint az idősödő ázsiai lakosság előtakarítási megtakarítása áll a háttérben. Másodsor az 1997–98-as válságsorozatot követően felépült ázsiai gazdaságokban a befektetési lehetőségek hiánya okozta a nagy megtakarítási hányadot, végül pedig az elmúlt években többszörös csúcsokat megdöntő, növekedő olajár és ennek köszönhetően az olajexportőr országokban kialakult folyó fizetési többlet vezetett az amerikai dollárok felhalmozásához. Ezt a folyamatot nevezte el a „globális megtakarítás bőségének” (Global Savings Glut).

don mozoghatna a kereskedelmi partnerek valutáival szemben, akkor a piaci erők hatására felértékelődne, ami a bilaterális egyensúly irányába hatna. Ennek fényében láthatjuk, hogy a jegybanki intervenciók tulajdonképpen úgy értelmezhetők, mint a nemzetközi versenynek kitett, hazai kereskedelmi szektorokat védő intézkedések sorozata, ami nem más, mint egy „burkolt, költségvetésen kívüli eszközökkel megvalósított exporttámogatás és importkorlátozás, ami ellentétes azokkal a szabad kereskedelmi eszmékkel, amelyen az elmúlt fél évszázad fejlődése alapult” (Botos [2007], 79. o.). Az egyre növekvő kínai kibocsátás<sup>6</sup> ellenére kifejezetten alacsony a belföldi fogyasztás aránya, ami részben a leértékelt jüan, részben pedig az időskori bizonytalanság és a szociális háló hiánya miatti kényszermeztakarítások következménye. A gyöngye fizetőeszköz tudniillik erősen fékezőleg hat a fogyasztói cikkek importjára, ez pedig alacsonyabb életszínvonalat eredményez a háztartási szektorban. Az alacsony árfolyamon tartott jüan miatt Kína külkereskedelmi partnereinél mind a kereskedelmi szektor kibocsátása, mind pedig a foglalkoztatás – különösen az összeszerelő iparágakban – sokkal alacsonyabb szintet ér el, mint a hasonlóan fejlett, iparosodott társaiké. Belátható ezek után, hogy egy számottevő jüanfelértékelődés komoly reálgazdasági kiigazítást indítana el mind Kínában, mind pedig a kereskedelmi partnereinél.

## A RÖGZÍTÉS MONETÁRIS KÖVETKEZMÉNYEI

A rögzített árfolyam okozta exportelőnyökön és importkorlátozásokon túl számos gazdasági előnnyel jár ez a fajta árfolyam-politika. Példának okáért a PBC hatalmas jegybanki tartaléka biztosítékként szolgál a gazdasági turbulenciák ellen<sup>7</sup> a jüan védelmének az érdekében, továbbá a bankrendszer és pénzügyi rendszer stabilitását is szavatolja. Ázsiában több ország is a hazai valuta leértékelésével próbálja ezen előnyöket Kína mintájára kiaknázni (Hausmann et al. [2000], Calvo et al., [2002]). Mindazonáltal a mértéktelen intervenciónak komoly következményei is vannak. A nominális árfolyam felértékelődését megakadályozó dollárfelvásárlás következtében folyamatosan növekszik Kína pénzkínálata, ami a sterilizáló monetáris lépések hiányában komoly inflációt gerjeszthet, és megnövelheti az aggregált kiadások mértékét – beleértve az importra való költekezést.<sup>8</sup> Elméletben ez a magasabb infláció az árfolyam automatikus korrekcióját és az export-import arány javulását eredményezné, az árfolyam kiigazításán keresztül pedig a kereskedelmi egyensúly irányába hatna.

Amíg a reálárfolyam hosszú távon a mindenkori átlaghoz tendál, mint ahogyan azt Tatom [2007] is állította, a vásárlóerő-paritáson számolt egyensúlytól való eltérés tartós

6 A 2008 nyara óta kiteljesedő gazdasági világválság okozta kényszerű globális keresletbeszűkülés következtében a kínai gazdasági növekedés is megtorpant. Kína GDP-növekedése 2008-ban régóta nem látott egyszámjegyre, 9%-ra csökkent, és 2009-ben a Világbank előrejelzése szerint 7,5%-ra esik majd vissza.

7 A Kína gazdaságirányításának elsődleges preferenciái között szereplő nemzetközi tartalékfelhalmozásnak az a célja, hogy megelőzzék az olyan külgazdasági sokkokat – és bebiztosítsák az ország gazdaságát –, mint amilyen a 90-es évek végén Ázsián végigsöpört.

8 Jelenleg a monetáris bázis a PBC masszív sterilizációs lépéseinek ellenére is a GDP-t meghaladó mértékben növekszik, ami az infláció elszabadulásának veszélyével jár. Míg a GDP folyó áron számított értéke 2002 és 2007 között 205%-kal növekedett, addig az M2 monetáris aggregátum ugyan ezen időszak alatt 256%-os növekedést mutatott. (Forrás: National Bureau of Statistics, China)



reálgazdasági sokkok esetén figyelhető meg. Kína esetében ezt a reálsokkot a munkaerő mobilitása váltotta ki, ami az összeszerelő iparág kibocsátásának szignifikáns növekedését eredményezte.<sup>9</sup> Az aggregált termelésben bekövetkezett növekedés jóval meghaladta a háztartások, a vállalatok és a kormányzat kiadásait, ami lehetővé tette az export gyorsabb növekedését az importtal szemben.

A klasszikus monetáris kiigazítási mechanizmus azonban Kína és kereskedelmi partnerei esetében nem tud érvényesülni, mert a PBC folyamatos sterilizációt hajt végre a helyi valutában denominált adósságeszközök kibocsátásával, hogy ellensúlyozza a likviditásbővülés hatásait. Mindezen idő alatt 2008 elején a PBC a bankok kötelező tartalékrátáját 7,5-ről 15%-ra növelte, ezzel tovább korlátozta a banki hitelezés, ezáltal a pénzkinálat növekedését (Asian Development Bank [2008]).

Bár a monetáris pénzkinálat bővülése 2000 és 2007 között nem okozott különösebb inflációs nyomást, a világ pénzügyi rendszerére kiterjedő válság azonban 2007-től az inflációs várakozások emelkedését vonta maga után. 2008-ban a kínai árszínvonal emelkedésének a mértéke – a nyersanyag- és élelmiszerár-zuhanás és a világgazdasági keresletcsökkenés ellenére is – éves szinten 6,3%-ra emelkedett, ami aggodalomra adhat okot. Habár az elszabadult infláció és reálárfolyam-felértékelődés a külső egyensúly irányába hat az import növekedésén és az export csökkenésén keresztül, az infláció ellen felhajtott magas kamatok mégis eltorzítják Kína bankrendszerét a rossz minőségű hitelek elburjánzásával (Hale [2006]). Kína bankrendszerének sebezhetőségéből, az alulfélt devizapiacából és az árfolyamkockázatot kezelő instrumentumok hiányából arra lehet következtetni, hogy a rugalmasabb árfolyamrendszer csakis lépésenként vezethető be, kezdve például az árfolyamsáv kiszélesítésével, amelyen belül a jüan napi értékét előre rögzíthetnék. Az árfolyam lebegtetése súlyos zavarokat okozna a kínai gazdaságban, így érthető, hogy a kínai monetáris politika annyira ódzkodik a rugalmas árfolyamrendszer bevezetésétől. Egy olyan esetben, ha a jegybank a fizetőeszköz lebegtetését az egyik pillanatról a másikra – az országból kiáramló magántőke kontrolljának az eltörlése mellett – megengedné, akkor az a tőke menekülését idézné elő, ami aláásná az amúgy is instabil lábakon álló bankrendszert.<sup>10</sup> Éppen ezért a jüan árfolyamának teljes körű reformjára még várni kell mindaddig, amíg a bankrendszer reformját végre nem hajtják. Erre Bergsten [2007b] szerint még éveket kell várni. Láthatjuk, hogy a rugalmas kínai árfolyamrendszer tehát csak a második fázisban valósulhat meg, éppen ezért a monetáris politikának a jüan felértékelésével kell a globális egyensúlytalanság megoldása érdekében lépnie. McKinnon és Schnabl [2008] véleménye eltér az előzőektől. Bár ők sem tartják kívánatosnak a fix árfolyamot, hiszen napjaink liberalizált világgazdaságában az árfolyamok rögzítése – főleg a világ negyedik legnagyobb gazdasági hatalma esetén – nem elfogadott, szerintük az árfolyamreform első lépése egy szűk (kezdetben  $\pm 0,3\%$ -os) árfolyamsáv kialakításával kezdődhetne. Ezt megelőzően ki kellene jelölni egy olyan dollár/jüan árfolyamot, amelyen a kínai monetáris politika stabilan tudná tartani a valutát. Szerintük az árfolyam pontos kijelölésének a kérdése nem olyan lényeges, mint az, hogy a monetáris vezetés képes legyen azt hitelesen megtartani hosszú távon.

A nagyobb árfolyammozgás nagyobb függetlenséget garantálna Kína monetáris politikájának, amelynek segítségével a jegybank hatékonyabban tudná – az árfolyamrögzítés mi-

9 A vidéki lakosság egyre nagyobb hányada költözik a keleti, iparosodott régiókba.

10 Kína bankrendszerének instabilitásáról bővebben I. LIN X., ZHANG [2006].

att egyre nehezebben kezelhető – infláció ellen felvenni a küzdelmet. Ráadásul a rugalmas árfolyamrendszer Kínát a külső sokkokra jóval ellenállóbbá tenné (Makin [2008]).

Fel kell hívnunk a figyelmet azonban arra is, hogy az árfolyam szabad(abb) lebegtetése esetén a piaci erők nem feltétlenül eredményeznek egyensúlyi árfolyamot. Fennállhat ugyanis annak az esélye – a gyorsabb gazdasági növekedésre számítva –, hogy a júannak a dollárhoz viszonyított árfolyama túllő az egyensúlyi árfolyamon, visszafogva a kínai gazdaság motorját jelentő exportszektor teljesítményét. Ez pedig a gazdasági növekedés túlzott visszaszorulásával járna, ami pedig a júan gyengülését indítaná meg. Véleményem szerint tehát egy olyan multilaterális megállapodásra van szükség, amely egy minden fél által elfogadható dollár/jüan árfolyamot határozna meg – ami azt követően az árfolyamsáv közepe lenne. Ez esetben az árfolyam „túllövése” elkerülhetővé válna.

### ÁRFOLYAM-POLITIKA VAGY EXPORTTÁMOGATÁS?

A júan árfolyamának mesterségesen alacsonyan tartása az előző fejezetben bemutatott káros hatások mellett felvet egy másik problémakört is: a Kína által folytatott árfolyam-politika ugyanis olyan burkolt kereskedelmi ösztönző eszköz, amely a WTO alapelveivel ellentétes. Ha a kínai monetáris politika továbbra is ellenáll a nemzetközi szakirodalom java részében javasoltaknak – azaz, hogy lebegtesse a valutát –, akkor az a kereskedelmi partnerek, de legfőképpen az Egyesült Államok részéről restriktív bevezetését fogja maga után vonni. A Peterson Institute munkatársai, és velük együtt a globális egyensúlytalanság fenntarthatóságával foglalkozó tradicionális iskola a nemzetközi feszültségek feloldása érdekében azonnali, több lépésben végrehajtandó júanfelértékelést ajánl (Gábor [2009]). Fred C. Bergsten [2007b], a Peterson Institute for International Economics vezetője egy öt részből álló árfolyam-stratégiát javasol, amelyet 2007 során mind az amerikai képviselőházban, mind a szenátus különböző bizottságainak meghallgatása során felvázolt. Az első lépés szerint az USA pénzügyminisztériumának stratégiája változtatást igényel, ugyanis az elmúlt évek során hitelességvesztést szenvedett el a hivatal. Az eddigi fenyegetések és az esetleges szankciók kilátásba helyezése ellenére, mind a mai napig nem sikerült Kínát „valutamanipulátor” jelzővel megbélyegezni. Egy 2005. májusi pénzügyminisztériumi jelentés szerint „*ha a trend tovább folytatódik lényeges változás nélkül, akkor Kína kiharcolja magának, hogy törvényesen is manipulátornak legyen bélyegezve*”. A rákövetkező évben készült jelentés is erősen kritizálja Kína árfolyam-politikáját, továbbá megjegyzi, hogy még mindig nem történt „*lényeges változás*”. Végül a tavalyi év végén napvilágot látott jelentésben még puhábban nyilatkoztak Kína árfolyam-mechanizmusáról. Az USA pénzügyminisztériuma tehát láthatóan egyre kevésbé lép fel támadó jelleggel Kínával szemben.<sup>11</sup>

Bergsten ([2007a], [2007b]) szerint azonnali nézetmódváltásra van szükség az amerikai kongresszusban. A javaslat szerint figyelmeztetni kell Kínát, hogy abban az esetben, ha tovább folytatja manipulatív árfolyam-politikáját, és nem hajt végre a dollárral szemben

<sup>11</sup> 2004–2005-ben az amerikai kormányzat folyamatosan szankciók – importtarifák – életbe léptetésével „fenyegette” Kínát, aminek következtében végül 2005. július 21-től a renminbit fokozatosan felértékelődni hagyja Kína monetáris vezetése. 2005. július 21-én diszkrét 2,5%-al értékelődött fel a júan. 2006–2007-ben körülbelül 6%-al erősödött a dollárral szemben a kínai fizetőeszköz.

legalább 10%-os jüanfelértékelést, akkor az USA minden eszközt be fog vetni, hogy „manipulátor” jelzöt aggasson Kínára. Másodsor, az USA adminisztrációjának értesítenie kellene a G7 és az IMF országait arról a szándékáról, hogy Kínával szemben a javaslat el nem fogadása esetén fel kíván lépni. Ezzel azt a célt lehetne elérni, hogy multilaterális szinten induljanak meg a globális kiigazítást elősegítő tárgyalások.

Hasonló javaslatot fogalmazott meg William R. Cline [2005], aki szerint egy ún. „Új Plaza Egyezmény” életre hívására lenne most szükség, hogy nemzetközi összefogással tegye lehetővé az ázsiai országok valutájának együttes felértékelését. Harmadsorban, Amerikának kereskedelmi oldalról – a WTO-n keresztül – is kezdeményezni kellene a Kínával szembeni eljárás megindítását, hiszen az nem tartja be a Kereskedelmi Világszervezetben rögzített kötelezettségeit, amelynek értelmében az exportosztónzők használata nem engedélyezett. Ezt támasztja alá Ben Bernanke FED-elnök sokszor idézett nyilatkozata is, amely szerint „*a kínai árfolyam-mechanizmusba történő beavatkozás közgazdaságtani értelemben nem más, mint egyfajta állami támogatás*”. Ha az előbb említett multilaterális kezdeményezések nem hoznák meg a várt eredményt, akkor az USA kénytelen lesz egyoldalúan fellépni Kínával szemben. Az Egyesült Államok államkincstára közvetett vevőként jelenhetne meg a kínai devizapiacra.<sup>12</sup> Ebben az esetben Amerika üzenete egyértelmű lenne. Ez a fajta külső, agresszív devizapiaci intervenció spekulatív tőkebeáramlást idézne elő Kínában, ami megnehezítené a felértékelődés megakadályozására és az inflációs nyomás visszazoritása irányuló monetáris lépéseket. Végezetül Bergsten [2007b] ötödik javaslata szerint az amerikai adminisztrációnak figyelmeztetnie kellene Kínát, hogy a fenti lépések be nem tartása esetén többé nem fog a kongresszussal ellentétesen állást foglalni a probléma kezelése érdekében. Tehát előbb vagy utóbb a két intézmény törvényerejű szankciókkal fog fellépni Kínával szemben, hogy betartassák a nemzetközi devizapiaci szabályokat. A negyedik és az ötödik javaslat protekcionistaának tűnhet, hisz az USA közvetlenül beavatkozna egy szuverén állam belügyeibe. Ha azonban figyelembe vesszük: Kína tudatában van annak, hogy rugalmatlan árfolyam-politikájával és a jüan árfolyamának alacsonyan tartásával a globális egyensúlytalanság következtében kialakult feszültséget tovább növeli, akkor véleményem szerint Bergsten [2007b] javaslata megalapozott és szükséges lehet.

## A JÜANÁRFOLYAM JÖVŐJE

A 2007-ben kirobbant amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság napjainkra az egész világ pénzügyi rendszerét megrengette; a jelenlegi krízist az 1929–31-es világgazdasági válságot követően a legsúlyosabbnak tartják korunk neves közgazdászai. A világgazdaságnak az évezredforduló óta tartó rekordgyorsaságú, 5%-ot meghaladó növekedése és rekordstabil makrogazdasági feltételrendszere már a múlté. A Világbank elemzése szerint a világgazdaság aggregált növekedése 2009-ben – a 2008 nyarán kalkulált 3%-ról – 0,9%-ra süllyed, amire nem volt példa világháborúk óta. A pénzügyi szektor nehézségeit mára a reálszféra is megérezte; a globális kereslet olyan szintekre esett, hogy példának okáért a nyáron még 147 dolláros árcsúcsokat döntő olaj ára napjainkra a 40 dolláros szint közelébe ereszkedett.

<sup>12</sup> A devizapiac inkonvertibilitása miatt jüan vásárlására közvetlen módon nincs lehetőség, ezért meg kell majd találni a megfelelő pénzügyi közvetítőt.

Mindezek természetesen Kína gazdasági szereplőit is cselekvésre készítetik. A gazdaság növekedése tavaly egyszámjegyre csökkent, a következő években pedig évtizedek óta nem látott szintekre fog lelassulni. Mindezen folyamatok eredményeként elkezdődött egy reálgazdasági kiigazítás, amelyet a globális kereslet kényszerű beszűkülése okoz. Ezt a korrekciót a globális egyensúlytalanság kialakulásáért rövid távon felelős ciklikus tényezőkben bekövetkezett változások indokolják (Gábor [2009]). Kína részéről pozitív eseményeknek lehettünk az utóbbi időben szemtanúi. A júan 2005 közepe óta lassú, de fokozatos felértékelődést mutat a dollárral szemben (lásd 2. ábra) – habár még így is alulértékelt maradt reáleffektív értelemben a 2002-es dollárútsúchoz képest.<sup>13</sup> A kínai többlet felére csökkentéséhez Bergsten [2008] véleménye szerint a júannak a dollárral szembeni 30%-os felértékelésére van szükség, ami effektív árfolyamon<sup>14</sup> 12%-os felértékelődést jelent.<sup>15</sup> Mindehhez arra van szükség, hogy Kína tovább lazítson a folyamatos intervenciókat alkalmazó árfolyam-politikáján.

Az amerikai belföldi kereslet visszaesése következtében az USA-ba irányuló kínai export érezhető mértékben csökkent, aminek a hatására javulhat a két ország fizetési pozíciója. A nemrégiben bejelentett 586 milliárd dolláros kínai gazdaságélénkítő csomag<sup>16</sup> – amelynek célja a gazdasági visszaesés megelőzése – infrastrukturális beruházásokat tartalmaz, növeli az eddig szegényesnek mondható szociális kiadások mértékét, és a belföldi kereslet fokozására keresletélénkítő intézkedéseket javasol. Mindezek végre elindíthatják Kínát az exportorientált növekedés helyett a belsőkereslet-orientált növekedés útján, amely mindenképpen a globális egyensúly elősegítését teszi lehetővé. Kína 2007-es rekordnagyságú, 11,4%-os GDP-bővülése tavaly 9%-ra csökkent, idén pedig a Világbank előrejelzése szerint 7,5%-ra esik vissza a globális keresletcsökkenés következtében.<sup>17</sup> Az *Economist* című, neves gazdasági lap elemzői szerint Kína folyó fizetésimérleg-többlete továbbra is meghatározó marad, azonban annak a mértéke 2009-re 7,5%-ra, 2010-re pedig 5,8%-ra fog apadni. Láthatjuk, hogy Kína gazdaságának növekedése az exportszektor teljesítményének visszaesése miatt lefékeződött. A gazdaságélénkítő csomagoktól azt várhatjuk, hogy Kína lassan a belsőkereslet-orientált növekedés irányába fordul. Ha pedig ez bekövetkezik, akkor nem lesz oka a kínai monetáris politikának arra, hogy a júan árfolyamát ilyen alacsony szinteken tartsa. Véleményem szerint így az elmúlt három évben tapasztalható júanerősödés a következő időkben a válság hatására felgyorsulhat, s ez a globális egyensúlytalanságban rejlő feszültségek csökkenését idézheti majd elő.

13 Kína gazdasági internetes honlapja szerint a júan/dollár kurzus a 2004-es 8,3 júanról 2008 májusáig 6,8 júanra erősödött (www.chinability.com).

14 Az effektív árfolyammozgás százalékban azt fejezi ki, hogy az adott valuta (dollár) árfolyama egy bizonyos időszak óta az összes fontos valutával szemben átlagosan hány százalékban változott.

15 Abban az esetben, ha a többi ázsiai gazdaság is hasonlóan engedné felértékelődni nemzeti valutáit.

16 *BusinessWeek*, 2008. november 9.

17 World Bank cuts China growth forecast for 2009, *Herald Tribune*, 2008. november 25.

## ÖSSZEZÉS

Az előzőekben láthattuk, hogy a rugalmatlan és rögzített árfolyamrendszer, továbbá a magántőke mobilitásának szűk mozgástere következtében alacsony árfolyamon lévő jüan a felélés a folyó fizetési többlet nagyságáért és a folyamatosan felhalmozódó jegybanki tartalékokért. Ha a kínai fizetőeszköz rugalmasabb lenne, akkor az export és az import arányának a javulása a külső egyensúly irányába hatna, ami a jüan felértékelődésével és a partnerországok valutáinak leértékelődésével történne meg. Ugyanakkor a rugalmasabb árfolyam alatt nem feltétlenül a teljesen lebegtetett árfolyamot tartják kívánatosnak, sokkal inkább egy stabil – a mostaninál erősebb – árfolyamsáv meghatározására lenne szükség.

Részben az alulértékelt árfolyam okolható a kínai háztartások alacsony életszínvonaláért is. A gyöngye valuta ugyanis gátolja a minőségi fogyasztási cikkek importját, noha azoknak sok esetben nincs a belföldi piacon helyettesítő terméke, alternatívája. Mindezek tükröképeként a világot elárasztó, olcsó kínai termékek hatására a kereskedelmi partnerek háztartási szektorának fogyasztási kereslete szignifikánsan megnövekedett, kibocsátása és foglalkoztatása pedig csökkent. E folyamatok pedig olyan nagyra növelték az említett gazdaságok között kialakult fizetési pozíciók nagyságát, hogy a globális egyensúlytalanság okozta feszültségeket még tovább fokozták. Ha a javasolt, dollárral szembeni 10%-os jüan-felértékelés a közeljövőben sem történik meg, akkor arra az amerikai jogalkotók előbb vagy utóbb szankciókkal, például a kínai import korlátozásával fognak válaszolni.

Az IMF [2007] is többször kifejezte aggodalmát a növekvő globális egyensúlytalansággal, azon belül is az USA és a Kína között fennálló, külső egyensúlytalansággal kapcsolatban, és a jüan felértékelését sürgette. A szervezet multilaterális szinten tárgyalásokat indított Kínával annak érdekében, hogy a kereskedelmi partnereivel szemben fennálló feszültségek bilaterális szinten feloldásra kerüljenek.

A jüan árfolyamának felértékelődése vélhetőleg csökkentené a külső egyensúlytalanságokat, enyhítené a kereskedelmi feszültségeket, és gátat vetne az esetleges kereskedelmi restriktív törvénybe iktatásának. Az utóbbi eset bekövetkezte esetén ugyanis Kína hosszú távú teljesítménye visszaesne, ami a kereskedelmi partnerek fogyasztóinak életszínvonalát csökkentené, és károkat okozna a nemzetközi kereskedelem rendszerének az integritásában.

Végezetül láthattuk, hogy napjaink világgazdasági recessziója egy reálgazdasági korekciót indított el, ami Kína gazdasági növekedésének a lelassulását eredményezte. E lassulás lehetőséget ad arra, hogy egy belső, keresletorientált növekedés útjára álljon az ország gazdasága. Ha ez bekövetkezik, nagyobb lesz a valószínűsége annak, hogy a jüan árfolyamát felértékelni engedik, és a globális kereskedelmi folyamatok az egyensúlyi szint felé tartanak.

## IRODALOMJEGYZÉK

- AHEARNE, A.–CLINE, W. R.–LEE, K. T.–PARK, Y. C.–PISANI-FERRY, J.–WILLIAMSON, J. [2007]: Global imbalances: Time for action. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief No. 7-4.
- Asian Development Bank [2008], Asian Development Outlook, Asian Development Bank, Manila.
- BERGSTEN C. F. [2007a]: The Dollar and the Renminbi, Peterson Institute for International Economics, 2007. május 23.
- BERGSTEN C. F. [2007b]: Currency Misalignments and the US Economy, Peterson Institute for International Economics, 2007. május 9.
- BERGSTEN C. F. [2008]: Global Imbalances and Currency Misalignments, World Economic Forum, Davos, Switzerland, 2008. január
- BERNANKE, B. S. [2005]: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Remarks at Sandridge lecture. Virginia Association of Economics, Richmond, VA. 2005. március
- BOTOS KATALIN [2007]: Árfolyamok és egyensúlytalanság, *Külgazdaság*, LI. évf., 2007. november–december
- CALVO, G.–REINHART, C. [2002]: Fear of Floating, *Quarterly Journal of Economics*, 117., 379–408. o.
- CLINE R. W. [2005]: The Case for a New Plaza Agreement. Policy Brief in International Economics 05-4, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- DOOLEY, M.–FOLKERTS-LANDAU, D.–GARBER, P. [2003]: An essay on the revived bretton woods system, NBER Working Paper No. 9971.
- FARELL D.–LUND S. [2006]: Putting China's Capital to Work, McKinsey Global Institute, *Far Eastern Economic Review*, 2006. május 1.
- FU XIAOLAN [2004]: Limited linkages from growth engines and regional disparities in China, *Journal of Comparative Economics*, 32 [2004], 148–164. o.
- GÁBOR TAMÁS [2009]: Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság?, in: Idősödés gazdasági hatásai – Nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanság c. konferenciakötet, PPKÉ–SZTE–MKT, megjelenés alatt
- GÁBOR TAMÁS [2009b]: Kína árfolyam-politikájáról alkotott eszmék vagy téveszmék: Valóban káros az alulértékelt jüan a globális gazdaság egésze szempontjából?, *Pénzügyi Szemle* 2009/2., megjelenés alatt
- GOLDSTEIN M. [2007]: A [Lack of] Progress Report on China's Exchange Rate Policies, Peterson Institute for International Economics, Working Paper No. WP-07-05
- HALE D. [2006]: In the Balance: China's Unprecedented Growth and Implications for the Asia-Pacific, Australian Strategic Policy Institute, Canberra
- HAUSMANN, R.–PANIZZA, U.–STEIN, E. [2001]: Why Do Countries Float the Way They Float? *Journal of Development Economics*, 66 [4], 387–414. o.
- IMF [2007]: Multilateral Consultation on Global Imbalances, International Monetary Fund, Washington DC.
- IMF [2008]: Regional Economic Outlook, Asian and Pacific Nov-08, International Monetary Fund, Washington DC.
- LIN X.–ZHANG Y. [2006]: Bank Ownership Reform and Bank Performance in China, *Journal of Banking & Finance*, 2008., doi:10.1016/j.jbankfin.2006.11.022
- MAKIN J. A. [2008]: The Inflexible Yuan and Global Imbalances, *Global Economy Journal*, Vol. 8. [2008], Iss. 3, Art. 7.
- MCKINNON, SCHNABL [2008]: China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar, CESifo Working Paper No. 2386, 2008. szeptember
- OBERPRILLER, C.–SAUER, B.–SELL, F. [2008]: The Undervaluation of the Yuan Dispute: Is a Repetition of Germany's Experience in 1969 Necessary, Inevitable or Desirable? A Comment and Reply to John A. Tatom, *Global Economy Journal*, 8 [2], Art. 7.
- RAJAGOPALAN N.–ZHANG Y. [2008]: Corporate governance reform in China and India: Challenges and opportunities, *Business Horizons* [2008] 51., 55–64. o.
- TATOM, J. [2007]: The US-China Currency Dispute: Is a Rise in the Yuan Necessary, Inevitable or Desirable? *Global Economy Journal*, 7 (3), Art. 2.