

Szegedi Tudományegyetem
Gazdaságtudományi Kar
Közgazdaságtani Doktori Iskola

Gábor Tamás

Kína monetáris politikája
a
globális pénzügyi egyensúlytalanságok fényében

Doktori értekezés



Témavezető:
Dr. Botos Katalin DSc
professor emerita
SZTE GTK

Szeged, 2012.

Mottó

„Addig vágjunk bele egy feladatba, amíg az még egyszerű,
a nagy tetteket is mindig apró lépések előzik meg.
Az ezer mérföldes utazás kezdete is egy parányi lépéssel
kezdődik.”

(saját fordítás)

**Lao-ce, a taoizmus szülőatyja
600 BC – 531 BC**

Köszönetnyilvánítás

A szerző köszönetet mond családjának és barátainak a sok türelemért és támogatásért, amit a kutatás ideje alatt kapott tőlük. Hálóját fejezi ki témavezetőjének, Dr. Botos Katalinnak (SZTE GTK) munkája biztatásáért és a kutatás támogatásáért. Továbbá köszöni Dr. Kovács Györgynek (SZTE GTK) a publikálásra szánt írások lezárása előtt nyújtott hasznos és gondolatébresztő javaslatokat, valamint a munkahelyi vitán megfogalmazott igen részletes és építőjellegetű kritikát. Köszönettel tartozik még Dr. Farkas Péternek (MTA VKI) és Szabó Zsoltnak (MFB) a Magyar Tudomány 2010/4-es számában megjelent „Kína blokkban” közölt tanulmány szerkesztéséért, valamint a későbbiek során elkészült írások lektorálásáért; Dr. Csanádi Máriának (SZTE GTK), a gazdaságtörténeti áttekintés során nyújtott hasznos észrevételeiért; Kiss Gábor Dávidnak (SZTE GTK), és Dr. Kovács Péternek (SZTE GTK), mint kiváló szerzőtársaknak az aktív közreműködésért; és nem utolsósorban a megjelent írásokat véleményező anonim lektoroknak, kiemelten a Közgazdasági Szemle, valamint a Külgazdaság lektorainak.

Mindezek mellett, szintén köszönetet érdemel Tóth Adrián, aki a Lombard Lízing Csoportnál lehetővé tette azt a két hónapos rendkívüli szabadságot, amelynek ideje alatt jelen disszertáció megíródhatott.

Előszó

Témaválasztásomat Botos Katalin érdekesítő és vitaindító „Édentől Keletre” című előadás indukálta. A prezentáció és azt követő diskurzus legfőbb üzenete számomra az volt, hogy a korábbi hárompólusú – USA, EU és Japán – világgazdasági berendezkedés órái meg vannak számlálva. E műhelyen hallottam először a globális egyensúlytalanságról, és ekkor keltette fel érdeklődésemet az a „perverz tőkeáramlásnak” nevezett globális tőkeáramlási struktúra, amely ellentmond azoknak a graduális képzés során tanult hagyományos neoklasszikus modelleknek, amelyek szerint a tőkének a gazdag országokból a szegényebb országokba kell áramolnia.

Felvetődött a kérdés, hogy vajon ki és mi lehet a felelőse annak, hogy a tőke nem a fejlett világból a fejlődő, támogatásra szoruló régiókba áramlik („*Lucas-paradoxon*”), mikor racionálisan az előbbi országokban biztosan több forrás áll rendelkezésre, mint az utóbbiakban? Hogyan lehetséges az, hogy a feltörekvő világ lakossága többet tud félretenni abból a „kevesből”, mint a nyugati, fejlett társadalmak. Továbbá rendkívül érdekesnek tartottam azt is, hogy a világ legnagyobb gazdaságával – és adósságával – rendelkező Egyesült Államok szövetségi költségvetése hogyan kerülhetett egy olyan ország (Kína) függőségébe, amely a 20. század végéig szinte teljesen láthatatlan volt az iparosodott gazdaságok számára.

Bár a kezdetekben a globális pénzügyi egyensúlytalanságok okainak elemzésével foglalkoztam, idővel azonban rá kellett jönnöm arra, hogy szükség van a kutatási terület szűkítésére. Így jutottam végül el az „ázsiai oroszlán” gazdaságpolitikájának vizsgálatához. Kína monetáris politikájának történelmi szakaszait és mozgásterét, valamint a világgazdasági eseményekre válaszul adott reakcióit akként igyekeztem górcső alá venni a disszertáció során, hogy közben mindvégig Kína globális pénzügyi egyensúlytalanságokban játszott szerepére fókuszáltam.

Kína precízen ütemezett és fegyelmezett gazdasági szerkezetátalakításának és felzárkózásának utolsó két évtizede valóságos gazdasági csoda volt. Mindez pedig kellő indokot szolgáltat sokak számára – így számomra is – arra, hogy a kínai gazdaság sajátos szerkezetét, reform szemléletmódját és gazdasági átalakulását alapos vizsgálat alá vegyék. Már ma sejteni lehet, hogy a világ második legnagyobb gazdasága (vásárlóerő-paritáson számolva), valamint az első számú exporthatalma hamarosan az Egyesült Államok komoly gazdasági riválisává válik. Tekintettel pedig a Magyarországon jelenlévő kínai diaszpóra nem

elhanyagolható méretére, valamint a múltbeli politikai, kulturális és gazdasági kapcsolatainkra, hazánknak – kiemelt „hídfeállásként” – a jövőben fontos szerepe lehet (és már van is) a Kína-EU kapcsolatok további fejlődésében. Úgy tűnik tehát, hogy a „Kínában jelen kell lennünk” szlogen kezd valósággá válni, és hamarosan eljön az az idő, amikor nem csak egy, hanem már több tucat, sőt akár több száz hazai általános iskolában oktatják majd a mandarin nyelvet...

Tartalom

Bevezetés, a disszertáció felépítése.....	10
1. A globális pénzügyi egyensúlytalanságok, avagy napjaink monetáris rendszerének elsőszámú problémája.....	16
1.1. Kína és az Egyesült Államok gazdasági szimbiózisa.....	17
1.2. Az ázsiai „oroszlán” színrelépése.....	20
2. Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete.....	23
2.1. Kína és az Egyesült Államok kereskedelmi egyensúlytalansága.....	24
2.2. Kína és az Egyesült Államok tökemérlegének egyensúlytalansága.....	26
2.3. Kína tökemérlege és deviza-tranzakciói.....	30
3. Az árfolyam-politika, mint Kína monetáris politikájának legalapvetőbb eszköze.....	34
3.1. A jüanárfolyam fázisa 1978-at követően.....	35
3.1.1. <i>Első fázis – 1979-1994</i>	36
3.1.2. <i>Második fázis – 1994-2005</i>	38
3.1.3. <i>Harmadik fázis – 2005 -2008</i>	41
3.1.4. <i>Negyedik fázis – 2008-2010</i>	44
3.1.5. <i>Ötödik fázis – 2010-napjainkig</i>	45
3.2. Reálárfolyam-mutatók időbeli alakulása: Alulértékelt-e a kínai valuta?.....	48
3.3. Az alulértékeltség fokának egységnyi munkaerőköltség szerinti megközelítése.....	51
3.4. Történelmi visszatekintés: tanulságok Kína számára.....	58
3.5. A gyenge jüanárfolyammal kapcsolatos lehetséges tévhit a történelmi tapasztalatok fényében.....	65
3.6. A jüanárfolyammal kapcsolatos tudnivalók összefoglalása.....	70
3.7. Termelési tényezőár liberalizáció, avagy a reál-konvergencia egy lehetséges megvalósításának a menete.....	73
4. A tőkekorlátozások alakulása és a tőkeáramlások liberalizációja Kínában.....	77
4.1. A tőkeliberalizáció történelmi háttere.....	77
4.1.1. Devizasabályozások a Kínai Népköztársaság kikiáltásától a nyitott kapuk politikájáig	78
4.1.2. Liberalizációs lépések a nyitott kapuk politikájától az ezredfordulóig.....	79
4.2. A tőkeliberalizáció fázisai és lehetséges menete.....	81
4.3. A működőtőke-áramlások liberalizációja.....	82
4.4. A portfóliótőke-áramlásának szabályozása a minősített intézményes befektetési programok fényében.....	83
4.4.1. A minősített külföldi intézményes befektetői program (QFII).....	84
4.4.2. A minősített hazai intézményes befektetői program (QDII).....	89

4.5.	A tőkeszabályozások rendszerének összefoglalása	94
5.	A kínai tőkekorlátozások hatékonysága	96
5.1.	A tőkekorlátozások hatékonyságának árfolyam alapú megközelítése.....	96
5.2.	A tőkekorlátozások hatékonyságának tőkeáramlás alapú megközelítése.....	100
5.2.1.	Illegális tőkeáramlás a folyó fizetésimérleg tételsorain keresztül	101
5.2.2.	Illegális tőkeáramlás a tévedésekés és kihagyások egyenlegén, valamint a tőkemérleg sorain	103
6.	A monetáris sterilizáció hatékonysága és költségei Kínában	108
6.1	A sterilizáció eszköztára.....	109
6.2.	A hatékonyság mérésének módszertana.....	113
6.2.1.	Empirikus eredmények.....	121
6.2.2.	Sterilizáció hatása a szélesebb értelemben vett monetáris kínálatra	125
6.3.	A monetáris sterilizáció költségei	128
6.3.1.	A sterilizálás kamatterhe	128
6.3.2.	A külföldi befektetések hozama	129
6.4.	A sterilizáció hatékonyságának és költségoldalának összefoglalása.....	133
7.	Kína jegybankjának monetáris függetlensége: a Trilemma	134
7.1.	A „lehetetlen szentháromság”	135
7.2.	A trilemma változóinak mérése: a módszertan.....	139
7.3.	A trilemma érvényessége a felhalmozódó jegybanki tartalékok fényében	143
7.4.	Tartalékfelhalmozás: biztonsági öv a nemzetközi turbulenciák ellen	144
	Eredmények összefoglalása.....	151
	Hivatkozott irodalom.....	161
	Mellékletek.....	168

Ábrajegyzék

1. ábra	Kína és az USA folyó fizetési mérlegének alakulása a GDP százalékában, 1990–2010.....	25
2. ábra	Kína tulajdonában lévő amerikai állampapír-állomány alakulása, valamint annak aránya a külföldi monetáris hatóságok által tartott állományhoz képest, 2000-2011, milliárd dollárban.....	28
3. ábra	Gyorsuló tőkeáramlások az USA-ban az 1960-es évek elejétől napjainkig, GDP %-ában....	29
4. ábra	Kína tőkemérlegének komponensei, 1990-2010, milliárd dollárban.....	31
5. ábra	Kína fizetési mérleg egyenlegének komponensei, a devizatartalék és a jüanárfolyam alakulása, 1990-2010, milliárd dollárban.....	32
6. ábra	Jüanárfolyam alakulása 1980-2011 között.....	36
7. ábra	A jüanárfolyam alakulása és a kínai-amerikai inflációs ráta különbsége.....	38
8. ábra	Reál GDP növekedés és a CPI változása, Kína, 1980-2007.....	40
9. ábra	Németország, Japán, Kína és USA jegybanki tartalékának változása, 1980–2011	41
10. ábra	Kína és az Egyesült Államok fizetési mérleg egyenlegének, és nettó megtakarításai pozíciójának alakulása a GDP %-ban	42
11. ábra	A jegybanki devizatartalékok havi változásának komponensei, milliárd dollárban.....	44
12. ábra	Kína és az USA folyó fizetésimérleg egyenlegének, valamint az USA Kínával szemben fennálló hiányának alakulása, 1999 – 2010.....	47
13. ábra	A jüan nominális és reálapú dollárárfolyamának változása.....	49
14. ábra	Kína és az Egyesült Államok egy főre jutó kibocsátásának és a feldolgozóipar órabéreinek aránya.....	54
15. ábra	A jüanárfolyam kumulatív felértékelődése, és a jüan ULC alapú reálarfolyama	56
16. ábra	A jüan ULC alapú reálarfolyama és az USA Kínával szembeni folyó fizetési mérleghiányának aránya a teljes hiányon belül, valamint Kína folyó fizetési mérlegtöbbletének alakulása, 1999-2008.....	58
17. ábra	A jen és a márka kumulált felértékelődése, 1960–1980.....	60
18. ábra	Japán és Németország folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában, valamint a valutáik dollárárfolyamának éves változása %-ban.....	61
19. ábra	Jegybanki tartalékok alakulása a saját, valamint az USA GDP-jének arányában.....	62
20. ábra	A kínai devizatartalék-növekedés komponensei.....	65
21. ábra	A japán jen dollárárfolyamának alakulása a lebetgetés kezdetétől napjainkig	67
22. ábra	Az engedélyezett QFII és QDII intézmények száma és részükre jóváhagyott aggregált kvóta alakulása, db és millió dollár	88
23. ábra	A belföldi és az offshore (NDF) hozameltérés alakulása 2006-ig	98
24. ábra	Illegális tőkeáramlás a folyó jövedelem utalások és a viszonzatlan folyó transzferek	

egyenlegén (millió \$)	102
25. ábra A feltételezett illegális és forrótőke áramlás Kínában (millió \$)	104
26. ábra Illegális tőkebeáramlás Kínában.....	107
27. ábra A kínai jegybank nyíltpiaci sterilizációja, 2002-2010	111
28. ábra A monetáris sterilizáció során semlegesített pénzmennyiség, a jegybanki tartalékállomány és a kötelező tartalékráta alakulása, 2003–2011, milliárd jüan	113
29. ábra Sterilizáció a monetáris bázis szintjén: az NKE és az NHE állomány, illetőleg a monetáris bázis havi növekményének változása az előző év azonos időszakához képest	125
30. ábra A sterilizációs költségek és a devizatartalékon megkeresett hozam alakulása.....	131
31. ábra A monetáris trilemma háromszöge.....	136
32. ábra Monetáris trilemma indexek időbeli alakulása az iparosodott és feltörekvő országokban.....	144
33. ábra Tartalék-felhalmozás és a tőkeliberalizáció kapcsolata	146
34. ábra Kína trilemma változóinak sematikus képe 2010-ben	147
35. ábra A trilemma indexek alakulása 1997 és 2010 között Kínában	148
36. ábra A bővített trilemma háromszög.....	150
37. ábra A kínai tőkebeáramlás nem kívánat hatásai a jelenlegi gazdaságpolitikai berendezkedés fényében: a monetáris pathhelyzet.....	158

Táblázatjegyzék

1. táblázat: Áruk és szolgáltatások exportja és importja 2010-ben.....	24
2. táblázat: Tőkeáramok, folyó fizetési mérleg és változás Kína hivatalos jegybanki tartalékában 2010-ben.....	26
3. táblázat: Kína egységnyi munkaerőköltségének (ULC) változása.....	56
4. táblázat: Folyó fizetési mérleg, tőkemérleg és a jegybanki tartalékok éves változásának aránya a GDP-hez képest Japánban, Németországban és Kínában.....	64
5. táblázat: Tőkekorlátozások rendszere napjaink Kínájában.....	94
6. táblázat: Kínai jegybankjának sematikus mérlege.....	109
7. táblázat: A sterilizáció eszközei.....	110
8. táblázat: Felhasznált magyarázó változók leírása, képlete és forrása.....	117
9. táblázat: A 2SLS modell becsült béta paraméterei és standard hibái.....	123

Bevezetés, a disszertáció felépítése

Egykoron még a harmadik világ csoportjába tartozó országok – különösen Kína – világgazdasági felzárkózása alapjaiban változtatta meg az ezredfordulóra a földkerekség geopolitikai erőviszonyait. Kína, a „Kis Tigrisek¹”, Oroszország, valamint az arab blokk világgazdasági integrációjával egyidejűleg nem csupán a globális kereskedelmi hálózatokban következett be kardinális változás, hanem az addig klasszikusnak mondható tőkeáramlási folyamatokban is. A beruházási és megtakarítási ráták fejlett és feltörekvő országokban tapasztalt aszimmetrikus alakulása olyan egyensúlytalan állapot létrejöttét eredményezte, amely tagadhatatlanul nagy szerepet játszott a 2008-2009-es pénzügyi világválság kirobbanásában.

Tekintettel arra, hogy a nemzetközi fizetésimérleg hiányok és többletek koncentrációja legnagyobb mértékben két ország, az Egyesült Államok és Kína között figyelhető meg, a globális pénzügyi egyensúlytalanságok következményeként kialakult nemzetközi politikai és gazdasági feszültség is javarészt e két ország gazdasági kapcsolatrendszeréből származtatható. Bár a globális pénzügyi egyensúlytalanság részletes elemzésére a dolgozat során nem kerül sor, az Egyesült Államok és Kína gazdasági viszonyrendszerének, valamint Kína monetáris politikájának bemutatásával olyan átfogó képet igyekszem adni, amely segíti a nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanságok gyökereinek és természetének jobb megértését, valamint rámutat Kína monetáris patthelyzetének valós okaira.

Az értekezés során tett megállapítások és következtetések kapcsán mindenképp fel kell hívni a figyelmet a kínai statisztikai adatok bizonytalanságából eredő számítási és becslési kockázataira! Mint ismeretes a kínai hatóságok, valamint a kínai statisztikai hivatal által publikált adatsorok sok esetben nem teljes körűek, nagy késsedelemmel érhetőek el, valamint esetenként nem a nemzetközileg széles körben alkalmazott, standardizált módszertan szerint kerülnek összeállításra. Mindezek pedig megnehezítik az adatok nemzetközi összehasonlíthatóságát, valamint nem ritkán közelítő számításokra és becslésre kényszerítik a kutatókat. A fentiek fényében, az értekezés során a kínai statisztikai adatokkal történő operálás eredményeként született következtetéseket csak kellő fenntartással szabad értelmezni.

A dolgozat a globális pénzügyi egyensúlytalanságok általános leírásával és Kína-Amerika

¹ Dél-Korea, Tajvan, Szingapúr, Hongkong. Nevüket arról kapták, hogy a címerükben tigris vagy sárkány látható. Korábban iparosodó, ma fejlett iparral rendelkező államok csoportja.

gazdasági egymásrautaltságának bemutatásával kezdődik, amely egy jó kiindulási alapot teremt Kína monetáris politikájának további vizsgálatához, és a kutatás részletes bemutatásához.

Korunk pénzügyi egyensúlytalanságának kialakulásában Kína szerepe bizonyára tagadhatatlan. A nemzetközi feszültségek mibenléte ugyanis részben az elmúlt évtized során megfigyelt roppant dinamikus, és egyre intenzívebb deviza-beáramlásra vezethető vissza. Kína esetében a klasszikus közgazdasági tanoktól eltérően, mind a folyó fizetési-, mind pedig a tőkemérleg sorain jelentős többlet figyelhető meg, ami a gigantikus devizaeszköz-állomány felhalmozódásának az elsődleges forrása. A két ország között megfigyelhető gazdasági szimbiózis pozitív és negatív oldalának bemutatását követően az első, leíró fejezetben Kína gazdasági felemelkedésének rövid és lényegre törő ismertetése is helyet kap.

A második fejezet során Kína és az USA aránytalan gazdasági kapcsolatrendszere kerül bemutatásra, mind a kereskedelmi kapcsolatok, mind pedig a tőkeáramlások tekintetében. A globális egyensúlytalanságokkal foglalkozó elemzések ugyanis többnyire a Kína és az Egyesült Államok között kialakult folyó fizetésimérleg aránytalanságokat, illetve ennek legfőbb tényezőjét, a kereskedelmi mérleget vizsgálják. Véleményem szerint azonban a két ország bilaterális tőkeműveleteinek górcső alá vétele legalább annyira fontos, mint a kereskedelmi kapcsolatok vizsgálata, főként annak fényében, hogy napjainkra Kína rendelkezik a külföldiek által tartalékolt amerikai államadósság több mint egynegyedével! A fejezet során Kína és az Egyesült Államok folyó fizetési- és tőkemérleg tételeinek egyidejű alakulását vizsgálva vonok le következtetéseket a két ország között kialakult gazdasági aránytalanságokkal és egyben a globális pénzügyi egyensúlytalanság legfőbb forrásaival kapcsolatban.

A harmadik fejezetben a kínai monetáris politika legfőbb eszközének, az árfolyam-politikának a részletes elemzésére kerül sor. A jüan nominális dollárárfolyamának időbeli alakulása öt fázisra kerül felosztásra, annak a függvényében, hogy a kínai valuta milyen volatilitást mutat a dollárral szemben. Láthatjuk, hogy míg 1994 és 2005 között a jüan dollárárfolyama nem változott, a valuta reálértelemben folyamatosan gyengült. Mindez pedig Kína amerikai gazdasággal szembeni versenyelőnyét növelte. E fokozatos versenyelőny-átrendeződés eredményeként – ami az amerikai feldolgozóipar emelkedő munkanélküliségével párosult – Kína az amerikai törvényhozás fókuszába került. Az említett versenyaránytalanságok kiküszöbölése csakis egy, a mindkét fél részéről végrehajtott strukturális reformfolyamat révén valósítható meg hosszútávon. A jüanerősödés azonban csak rövidtávon jelenthet megoldást. Bár Kína monetáris politikája 2010 nyara óta (újra) lehetővé teszi a jüanárfo-

csúszó irányított felértékelődését – egy igen szűk, $\pm 0,5\%$ -os csatornában –, ennek rendkívül lassú üteme nem biztosítja a globális pénzügyi egyensúlytalanságok eliminálását. Mindennek fényében egy becslést készíték a kínai és amerikai egységnyi munkaerőköltségek vizsgálatával arra vonatkozólag, hogy a két rivális gazdaság feldolgozóiparának versenyképessége miképpen változott az elmúlt évtized során. Más szóval, mekkora jüanfelértékelés szüntetné meg a két gazdaság főként exportra termelő feldolgozóiparának aránytalanságait. A becslést idősor-elemzés segítségével készíttem el az amerikai Munkaügyi Statisztikai Hivatal (BLS) adataira, valamint Banister (2005, 2009, 2011) tanulmányaira támaszkodva.

Mindezeket követően, egy gazdaságtörténelmi visszatekintés keretében hasonlítom össze Kína elmúlt két évtizedének felemelkedését Japán, valamint Németország második világháború utáni gazdasági felzárkózásának eredményeivel. Minderre azért van szükség, hogy megtudjuk, hogy a jüanárfolyam rövid idő alatt bekövetkező – esetleges – erősödésének milyen hatása lenne Kína kereskedelmi többletetre nézve, és az mennyiben befolyásolná a kínai gazdaság további expanzióját.

Végezetül az utolsó alfejezetben a termelési tényezőárak szabályozásáról esik szó. A jüan reálfelértékelődésének elmaradása ugyanis véleményem szerint egyrészt az energia- és nyersanyag árak hatósági szabályozására, valamint a későbbi fejezetek során elemzett monetáris sterilizációra vezethető vissza.

Felismerve azt, hogy a tőke kiáramlásának akadályozása jelentős katalizátorként hat a Kína irányába táplált nemzetközi feszültségekre, a negyedik fejezet során a kínai tőkekorlátozások rendszerének és eddigi liberalizációjának részletes bemutatására vállalkozom. A kurrens kínai tőkeszabályozási keretrendszer tanulmányozásával a külföldi és a hazai minősített befektetői programok ismertetésén keresztül rámutatok arra a szelektív liberalizációs szemléletmódra, amely oly sikeressé tette Kína gazdasági szerkezetátalakítását. Mindezek mellett pedig a tőkemérleg rövid-, közép- és hosszútávú tételeire vonatkozó korlátozások feltérképezésével egy átfogó képet igyekszek adni a jüanconvertibilitás fázisairól és a tőkekorlátozások jelenlegi rendszeréről.

Tekintettel arra, hogy az elmúlt évek emelkedő volumenű deviza-beáramlása növekvő alkalmazkodási kényszert jelent a bankrendszer számára, a tőkekorlátozások vizsgálata mellett éppúgy szükség van a jelenlegi szabályozási környezet hatékonyságának mérésre is. Ha ugyanis az arbitrázs- és spekulatív jellegű tőkebefektetések a szabályok megkerülésével megtalálják a „csatornákat” az országba való be- és kiáramlásra, akkor Kína monetáris patthelyzete tovább súlyosbodhat. Mindezek fényében, az ötödik fejezetben a

tőkekorlátozások hatékonyságával foglalkozom. Látván azt, hogy Kína világgazdasági nyitottsága tovább nőtt az elmúlt tíz év során, gyanítható lehet, hogy a korlátozásokat kijátszó illegális tőke és a forrótőke áramlásának dinamikája nőtt. E feltételezésből kiindulva a fizetésimérleg egyes sorainak idősor-elemzésével olyan rendellenes tőkeáramlásokat keresek, amelyek nagy valószínűséggel a szabályokat kijátszó illegális tőkebefektetésekhez köthetőek. Ismertetve a Kínába beáramló deviza motivációit, a kettős külgazdasági többlet okait, az árfolyam-politika prioritásait, és a tőkekorlátozások jelenlegi rendszerét, gyanítható lehet, hogy Kína világgazdasági integrációja még tovább súlyosbította a monetáris politika patthelyzetét. Mindezek fényében a doktori értekezés hatodik fejezetében egy nagyobb terjedelmű részt szentelek a devizaintervenció melléktermékeként kialakuló jüan többletlikviditás semlegesítésének részletes bemutatására. A sterilizációs eszköztár és a sterilizációs gyakorlat időbeli alakulása mellett foglalkozom a sterilizációs politika hatékonyságának, valamint költségoldalának a kérdésével is. A monetáris hatóság mérlegének adatsorai segítségével abból a törvényszerűségéből indulok ki az elemzés során, miszerint a nettó hazai és nettó külföldi eszközállomány összege megegyezik a monetáris bázis nagyságrendjével. Kétfokozatú legkisebb négyzetek módszerét alkalmazva két strukturális egyenlet lineáris regresszió analízisével igyekszem megbecsülni a sterilizáció hatékonyságát a monetáris bázis, valamint a szélesebb értelemben vett monetáris kínálat szintjén. Azt vizsgálom, hogy a modellbe bevont makrováltozók az egyenlőségek egyidejű illesztése esetén milyen hatást gyakorolnak a nettó hazai és nettó külföldi eszközállományra. Az előbbi a monetáris politika reakciójának, az utóbbi pedig a jegybanki devizaeszköz-állomány változásának a függvénye. A magyarázó változók megválasztásánál arra törekszem, hogy olyan prediktív változókat válogassak be a modellbe, amelyek egyrészt hatással vannak a külföldi tőke áramlására, másrészt a monetáris politika döntéseinél is meghatározó momentummal bírnak. A becslés során várt, úgynevezett sterilizációs együttható azt hivatott mutatni, hogy a devizatartalékok egységnyi növekedése mekkora és milyen irányú változást eredményez a jegybank nettó hazai eszközállományában. Az elemzés során 1995–2010-es periódus negyedéves adataira támaszkodom és az elmúlt tizenöt év monetáris sterilizációjának hatékonyságát igyekszem számszerűsíteni.

A monetáris túlkínálat semlegesítésének hatékonysága mellett a másik vizsgálandó terület a sterilizáció költségterhe. A folyamat fenntarthatóságához ugyanis nem elegendő pusztán a valutatöbblet eredményes semlegesítése. Abban az esetben ugyanis, ha a sterilizáció növekvő költséggel jár a jegybank számára, az fenntarthatatlanná teszi az árfolyam hosszú távú védelmét. A hatodik fejezet második részében ezért költség-bevétel elemzéssel veszem górcső

alá, hogy a szakirodalomban sokszor veszteségesnek vélt dollárintervenciós–sterilizációs műveletek mekkora valós (explicit) terhet jelentenek a monetáris hatóságok számára. A kapott eredmények kapcsán ebben az esetben is számolni kell a becslésből és a közelítésből eredő bizonytalansággal. Tekintettel arra, hogy sem a kereskedelmi bankok jegybanki betétállományának kötelező– és szabadtartalék megoszlását, sem a jegybanki devizatartalékok összetételét nem ismerjük, a költség-haszon elemzés során szükség van egyszerűsítésre és egy alsó, illetve felső bevétel és költségsáv meghatározására.

A jelenlegi gazdaságpolitikai status quo fenntartása érdekében a jegybank folyamatos „készültségben” van. A rendszeres dollárintervenció és a sterilizációs műveletek állandó teljesítési kényszer alatt tartják a monetáris hatóságot, ami a növekvő devizabeáramlás, valamint a rövidtávú tőke kiáramlásának a szabályozása miatt szűkítheti a monetáris politika mozgásterét és a monetáris transzmisszió mechanizmusának érvényesülését. Mivel ismeretes, hogy a jegybankok számos nem piaci alapú (pl.: agresszív tartalékráta politika, *windows guidance*, hitelkontingensek, betéti- és hitelkamatláb szabályozás) eszközt is bevetnek a monetáris kínálat szabályozása érdekében, így felmerülhet a kérdés, hogy valóban a monetáris függetlenség elvesztésével (gyengülésével) jár-e a monetáris sterilizáció kényszere? E kérdés vizsgálatával az utolsó, hetedik fejezetben foglalkozok részletesen. A kutatás során számszerűsítem a monetáris trilemma egyes változóinak értékeit Kína esetében, amiből következtetéseket próbálok levonni a trilemmából eredő gazdaságpolitikai kötöttségekkel kapcsolatban. Részletes szakirodalmi áttekintést adok a monetáris függetlenség, az árfolyamrögzítés és a pénzügyi nyitottságot mérő mutató számszerűsítésének eddig ismert módszertani háttéréről, majd bemutatom az általam választott mérési technikát. Míg az árfolyamstabilitás méréséhez az USD/CNY átlagos havi árfolyamok éves standardizált eltérését veszem górcső alá, addig a monetáris függetlenség esetében az amerikai pénzpiac és a kínai pénzpiac (*Chibor*) három hónapos kamatlábjának korrelációját vizsgálom éves bontásban. A pénzügyi nyitottság indexének kialakítása azonban már problémásabb lehet, hiszen a devizaáramlás volumenének a gazdaság kibocsátásához képesti arányát mutató indexe a rendkívül gyors kínai gazdasági expanzió miatt nem mutat növekedést Kína esetében. Éppen ezért a hatóságok *de facto* és *de jure* szabályozói szándékát is célszerű megjeleníteni ebben a mutatóban.

Mindent egybevetve, a disszertáció során a külföldi tőkebeáramlás Kínára gyakorolt közvetlen és közvetett hatásainak, valamint az általa kiváltott intézkedések egyes részfolyamatainak bemutatására vállalkozom. A tőkebeáramlás motivációjától, a jegybanki deviza-felhalmozáson át eljutunk egészen a monetáris sterilizációig és a függetlenség

kérdésig. A kutatás célja, hogy egyrészt rámutassak azokra a monetáris folyamatokra, amelyek miatt jogosan merülhet fel Kína felelőssége a globális pénzügyi egyensúlytalanságok kapcsán, másrészt pedig olyan javaslatokat fogalmazzak meg, amelyek feltételezésem szerint csökkenthetik a nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanságokból eredő feszültségeket.

1. A globális pénzügyi egyensúlytalanságok, avagy napjaink monetáris rendszerének elsőszámú problémája

A Bretton-Woods-i rendszer összeomlását követően a világgazdaság pénzügyi rendszerét számos kisebb-nagyobb, regionális és globális terjedelmű válság rázta meg. Mindegyik krízis közös jellemzője az építő rombolás volt. Az elégtelen módon szabályozott piaci folyamatok, a rosszul megválasztott gazdaságpolitikai célok és eszközök, továbbá a nemzetközi tőkeáramlásban veszélyt nem látó téves nézetek a válság során háttérbe szorultak. E folyamatos gazdasági megújulás biztosította a 20. század világgazdaságának dinamikus fejlődését.

Napjaink világgazdaságát is hasonló, bár struktúrájában egy teljesen új veszély fenyegeti. A fejlett és feltörekvő gazdaságok között kialakult és egyre fokozódó kereskedelmi és pénzügyi aránytalanság fenntarthatatlan folyamatok kialakulását eredményezte. Habár a pénzügyi egyensúlytalanság, mint definíció nem ismeretlen fogalom a gazdaságtörténelemben, az ázsiai „oroszlán”, azaz Kína megjelenésével egy teljesen új értelmet nyert.

Globális pénzügyi egyensúlytalanság alatt azt az állapotot értjük, amikor a következő folyamatok egyidejűleg figyelhetők meg világgazdaságunkban: (1) az Egyesült Államok növekvő folyó fizetési mérleghiánya, amely a fejlődő, feltörekvő országok folyó fizetési mérlegtöbbleteivel áll szemben; (2) az amerikai pénzügyi eszközök, különösképpen az államkötvények feltörekvő országok jegybankjai által történő felhalmozódása; (3) az Egyesült Államok rendkívül magas nemzetgazdasági fogyasztása és kritikusan alacsony megtakarítása; (4) a feltörekvő országok magas beruházási rátáját is meghaladó megtakarítási rátája; (5) a feltörekvő valuták de facto vagy de jure dollárhoz való rögzítése; végül pedig (6) a korábbi korszakokhoz és a reálgazdasághoz képest többszörösére növekedett likviditás és spekuláció. Korunk pénzügyi egyensúlytalansága abban különbözik a korábbi évtizedek során megfigyelt aránytalan tőkeáramlási rendszerektől, hogy a feltörekvő országok részéről egyre inkább egyetlen gazdaság kezd dominálni. Úgy tűnik, Kína válik az Egyesült Államok gazdaságának legnagyobb ellenpólusává.

Kína bámulatos ütemű gazdasági felzárkózásának kulcsa az elmúlt három évtized kereskedelmi expanziójában keresendő, amely során átlagosan kétszer akkora növekedést produkált – évi 15%-ot –, mint a világgazdaság többi szereplője. Ez idő alatt az ország gazdasága is rekord ütemben, átlagosan évi 10%-ot meghaladó mértékben bővült, amely a

Teng Hsziao-ping² által 1978-ban meghirdetett és elindított „reform és nyitás” politikájának sikerét koronázza. Teng vezetésével, aki a „kínai típusú szocializmus” és a „szocialista piacgazdaság” alapjainak megteremtője, napjainkra Kína a világ leggyorsabban és legdinamikusabban fejlődő gazdaságává vált, úgy, hogy a Kínai Kommunista Párt (KKP) kizárólagos hegemoniája mindvégig töretlen tudott maradni.³

Az ezredfordulóval lezáródó sikeres WTO csatlakozási tárgyalásokat követően Kína exportnövekedésének üteme – egyre jelentősebben felülmúlva az importkereslet emelkedését – még magasabb fokozatba kapcsol, aminek eredményeként az évtized második felére gigantikus folyó fizetési mérlegtöbblet alakult ki. E rekord volumenben felhalmozódó folyó fizetési aktívum vált a globális pénzügyi egyensúlytanságok egyik sarokkövévé. A hatalmasra duzzadt kínai többlet ugyanis az egyik legnagyobb kereskedelmi partnerének, az Egyesült Államoknak a rendkívül magas folyó fizetési mérleghiányával szemben jött létre. Részben e kereskedelmi aszimmetriára vezethető vissza a külforgalomra termelő amerikai iparágak – kiemeltképpen a feldolgozóipar – csökkenő foglalkoztatása. Mindezen folyamatok eredményeként 2003 óta egyre intenzívebb tudományos vita és diplomáciai szócsata bontakozik ki a közgazdászok, valamint a politikai döntéshozók táborai között. A fókuszpontban Kína gazdaságpolitikája, azon belül pedig árfolyam-politikája áll. Mindannyian arra keresik a választ, hogy mekkora felelősség terheli Kínát a globális pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásáért, továbbá arra, hogy a jüan milyen mértékben alulértékelt az amerikai dollárral szemben.

1.1. Kína és az Egyesült Államok gazdasági szimbiózisa

Kína és az Egyesült Államok kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatrendszerében kialakult kölcsönös függőségi viszony minkét fél számára kényelmes és prosperáló megoldást jelentett a 21. század első évtizedében. E gazdasági szimbiózis akként képzelhető el, mint egy motorkerékpár, melynek vezetője az amerikai fogyasztó, motorja pedig a kínai munkás. E sikeres „együttműködés” tette Kína számára lehetővé, hogy gazdasága 2000 és 2008 között

² Teng Hsziao-ping (angolul: *Deng Xiaoping*) számtalan poszt betöltése mellett a Kínai Kommunista Párt főtitkára, majd a Kínai Népköztársaság államelnöke volt. 1989-ben lemondott minden vezető tisztségéről, majd 1992-ben végérvényesen visszavonult a politikából. 1997-ben bekövetkezett haláláig azonban továbbra is úgy tekintettek rá, mint a nép legfőbb vezérére.

³ A „szocialista piacgazdaság” kifejezés nem egy közgazdasági terminus technikus. A szófordulat Teng-Hsziao-pingtől származik, aki egy olyan hibrid gazdasági rendszert vizionált Kína számára, amelyben egyszerre ötvözik a piacgazdaság és a szocializmus jegyeit. E megnevezés tipikusan a duális gazdaságra utal, ahol az állami jelenlét mellett fokozatosan teret engednek a piac erőinek, úgy, hogy mindeközben az állam szerepvállalása tartósan fennmarad.

megnégyszereződjön, kereskedelme megötszöröződjön, új munkahelyek milliója jöjjön létre – a zöldmezős külföldi beruházások révén –, valamint fejlett nyugati technológiák és vállalatirányítási rendszerismeretre tehessenek szert. Mindez idő alatt az Egyesült Államok magánszektora – valamint kormányzata is – többet tudott fogyasztani, kevesebbet tartalékolni, miközben a stabil gazdasági abszorpció kiegyensúlyozott növekedést biztosított a világ elsőszámú piacgazdasága számára. E különös bilaterális kapcsolatrendszer az egész világgazdaság szempontjából pozitív externália volt, hiszen a globalizálódó kereskedelmi kapcsolatok tükrében a legtöbb ország kivette a részét a globális növekedésből. Ez a makrogazdaságilag rendkívül stabil időszak, amely az 1990-es évektől egészen a 2007-es amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság kirobbanásáig tartott, a „nagy mérséklődés” (angolul: *Great Moderation*) korakén vonult be a szakirodalomban.⁴

A két ország gazdasági „együttélése”, amely a globális pénzügyi egyensúlytalanság tagadhatatlan eredője, valójában egy olyan szükséges rossz, amely fenntarthatósága egyre gyakrabban megkérdőjeleződik. A 2008-2009-es pénzügyi világválság – amely a szimbiózis során kifejlődött rendszerszintű kockázatokat a felszínre emelte – volt az első komoly intő jel. Mindez pedig rávilágított a dollár-alapú rendszer gyenge pontjaira, az egypólusú világrendszer fenntarthatatlanságára és a multinacionális pénzügyi szervezetek, így a Nemzetközi Valutalap reformjának szükségességére. Csáki György (2009) szerint az elmúlt évtized során a „globális pénzügyi egyensúlytalanság volt a világgazdaságság egyik legnagyobb kockázata. A dollárral szemben kialakult végtelen bizalom azonban megakadályozta, hogy az egyensúlytalanság pénzügyi válságként törjön a felszínre.” Nem szabad azonban megfeledkezni arról, hogy e szoros „pénzügyi házasság” – amit Ferguson (2009) terminológiája alapján *Chimerikanak*, magyarul Kínamerikának is neveznek – az ezredfordulót követően lehetővé tette mindkét gazdaság, sőt áttételesen az egész világgazdaság számára, hogy egy rendkívül stabil, turbulenciáktól mentes makrokörnyezetben haladjon gyors ütemben előre a gazdaság „világsztrádáján”.

A jelenlegi tartalékvaluta-rendszer gyengeségeinek egyre nyilvánvalóbb mivolta, a likviditás

⁴ A gazdasági volatilitás ilyen mértékű mérséklődése az üzleti ciklusokból, valamint a globális tőkeáramlások hektikusságából eredő kockázatokat és költségeket a töredékére csökkentette. E periódust, amely „*Great Moderation*” néven vált ismertté a szakirodalomban (a terminológia eredetileg *James Stock* harvardi közgazdászról származik), a költséges üzleti ciklusok végének tekintették. Az Egyesült Államok pénzügyi közvetítőrendszerének kiemelkedő szerepe azt a téves látszatot keltette, hogy e folyamat – amely a globális pénzügyi egyensúlytalanságok eredője is egyben – fenntartható marad. Mindezek eredményeként és a magánszektor térnyerése érdekében tovább lazítottak a pénz- és tőkepiaci szabályozáson. Ez utóbbiak miatt azonban olyannyira átláthatatlanná vált a pénzügyi piacok világméreteket öltő kaotikus rendszere, ami végül annak összeomlását eredményezte 2008-ban.

fékezhetetlen bősége⁵, valamint a globális felügyeleti–szabályozási rendszer hiányosságai azonban rávilágítanak e „házasság” árnyoldalaira. Kína a „dollár csapdjába” esett, mint azt Krugman (2009) nagyon találóan megfogalmazta a *The New York Times* hasábjain. E „pénzügyi terror által kialakított egyensúlyi helyzetben” pedig mindegyik szereplő a kemény landolás (*hard landing*), azaz a világgazdaság mélyrepülésének elkerülésében érdekelt (Summers, 2004). A világgazdaság motorját egyrészt az amerikai fogyasztás, másik részről pedig a kínai termelés és megtakarítás működtette. E kapcsolatrendszer egy olyan félig optimális egyensúlyi állapotot hozott létre, amely kényszerhelyzetet szült mindkét fél számára. Abban az esetben, ha Kína felfüggesztené az amerikai államkötvények vásárlását, vagy netán tömegesen likvidálni kezdené a meglévő államkötvény-állományát – amelyre a hivatalos kínai nyilatkozatok szerint nincs reális esély –, az beláthatatlan következményekkel, példának okáért a dollár drasztikus leértékelődésével, negatív vagyonhatással, a geopolitikai erőegyensúlyok átrendeződésével, a nemzetközi tőkeáramlás felborulásával, valamint a globális árszínvonal elszabadulásával járna.

Mint, ahogyan a legtöbb házasság esetében, ahol az egyik fél takarékos, a másik pedig pazarló, a konfliktus kialakulása elkerülhetetlen. Így történt ez KínAmerika esetében is. Korunk gazdasági világválsága feltételezhetően az első jele volt annak, hogy a felek „válni” készülnek. KínAmerika az új pénzügyi innovációk, valamint az egyre dereguláltabb pénzügyi piacok árnyékában óriási hitel- és eszközár buborékok kialakulását eredményezte. Az amerikai hitelválság szökőár formájában terjedt szét az egész világ pénzügyi rendszerében, elindítva egy már 4 éve tartó világgazdasági depressziót, amelyben a Bretton-Woods-i rendszer felbomlása óta nem látott volatilitás és feszültségek generálódtak. Mindezek fényében belátható, hogy a „nagy mérséklődés” kora csak a vihar előtti hosszú csend volt, ami Amerika és Kína gazdasági kapcsolatrendszerének fülvizsgálatát teszi szükségessé.

Mindazonáltal a 2010 és 2011-es év eddigi tapasztalatai alapján mégis úgy tűnik: minden a régi kerékvágásban folytatódik tovább. Kína devizatartaléka és nemzetgazdasági szintű megtakarítása tovább növekszik, a jüan dollárárfolyama pedig továbbra is szigorú monetáris

⁵ A Keynes által fémjelzett „likviditási csapdába” került országok esetében a zéró vagy ahhoz közeli nominális kamatlábak további csökkentésére nincs lehetőség. Ezen oknál fogva a fejlett gazdaságok a recesszió és gazdasági stagnálás problémáját mennyiségi lazítással (*quantitative easing*) igyekeznek orvosolni, amely során mértéktelen mennyiségű pénzt pumpálnak gazdaságaikba. Az amerikai FED 2008 utolsó hónapjaiban egy közel 800 milliárd, 2011 nyarán pedig egy kb. 600 milliárd dolláros többletlikviditással igyekezett támaszt nyújtani a gazdaság növekedésének – egyelőre úgy tűnik nem nagy sikerekkel, hiszen kilátásba helyeztek egy harmadik stimulus-csomagot is. A monetáris kínálat ilyen mértékű expanziója azon kívül, hogy újabb feszültségek – eszközár lufi, jövőben gyorsuló infláció, magasabb piaci volatilitás – eszkalálódását idézheti elő, gyöngíti a dollár kulcsvaluta pozícióját, és alapjaiban kérdőjelezi meg a jelenlegi egypólusú globális fizetési rendszer fenntarthatóságát.

kézi vezérlés alatt áll. Másik oldalon pedig az amerikai honatyák továbbra sem hajlandóak lemondani az olcsó külső finanszírozás lehetőségéről, valamint vonakodnak büntetővámokkal sújtani a kínai importot.

Úgy tűnik tehát, hogy a probléma bilaterális megoldásának nemigen van realitása. A feszültség feloldása véleményem szerint csakis multilaterális módon képzelhető el, amely során a nemzetközi szervezetek (IMF, WTO) bevonására is feltétlen szükség van. Cline (2005) úgy látja, az 1985-ös Plaza megállapodáshoz hasonló árfolyam-egyezményre lenne szükség („*Plaza II*”), de vannak olyanok is, akik a nemzetközi intézmények jogosítványát szélesítenék ki a helyzet orvoslásának érdekében (Levy, 2010).

1.2. Az ázsiai „oroszlán” színrelépése

Kína felemelkedését az exportban, valamint a külföldi működőtőke által „importált” modernizációban látta meg Ven Csia-pao, valamint Zhu Rongji⁶ az 1990-es évek elején. Mindehhez jó példaként szolgált a kelet-ázsiai gazdaságok, így Japán, Dél-Korea és Tajvan export-vezérelt gazdasági felzárkózásának sikeres modellje. Miután pozitív fogadtatásra talált javaslatuk a pekingi vezetés körében, az 1990-es évek második felétől megkezdődött az addig majdnem teljesen izolált gazdaság külföldi nyitása. Az 1994-es árfolyam-egyesítés, a társasági törvény elfogadása, a működőtőke számára teremtett kedvező befektetői klíma a reform és nyitás politikájának programját rendkívül rövid idő alatt gyümölcsözővé tették. A dinamikus reformintézkedések eredményeként a nagy multinacionális vállalatok egymás után jelentek meg Kínában. A 2001-es WTO csatlakozással egyidejűleg pedig szabaddá vált az út az ország komparatív előnyeinek korlátlan kihasználása előtt. Az exportkivitel exponenciális növekedésével párhuzamosan az említett előnyök megőrzése érdekében Kína monetáris hatósága azonban állandó jelleggel beavatkozott – és mind a mai napig beavatkozik – a devizapiacon. Az intervenció a júanár-folyam erősödésének – így az exportkivitel visszaesésének – megakadályozását, valamint a nemzetközi turbulenciák ellen biztonságot nyújtó devizatartalék felhalmozást szolgálja. Az 1997-1998-as ázsiai válság negatív tapasztalatai a kommunista pártvezetés részéről olyan deviza-felhalmozási „kényszert” eredményezett, amely okán a fékek és ellensúlyok rendszerbe való beépítésére nem került sor (Obstfeld et al., 2009). Mindezek fényében kettős egyensúlytalanság alakult ki Kína és Amerika kapcsolatrendszerében: egyrészt a kereskedelemben, másrészt pedig a pénzügyi

⁶ Míg Zhu Rongji 1998 és 2003 között, addig Ven Csia-pao (*Wen Jiabao*) 2003 óta Kína miniszterelnöke.

elszámolások tekintetében. Nemes egyszerűséggel azt mondhatjuk, hogy a kínai állam finanszírozta az amerikai gazdaság emelkedő fogyasztását, közvetetten pedig az amerikai gazdaságának növekedését – amely így a Kína exportteljesítményét is tovább katalizálta. A fenti folyamatok eredményeként 2011 szeptemberére Kína jegybankjának devizaállománya az ország kibocsátásának közel 50%-ra, 3217 milliárd dollárra gyarapodott! Ferguson et al. (2009) úgy látja, hogy egy ilyen drasztikus és folyamatos devizaintervenciónak, valamint Kína heves világgazdasági integrációja által keltett reálgazdasági sokknak a tőke-munka arány általános csökkenését, valamint a nemzetközi kamatlábak növekedését kellett volna eredményeznie. Ennek azonban éppen az ellentettje volt megfigyelhető az elmúlt évtized során: mind rövid, mind pedig hosszútávon csökkentek a hozamok.

Az amerikai FED jelenlegi elnöke, Ben Bernanke (2005) szerint a globális hozamok hosszútávú szintjének csökkenése, valamint az Egyesült Államok eladósodása a feltörekvő piacokon tapasztalt intenzív dollártartalék-felhalmozásra vezethető vissza. Az alacsony kamatlábak – és így a kedvező hitelkonstrukciók – pedig a lehetőségeiket meghaladó fogyasztásra ösztönözték az amerikai magánszektor, ami a megtakarítás–beruházási olló nagymértékű torzulását eredményezte (az utóbbi javára). Másrészt pedig magasabb hozamú – és nagyobb kockázatú – befektetési formák felkutatását, valamint új típusú, adósságot értékpapírosító eszközök létrehozását indukálta, ami a pénzügyi kockázatok újraárazását és a rendszerben rejlő kockázatok látszólagos csökkentését eredményezte.

Mindazonáltal a 2008-2009-es globális pénzügyi összeomlás hátterében jóval több tényező áll, mint az Bernanke előbbieken bemutatott globális bőség elméletéből (*global savings glut*) következik. Kína és az Egyesült Államok között kialakult pénzügyi aránytalanság okainak számbavétele során a fogyasztói társadalom külső forrásból finanszírozott vásárlási, valamint felelőtlen megtakarítási szokásait szokták felhozni az USA rovására. Tévedés lenne azonban csupán a magánszektor okolni a problémák elszaporodásáért. Az ország gazdaságpolitikai gyakorlata ugyanis éppúgy bűnös a piacok *irracionális túlburjánzásának* kialakulásában. Az amerikai szövetségi jegybank a „dot.com” lufi kidurranás után szemet hunyt az eszközárak végelláthatatlan szárnyalása felett. Alan Greenspan, a jegybank akkori első embere – akitől az elhíresült irracionális túlburjánzás szó is ered – tudatában volt a probléma létezésének, mégsem tett semmit. A két és fél éven át rekord alacsonyan tartott jegybanki alapkamat olyan beruházási és vásárlási hullámot (a lakosság tőkeáttételeződését), valamint eszközár boomot eredményezett, amit már a drasztikus monetáris szigorítás sem tudott lehűteni. Az amerikai Kongresszus is vétett, amikor szakadatlanul támogatta a saját tulajdonú ingatlanok vásárlását, miközben nem voltak tekintettel a lakosság törlesztési képességére – pontosabban annak

hiányára. Végül pedig a Bush-adminisztráció is éppúgy hibáztatható, hiszen mind a Kincstár, mind pedig a felügyeleti és szabályozó hatóságok alulbecsülték a rendszerben rejlő és az új pénzügyi innovációk által generált szisztematikus kockázatokat.

A gazdasági katasztrófa bekövetkezésében pedig ezen felül éppúgy szerepet játszott a hatékony tőkepiacok elméletére épülő egyre lazább globális szabályozási rendszer, a fejlett gazdaságok bankmenedzsereinek rövidtávú profit- és bónuszvadász szemléletmódja, az eladósodásban veszélyt egyáltalán nem látó nyugati fogyasztói társadalmak, valamint az ingatlanpiaci eszközökre épülő pénzügyi innovációk sokaságának megjelenése.

Mindezekért természetesen Kína gazdaságpolitikája nem hibáztatható, habár tagadhatatlan, hogy a tragédia előestéjére kialakult helyzetért, és a kettős külgazdasági többletért Kína felelőssége is felmerül. Mivel azonban a disszertáció fókusza nem a pénzügyi válság mögöttes okainak feltárása, a témakörrel kapcsolatban bővebb elemzést Bánfi Tamás et al. (2011) és Móczár József (2011) tanulmányában olvashatunk.

A dolgozat során kizárólag Kína gazdaságpolitikai berendezkedésével, azon belül is a monetáris politika működésével foglalkozom. Mindezt teszem úgy, hogy mindeközben rávilágítok a globális pénzügyi egyensúlytalanságokban rejlő feszültségeket katalizáló folyamatokra.

2. Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete

A pénzügyi egyensúlytalanságokkal foglalkozó elemzések többnyire a Kína és az Egyesült Államok között kialakult folyó fizetésimérleg aránytalanságokat, illetve ennek legfőbb tényezőjét, a kereskedelmi mérleget vizsgálják. Véleményem szerint a két ország bilaterális tökeműveleteinek górcső alá vétele azonban legalább annyira fontos, mint a kereskedelmi kapcsolatok vizsgálata. Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete egy olyan ellentmondásos állapot, amely során a folyó fizetési mérleg többletét a tőkemérleg ugyancsak többlete nem képes kiegyensúlyozni. Ehelyett egy harmadik tényező, a jegybanki tartalékfelhalmozás teremti meg a „kvázi” egyensúlyt, amely mint ismeretes a globális pénzügyi feszültségek egyik kiváltó oka.

Általánosságban kijelenthető, hogyha egy gazdaság a folyó fizetési tranzakciók tekintetében hiányt termel, akkor a deficitet a nettó külföldi tőke beáramlása finanszírozza. Ellenkező esetben, ha a folyó fizetésimérleg mutat többletet, akkor az export-devizabevétel importra és devizatartalék felhalmozására nem fordított része áramlik ki az országból, hiányt generálva a tőkejellegű áramlások egyenlegében. Kína esetében azonban mind a folyó fizetési mérleg, mind pedig a tőkemérleg többletet mutat, amely szokatlan és mondhatni ellenkezik a konvencionális nézetekkel.

Mindezek fényében azt vizsgálom, hogy melyek voltak azok a tényezők az ezredfordulót követően, amelyek okán Kína mindkét fizetési mérlegegyenlegén növekvő többletet halmozott fel, azaz, hogyan lett képes az „ázsiai oroszlán” egyszerre masszív exportórré és a külföldi tőke nettó célországává válni.

Annak érdekében, hogy a beáramló külföldi tőke devizakonverziója ne járjon valutaerősödéssel, Kína jegybankja, a Kínai Népi Bank (*People's Bank of China*, továbbiakban: PBC) rendszeres dollárvásárlóként jelenik meg a belföldi devizapiacon.

A PBC a jüanáfolyam menedzselése érdekében az elmúlt három esztendőben napi szinten – évi 250 kereskedési napot feltételezve – átlagosan 1,9 milliárd dollárt (havi szinten átlagosan 40 milliárd dollárt) vásárolt a shanghai devizapiacon renminbi⁷ ellenében, aminek eredményeképpen 2007 decembere óta megduplázódott devizatartalék-állománya.⁸

⁷ A renminbi a kínai valuta hivatalos elnevezése, míg a jüan a valuta a kínai köznyelvben használt egysége.

⁸ A dolgozat adatgyűjtésének lezárásakor, 2011. szeptember 30-án, a jegybanki devizatartalék egy év alatt 21,2%-al, 3217 milliárd dollárra gyarapodott. Ez forintban számolva nagyjából hatszázezermilliárdnak felel meg!

E devizaállomány jelentős részét a jegybank amerikai államkötvény-vásárlásra fordítja,⁹ amivel egyrészt tovább növeli közvetetten a világ legnagyobb adósának, az Egyesült Államoknak a folyó fizetési mérleghiányát és adósságát, másrészt pedig tovább fokozza az amerikai gazdaság Kína tőkeexportjától való függőségét.¹⁰ Mindezek fényében a kettős külgazdasági többlet eredményeként kialakult egyensúlytalanság – a hatalmas folyó fizetési mérlegtöbblet, a tőkemérleg többlet és a jegybanki devizaállomány felhalmozódása – egy súlyos hatású tény a globális világgazdaság egészére nézve.

2.1. Kína és az Egyesült Államok kereskedelmi egyensúlytalansága

Az 1. táblázat Kína és az USA folyó fizetési mérlegének és egyes tételeinek az egyenlegét mutatja a 2010-es évre, amerikai dollárban, a GDP százalékában, továbbá a másik ország hozzájárulásának arányában.

1. táblázat
Áruk és szolgáltatások exportja és importja 2010-ben

<i>(milliárd dollárban)</i>	Kína	% GDP	U.S. része	egész %-ban	USA	% GDP	Kína része	egész %-ban
Folyó fizetési mérleg	305,4	5,20%	300,3	98,33%	-470,9	-3,23%	-300,3	63,77%
Áruk és szolgáltatások exportja	1752,6	29,81%	376	21,45%	1837,5	12,60%	114,2	6,21%
Áruk és szolgáltatások importja	1520,5	25,87%	114,2	7,51%	2337,6	16,03%	376	16,08%

Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis, World Bank

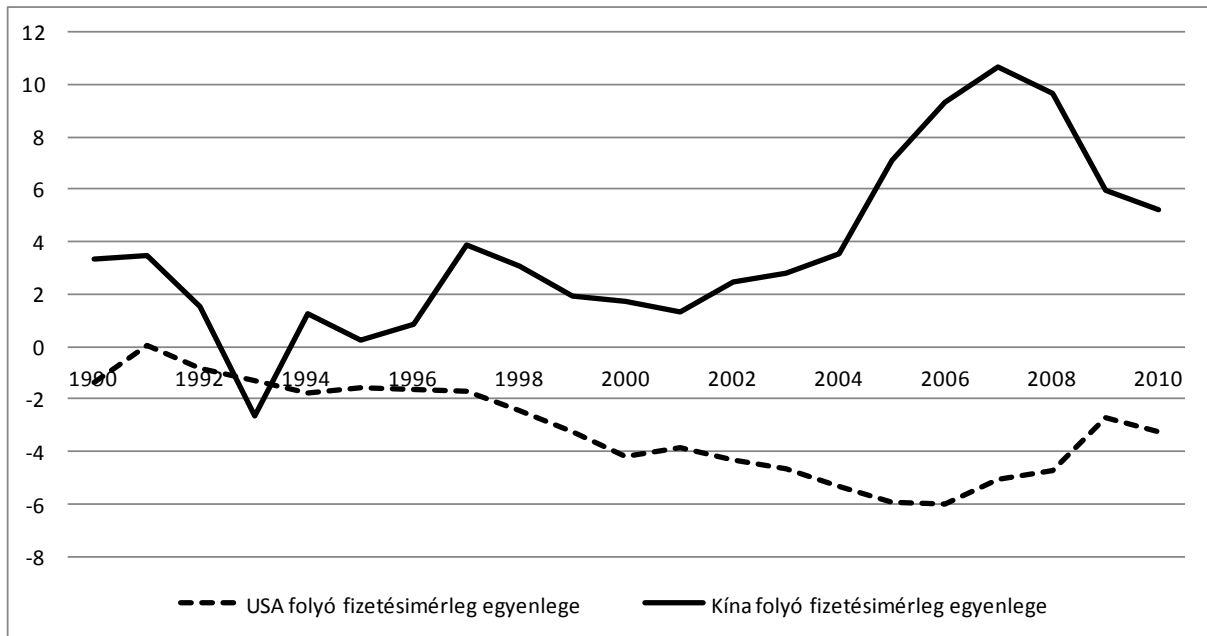
Kína folyó fizetési mérlegtöbblete a GDP arányait tekintve a világon az egyik legmagasabb. Míg az áruk és szolgáltatások importja a GDP 25,87%-át érte el, addig az export súlya még nagyobbra, közel 30%-ra gyarapodott 2010-ben. Mindezek ismeretében megállapítható, hogy a kereskedelmi kapcsolatok tekintetében Kína egy rendkívül nyitott gazdaság. Habár az USA külkereskedelmi nyitottsága az amerikai gazdaság kibocsátásának arányában látszólag alacsonynak tűnhet, világgazdasági jelentősége a külkereskedelem volumenének fényében azonban még így is óriási! Az 1. táblázat első során látható, hogy az Egyesült Államok folyó fizetési mérleghiánya 2010-ben 470,9 milliárd dollárral a GDP 3,23%-ára rúgott, ami a rekordnagyságú 800 milliárd dolláros (2006-ban) deficithez képest jelentős csökkenést

⁹ Azáltal, hogy Kína monetáris hatósága az Egyesült Államok Államkincstára által kibocsátott teljes államkötvény állomány több mint 25%-át birtokolja (2011. szeptemberi adat), valamint rendszeres államkötvény vásárlóként jelenik meg az amerikai kötvénypiacon, tovább súlyosbítja az USA ikerdeficit problémáját.

¹⁰ Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy a két ország között kialakult pénzügyi egyensúlytalanság nem vezethető egyértelműen vissza pusztán a kínai tőkeexport *toló hatására*, avagy az amerikai gazdaság külső finanszírozási igényére (*húzó hatás*). Az egyik hatás a másik hatás hiányában ugyanis nem érvényesülhetett volna.

jelent.¹¹A későbbiek során azonban látni fogjuk, hogy a Kínával szemben kialakult hiány ennek ellenére nem mérséklődött!

1. ábra
Kína és az USA folyó fizetési mérlegének alakulása a GDP százalékában, 1990–2010



Forrás: World Bank

A folyó fizetési mérlegek 1. ábrán látható tükörszerű mozgása a két gazdaság között fennálló egyensúlytalanság tagadhatatlan bizonyítéka. Amerika részéről az utóbbi időben olyan kritikák kapnak egyre erőteljesebb hangot, miszerint az Egyesült Államok növekvő hiányának elsődleges forrása Kína jelenlegi árfolyam- és kereskedelem-politikájában keresendő. Véleményük szerint a kedvező kínai termelési tényezőáraknak és a mesterségesen gyenge jüanárfolyamnak köszönhetően növekszik Amerika kereslete a kínai exporttermékek iránt, míg a másik oldalon a kínai árakkal versenyképtelen amerikai áruból arányaiban sokkal kisebb volumenben exportálnak Kínába. Ezt támasztják alá az 1. táblázat adatai is, amely szerint Kína teljes exportjának 21,5%-a irányult az Egyesült Államokba 2010-ben, míg az onnan importált termékek és szolgáltatások az összes importnak csupán a 7,5%-át adták. A növekvő kereskedelmi aránytalanság eredményeként – ami az elmúlt 10 év során fokozatosan emelkedett – Kínában soha nem látott volumenű jegybanki tartalékállomány halmozódott fel. A beáramló dolláreszköz-állomány jelentős hányada amerikai államkötvényekbe került befektetésre ahelyett, hogy lehetővé tették volna a jüan dollárral szembeni felértékelődését –

¹¹ A csökkenés elsődleges oka a gazdasági recesszió okozta globális piacsűkülésben keresendő. A folyó fizetési mérleghiány 2006-os 6%-os GDP aránya 2009-re 2,7%-ra mérséklődött, amely azonban 2010-ben, valamint napjainkban újra emelkedő tendenciát mutat.

ami feltétezetően¹² mérsékelte volna Kína exporttöbbletét, enyhítve a folyó elszámolásokban kialakult feszültségeken. Mindez azonban csak a probléma egyik fele. A két gazdaság között kialakult egyensúlytalanság forrása nem csupán a kereskedelmi aránytalanságokban azonosítható. Az érem másik oldalán a bilaterális tőkemozgások és egyéb makroökonómiai (pl.: hozam és inflációs eltérés, megtakarítási és beruházási szokások) változók állnak.

2.2. Kína és az Egyesült Államok tőkemérlegének egyensúlytalansága

A tankönyvi példák szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege a tőkemérleg tükörképeként jelenik meg (modellszerű eset). Historikus adatok fényében úgy tűnik, hogy e képlet az Egyesült Államok esetében érvényesülni látszik, hiszen a folyó fizetési mérleg hiányát a tőkemérleg aktívuma hozza valamelyest egyensúlyba.¹³

Kína esetében azonban egy „rejtéllyel” állunk szemben, hiszen a mérleg mindkét oldalán (folyó fizetési mérleg: +5,20%, tőkemérleg: +3,76%) pozitív szaldót figyelhetünk meg (5. ábra). A 2. táblázat utolsó sora Kína jegybanki tartalékainak 2010-es évi változását szemlélteti. E tétel (448,2 milliárd dollár) azért kap különösen nagy figyelmet, mert Kína folyó fizetési és tőkemérlegének sorai között e mérlegtétel teremti meg az „egyensúlyt”.

2. táblázat
Tőkeáramok, folyó fizetési mérleg és változás Kína hivatalos jegybanki tartalékában 2010-ben

(milliárd dollárban)	Kína	% GDP	U.S. része	egész %-ban	U.S.	% GDP	Kína része	egész %-ban
Tőkebeáramlás	405,5	6,90%	-18,9	-4,66%	1245,7*	8,54%	319,3**	25,60%
Tőkekiáramlás	184,4	3,14%	319,3**		1050,2	7,20%	-18,9	-1,80%
Tőkemérleg	221,1***	3,76%	338,2**		195,5	1,34%	338,2**	
Folyó fizetési mérleg egyenlege	305,4	5,20%			-470,9	-3,23%	-300,3	63,77%
Változás a jegybanki tartalékokban	448,2	7,62%						

Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis, SAFE, World Bank, PBC

Megjegyzések:

* A 750 milliárd dolláros külföldiek – abból 489 milliárd külföldi jegybankok - által birtokolt amerikai államkötvény-állomány növekményt tartalmazza

** Kínából az Egyesült Államokba áramló tőke esetén a +199,1 milliárd dolláros tévedések és kihagyások során lévő tétel is itt kerül kimutatásra

*** A 448,2 milliárd dolláros tartaléknövekmény e a soron nem kerül kimutatásra, hiszen ez a tétel (plusz a tévedések és kihagyások sora) teremti meg a folyó fizetési- és tőkemérleg összhangját.

Az amerikai államkincstár adatai szerint nettó 265,3 milliárd dollárral nőtt Kína tulajdonában lévő amerikai állampapírok volumene 2010-ben. Ez a 448,2 milliárdos deviza-tartaléknövekmény 59,2%-a!

¹² Lényeges kiemelni, hogy a valutaerősödés folyó fizetési mérlegtöbbletet csökkentő hatása nem automatikus és nem annyira magától értetődő. Az export importhányada, a gazdaság fejlettségi szintje, a tőkeallokációban történő változások mind hatással vannak az export teljesítményére, így a folyó elszámolások egyenlegére.

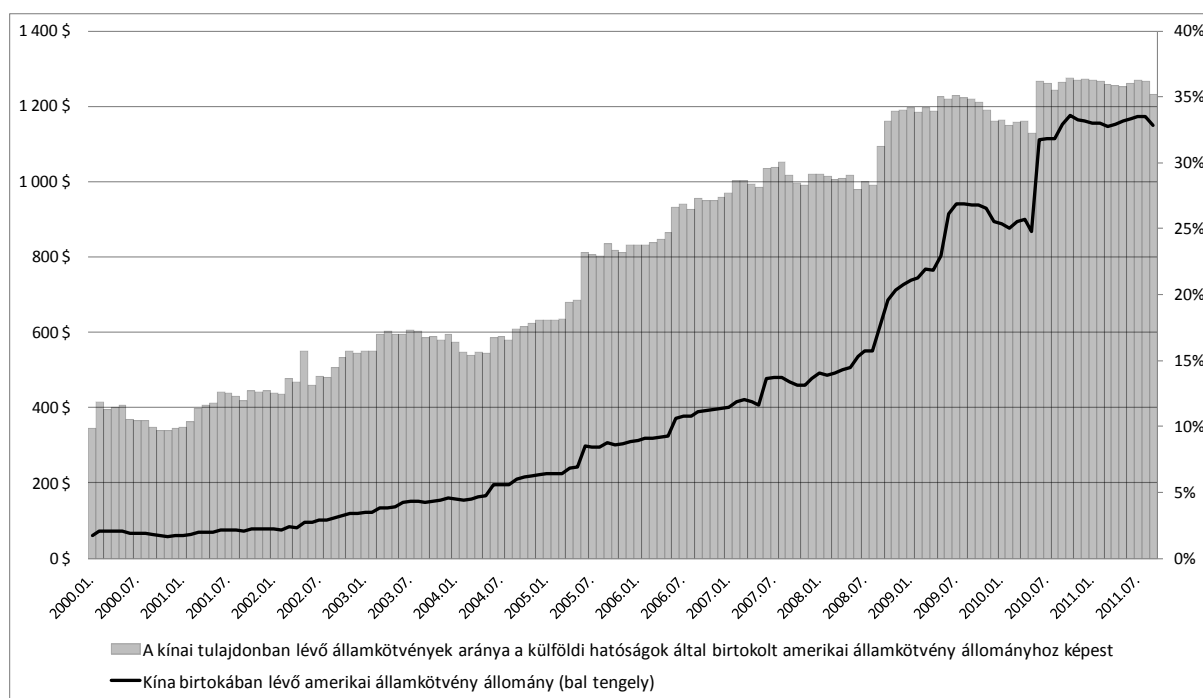
¹³ A tévedések és kihagyások tételétől eltekintve.

Az Egyesült Államok gazdaságába áramló külföldi tőke összetételén belül szokatlanul magas hányadot képvisel az államadósságot finanszírozó források volumene. A beáramló tőke 60%-a volt állampapír befektetés 2010-ben, aminek 65%-a jegybanki devizatartalék-felhalmozáshoz köthető. Míg 2000-ben az ázsiai gazdaságok – azon belül pedig döntőrészt Kína – által eszközölt államkötvény-vásárlások a teljes külföldi amerikai államkötvény-kereslet 55%-át adták, addig ez az arány az évtized végére 80 % fölé emelkedett!

A fentieket fényben kijelenthető, hogy az USA és Kína között megfigyelhető államadósság-koncentráció a globális pénzügyi egyensúlytalanságok másik lényeges sarokköve. A 2. ábrán láthatjuk, hogy Kína tulajdonában lévő amerikai államkötvény-állomány 2010-re meghaladta az 1100 milliárd dollárt, ami a külföldi hatóságok által tartott teljes állomány 35%-a volt! Figyelembe véve a kínai devizatartalékok 2011. szeptemberi 3217 milliárd dolláros állományát, az amerikai állampapírok aránya a teljes tartalékállományon belül kb. 36%-ra tehető. Ha a más országok közvetítésével lebonyolított állampapír vásárlást és az egyéb amerikai szövetségi intézményekben birtokolt tulajdonrészt is figyelembe vesszük, úgy ez az arány körülbelül 57%-ra emelkedik.¹⁴

¹⁴ Az US. Treasury TIC rendszerében publikált havi adatok nem a teljes képet mutatják. A valóságban a 1148 milliárd dollárnál lényegesebben magasabb a kínai kézben lévő amerikai állampapírok állománya. Ezen adatsorok ugyanis nem tartalmazzák azt a kb. 250 milliárd dolláros állományt, amihez más közvetítő országok (Nagy Britannia, Hong Kong, Kajmán-szigetek) segítségével jutott Kína hozzá. Továbbá egy körülbelül 300 milliárd dolláros állomány is kimarad e kimutatásból, amit Kína az amerikai jelzálog-finanszírozás két szövetségi intézményében, a Fannie Mae-ben és a Freddie Mac-ben birtokolt 2010 decemberében. Végül pedig egy 126 milliárd dolláros rövidtávú adósság- és részvénybefektetés sem került figyelembevételre. Ezeket a hiányosságokat az éves TIC jelentésében pótolja az amerikai Államkincstár. Mindezek fényében a kínaiak kezében lévő teljes amerikai eszközállomány értéke 1611 milliárd dollárra tehető 2010. június 30-án. Ben Bernanke egy nem régi kongresszusi meghallgatásán pedig igen meglepte az amerikai képviselőket azzal, hogy számításai szerint akár kétezer milliárd dollárra is rúghat a kínaiak amerikai befektetéseinek összértéke.

2. ábra
Kína tulajdonában lévő amerikai állampapír-állomány alakulása, valamint annak aránya a külföldi monetáris hatóságok által tartott állományhoz képest, 2000-2011, milliárd dollárban



Forrás: U.S. Treasury

Megjegyzés: Az amerikai államkincstár évente ad ki átfogó jelentést a külföldi tulajdonban lévő államadósság-állomány helyzetéről. E jelentésben a havonta publikált országonkénti bontásban közölt adatok is felülvizsgálatra kerülnek. Az ebből fakadó korrekciók volumene a 2010. júniusi revízió kivételével nem voltak jelentősek. Ez lehet az oka annak, hogy 2010 közepén közel 250 milliárd dollár értékben ugrott meg az állomány értéke.

A 2. ábra ismeretében megállapítható, hogy az USA tőkebeáramlásának és külső forrásszükségletének jelentős részét a kínaiak amerikai állampapír-vásárlása finanszírozza, ami növekvő veszély Amerikára nézve.¹⁵ Abban az esetben, ha Kína jegybankja felhagyna az amerikai állampapírok további vásárlásával és lejáráni hagyja meglévő állományát – vagy netán azok likvidálásába kezdene – az beláthatatlan következményekkel járna az amerikai gazdaságra, a dollár effektív árfolyamára, valamint az egész világgazdaságra nézve. Jelen helyzetben pedig, amikor évek óta zéró közeli hozamot fizetnek az amerikai állampapírok után, ez nem egy teljességgel kizárható szcenárió.¹⁶ Egy ilyen forgatókönyv Xafa (2007) véleménye szerint egy kényszerű kiigazítási folyamatot eredményezne, amely a dolláreszközök masszív eladásához, az USA kamatlábának szárnyalásához és végül az

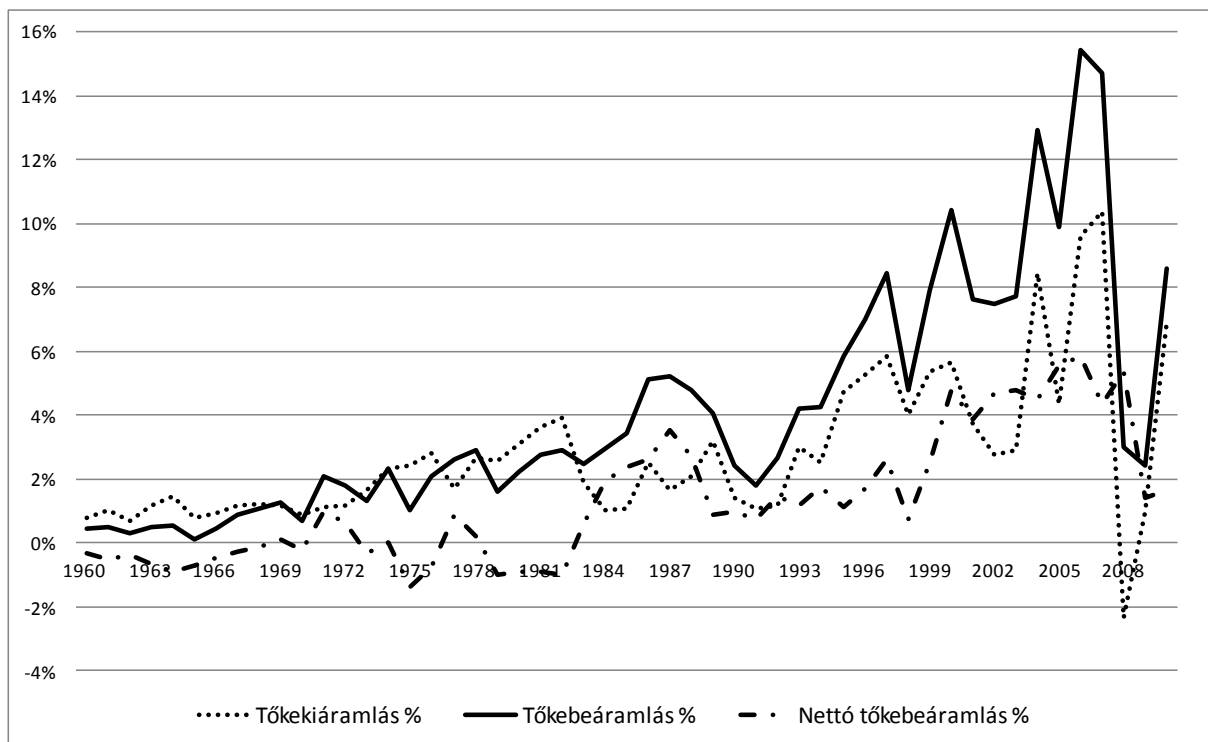
¹⁵ A külföld kezében lévő teljes amerikai állampapír-állomány volumene 2003 eleje óta 370%-al – 4660 milliárd dollárra – bővült 2011 szeptemberéig.

¹⁶ A mennyiség lazítások keretében az amerikai FED által piacra vezetett óriási dollártöbblet-likviditás, valamint az alacsony belső kereslet fényében nem várható a hozamok rövidtávú emelkedése.

amerikai gazdaság „mélyrepüléséhez” vezetne, amely a világgazdaság recesszióját eredményezné. Philips (2008) is úgy véli, hogy ez a fajta függőségi viszony óriási kockázatot jelent a világ legnagyobb adósára, az Egyesült Államokra nézve. Szerinte közel sincs köbe vésvé az amerikai államkötvények végtelen likviditása, továbbá a biztonságos hozamot („*safe of heaven*”) jelentő előnye. Hozzáteszi még, hogy a dollár tartalékvaluta szerepkörével kapcsolatos aggályok és viták tovább gyengítették a Bretton-Woods-i rendszer összeomlása óta működő globális tartalékvaluta rendszert, így a dollár hegemoniáját. Tatom (2008) érvelése is arra épül, hogy nem az amerikai folyó fizetési mérleghiány jelenti a legnagyobb egyensúlytalanságot világgazdaságunkban, hanem Amerika aránytalanul magas külső finanszírozási szükségele.

Kína azonban nem lehet érdekelt egy ilyen helyzet kialakulásában. Abban az esetben ugyanis, ha a PBC felfüggesztené a devizaintervenciót, az a jüan azonnali nominális árfolyam-erősödését eredményezné, amely komoly felértékelődési spirál kialakulását, a hazai beruházások elmaradását, negatív vagyonhatás eredményeként kialakuló magas jegybanki veszteséget, és a gazdaság egyensúlyának felborulását váltaná ki.

3. ábra:
Gyorsuló tőkeáramlások az USA-ban az 1960-es évek elejétől napjainkig, GDP %-ában



Forrás: U.S. BEA

A 3. ábra az Egyesült Államok tőkeáramlásának dinamikáját szemlélteti az 1960-as évektől kezdődően. Látható, hogy Amerika 1980 után válik nettó tőkeimportőrré, s ez még abban az esetben is így lenne, ha az adatsorok nem tartalmaznák a külföldi jegybankok által vásárolt államkötvény állományt. A tökemérleg egyenlege az ezredfordulót követően növekszik, éppen akkor, amikor a kínai importtöbblet – és Amerika fizetési mérleghiánya – emelkedni kezd, valamint a kínai jegybank amerikai államkötvényekbe kezdi fektetni a devizapiacon felvásárolt dollármilliárdokat.

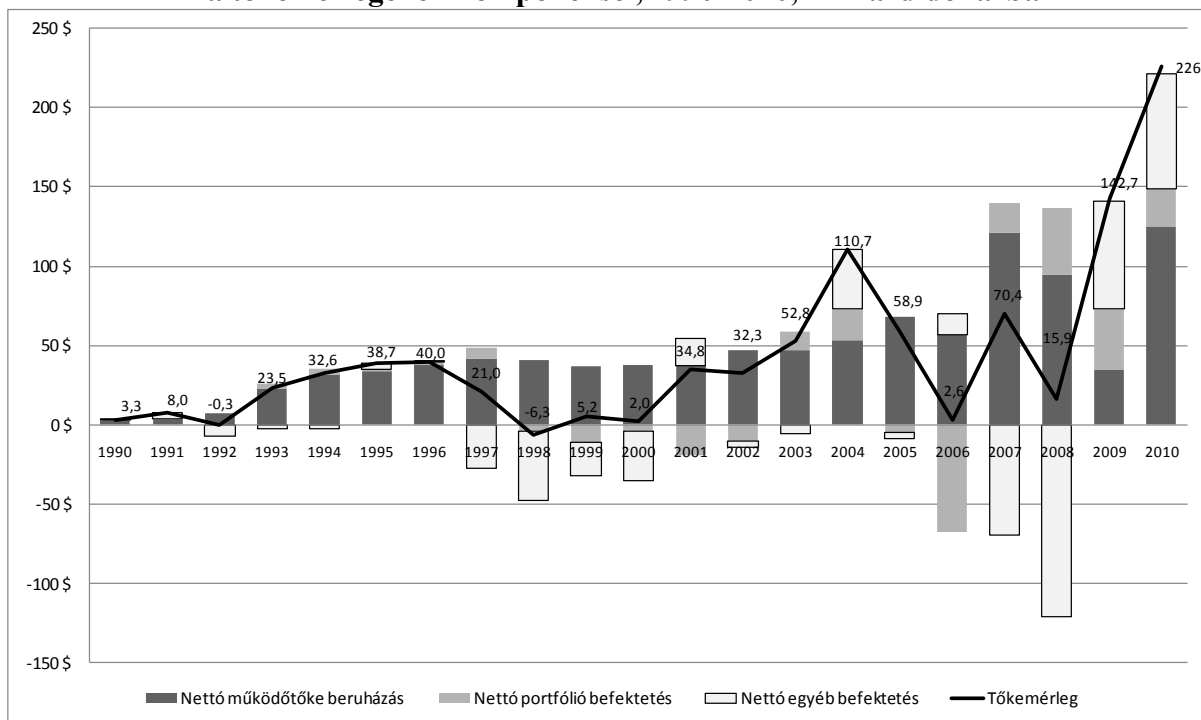
2.3. Kína tökemérlege és deviza-tranzakciói

Kína esetében a határt átlépő tőkebefektetések éves volumenének GDP aránya kiemelkedően magas. A beáramló bruttó tőke nagysága azért is szokatlanul számottevő, mert a kedvező munkaerőköltségek és az ország emelkedő kereskedelmi nyitottsága növekvő mértékben járult hozzá a külföldi működőtőke (továbbiakban: *FDI*) beáramlásához. A bruttó FDI beáramlás 2007-ben ugrott meg szignifikánsan (akkoriban 77%-al növekedett a volumen az előző évhez képest).¹⁷ Kína mindezek fényében a feltörekvő országokba áramló külföldi működőtőke kb. egyharmadát, a feltörekvő Ázsiába áramlónak pedig több mint a 70%-át szívja fel (Cappiello – Ferrucci, 2008). E hirtelen bővülés hátterében a tökemérleg tételeire vonatkozó korlátozások enyhítése, az ország makrogazdasági stabilitásába vetett bizalom növekedése, valamint a júan felértékelődése (és az arra vonatkozó várakozások) állhatnak.¹⁸

¹⁷ Az elmúlt évtizedben évente átlagosan 26%-al emelkedett a beáramló FDI volumene. 2010-re pedig éves alapon 137%-os növekedés regisztráltak!

¹⁸ A tökemérleg kiáramló tételeire vonatkozó korlátozások 2006-os lazítása habár rövidtávon a tőke kiáramlásának emelkedésével jár, hosszútávon a külföldi befektetők bizalmának növekedésével azonban nettó tőkebeáramlást segítheti elő. A 4. ábrán látható is ennek hatása, hiszen 2006-ban közel zéró tökemérleg egyenleget regisztráltak a nagy volumenű tőkekiáramlás következtében. Minderről az 4. fejezetben részletesen fog szó esni.

4. ábra
Kína tőkemérlegének komponensei, 1990-2010, milliárd dollárban



Forrás: CEIC, SAFE

Egy olyan ország esetében, mint az Egyesült Államok, ahol nem, vagy csak csekély mértékben lehetünk kormányzati vagy jegybanki intervenciónak szemtanúi, és ahol a monetáris hatóságok aktív devizatartalékolási politikát nem folytatnak, ott a tőkemérleg többlete teremti meg a fizetési mérleg egyensúlyát. Kínától eltérően az amerikai valuta, a dollár szabadon lebeg, így a FED helyett a piaci erők alakítják a fizetési mérleg egyensúlyát és a dollár árfolyamát.

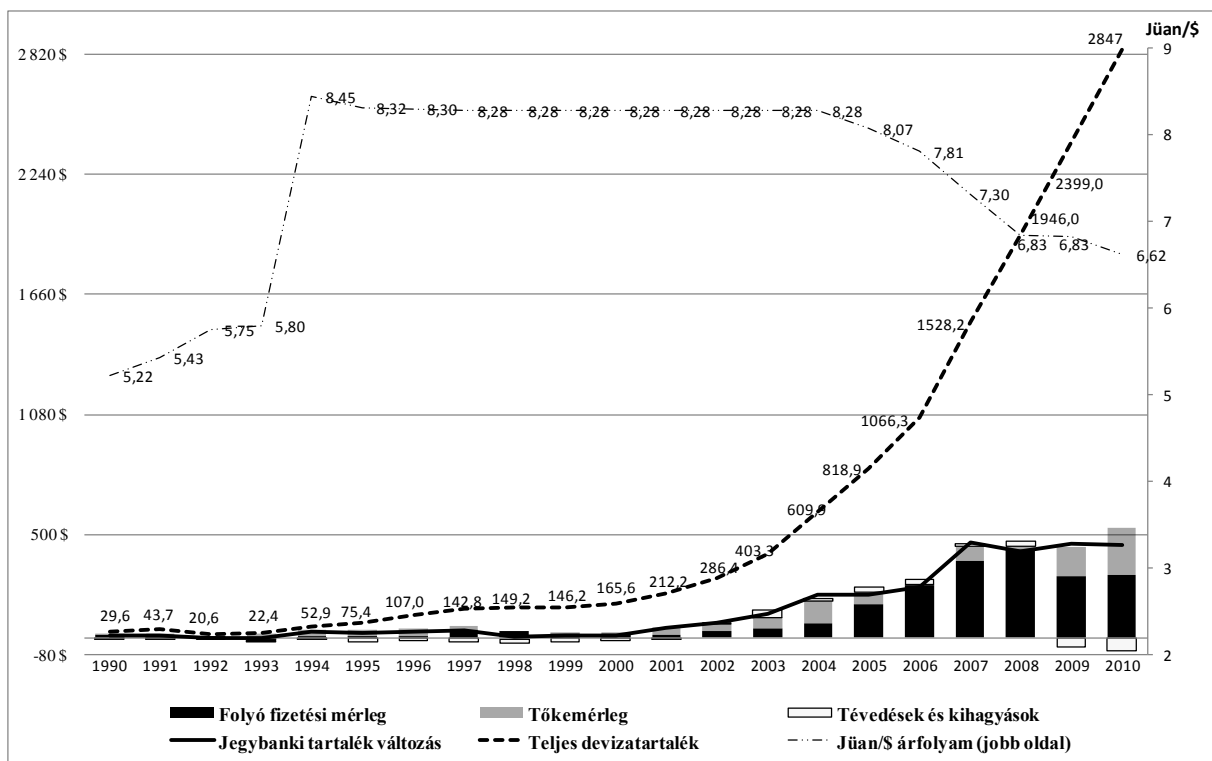
Kína esetében a tőkemérleg közel sem mondható az egyensúly zálogának, mint ahogy az a 2. táblázatban, valamint az 4. ábrán látható. Bár a tőkemérleg bizonyos közép- és rövidtávú tételeinek fokozatos, intézményesített liberalizációjával (e témakörrel foglalkozik a 4. fejezet) 2006-ot követően emelkedik a bruttó tőkekiáramlás volumene, azonban közel sem „kielégítő” mértékben.¹⁹ A rekordokat döntő FDI által vezérelt külföldi tőkebeáramlás még így is rendszeresen meghaladta a tőkekiáramlás volumenét. Tekintettel arra, hogy a piac arbitrázserőinek érvényesülése korlátozott a tőkekorlátozások jelenlegi rendszere miatt, az

¹⁹ A nettó egyéb befektetések kiáramlásának 2007-2008-ban tapasztalt kiugró volumenét a 2006-ban elindított hazai minősített intézményesített befektetői program (QDII) önmagában nem indokolná. A fizetési mérleg statisztikát tételesen megvizsgálva azt találtam, hogy az említett két évben a monetáris hatóság nagy összegű (2007-ben bruttó 114 milliárd, 2008-ban pedig 55 milliárd dollár) külföldi – javarészt rövidtávú – eszközvásárlást bonyolított le. Mivel Kína monetáris hatósága nem publikál erre vonatkozó részletes adatokat, így sajnos csak találgatásokba lehetne bonyolódni a tranzakciók valós szándékával kapcsolatban.

egyensúlyt a jegybank devizapiaci intervenciója és monetáris sterilizációja teremti meg.

Kína monetáris politikájának prioritásai a rögzített árfolyamrendszer 2005-ös lazítását követően sem változtak. A fókusz továbbra is az ár- és árfolyamstabilitás maradt. E célokkal egyrészt az infláció elszabadulásának és az abból fakadó társadalmi feszültségeknek igyekeznek az elejét venni, másrészt pedig támogatják az ország gazdasági növekedésének első számú forrását jelentő exportszektort. Kína gazdaságpolitikáját klasszikus merkantilista jegyek jellemzik, aminek fényében a makrostabilitás fenntartása érdekében hatalmas összegű biztonsági devizatartalékok képeznek. A hivatalos jegybanki tartalékok alakulását az 5. ábra szemlélteti, a főbb forrásaival, azaz a folyó fizetési és a tőkemérleg egyenlegének alakulásával együtt.

5. ábra
Kína fizetési mérleg egyenlegének komponensei, a devizatartalék és a jüanárnyom alakulása, 1990-2010, milliárd dollárban



Forrás: CEIC, SAFE

Mint azt az 5. ábra kiválóan szemlélteti, Kína hivatalos devizatartalék-állománya az elmúlt évtized során évről évre gyorsuló ütemben nőtt. E tartalékgyarapodás még az évente átlagosan 10%-al bővülő nemzetgazdasági kibocsátás arányában is jelentős emelkedést mutat! Mindezek eredményeként a jegybanki tartalékok mértéke napjainkra (2011. szeptember) meghaladta a 3217 milliárd dollárt! Ez a nagyságrend Kína 2010-es bruttó nemzeti

össztermékének 48%-a, míg az amerikai GDP-nek több mint 20%-a volt!

A devizatartalék-növekedés elsődleges forrása a folyó fizetési mérleg többlete. Ugyanakkor a nettó tőkebeáramlás volumene és aránya is emelkedő trendet mutat az évezredforduló után egészen 2004-ig, valamint 2008-at követően napjainkig.²⁰ Ráadásul 2011 első két félévének adatai alapján úgy tűnhet, hogy ez a tendencia tovább folytatódik, hiszen a tőkemérleg többlete meghaladta a folyó fizetések aktívumát!²¹

Ha egy gazdaság devizatartalékának, mint a külföldi sokkokkal szemben védelmet nyújtó „puffernek” a nagyságáról akarnánk következtetéseket levonni, akkor arra egy jó kiindulási alapot adna a gazdaság külföldi fizetési kötelezettségeinek számbavétele. Az elemzők legtöbbször azt vizsgálják, hogy az importbeszerzésre fordított összeg és a devizatartalékok nagysága miként aránylik egymáshoz. Egy konvencionális nézet szerint egy gazdaság ugyanis akkor ellenálló a külföldi turbulenciákkal szemben, ha a devizatartalékok volumene három–hatszorosan haladja meg az egyhavi import finanszírozásához szükséges összeget. Kína tartalékállománya viszont olyan tetemes, hogy az akár külső források bevonása nélkül is több mint két éven át fedezné az áruk és szolgáltatások importjának költségét.²² A teljes gazdaság éves kibocsátásának közel a felét meghaladó tartalékolási aránnyal jelenleg Kína világelső!

²⁰ A növekvő nettó tőkebeáramlás utóbbi két és fél évben tapasztalható trendje alapvetően a válság során megváltozott globális tőkeáramlási folyamatokra vezethető vissza. Tekintettel arra, hogy Kínában már a 2009 második negyedévében komoly eszközár emelkedést figyelhettünk meg, és Kína a világon elsőként lábalt ki a válságból, a masszív működőtőke beáramlás mellett számottevő portfólió- és egyéb befektetési célú tőke áramlik Kína gazdaságába. Mindezt pedig tovább katalizálja az a tény, miszerint az elmúlt években a minősített külföldi intézményes befektetők részére jóváhagyott kvótát tovább szélesítették, valamint számos kedvezményt tettek irányukba.

²¹ Ezzel a kérdéssel egyebek mellett a 3.4-es fejezet 20. ábrája is foglalkozik.

²² Későbbiekben látni fogjuk, hogy napjainkban, amikor az országhatárokon átnyúló tőkeáramlások többszörösen meghaladják a folyó elszámolások ellentételezéséül lebonyolított devizaáramlásokat, a tartalékok egyre inkább a pénzügyi és nem a kereskedelmi tőkeáramlások fedezésére szolgálnak.

3. Az árfolyam-politika, mint Kína monetáris politikájának legalapvetőbb eszköze

A szokatlan kettős külgazdasági többlet vizsgálata során láthattuk, hogy Kína jegybankjának mind a kereskedelem, mind pedig a tőkeáramlások tekintetében roppant volumenű dollárbeáramlással kell „szembenéznie”. Megismerhettük, hogy e különös egyensúlytalanságot generáló folyamatban a monetáris hatóság tölti be az egyensúlyteremtő szerepkört: az országból kiáramlani nem tudó – vagy nem akaró – többletlikviditást (fizetési mérlegtöbbletet) felhalmozza. Mindazonáltal nem esett ezidáig arról szó, hogy milyen okok vezettek el odáig, hogy mind kereskedelmi tranzakciók, mind pedig a tőkeműveletek jelentős aktívumot eredményezzenek. Tekintettel arra, hogy a tőkeáramlás motivációja egy sor gazdasági és nem gazdasági jellegű tényező függvénye, így ennek vizsgálata csakis komplex módon, az egyes faktorok együttes számbavételével valósulhat meg.

Kína egy feltörekvő gazdaság, amely a gazdasági felzárkózás minden aspektusában bámulatos eredményeket ért el az elmúlt két évtized során. A termelékenység gyors növekedése, a kedvező termelési tényezőárak, a társadalom megtakarítási szokása, a külföldiek befektetéseire vonatkozó kedvező(bb) feltételek, a kihasználatlan belső felvevőpiac kapacitástöbbletei, a lazább és sok esetben a környezetszennyezést kevésbé büntető szabályozási rendszer, valamint a jüanárfolyam alakulása mind-mind külön-külön is, és együttesen is befolyásolja a gazdaság szereplőit a devizaáramlással járó döntések meghozatalakor. A dolgozat során a fentiekben említett pontok érintésével igyekszem egy kerek egész képet adni a kínai fizetési mérlegtöbblet mögöttes okairól.

Tekintettel arra, hogy Kína árfolyam-politikája a monetáris politika egyik robusztus tartóoszlopát képezi, továbbá arra, hogy a jüanárfolyam kérdése növekvő rendszerességgel kerül a diplomáciai tárgyalások fókuszpontjába, a dolgozat során egy egész fejezetet szentelek a kínai valutaárfolyammal kapcsolatos tudnivalók bemutatására. Ezen felül, a relatív egységnyi munkaerőköltségek változásán keresztül igyekszem egy becslést készíteni a jüan dollárárfolyamának alulértékelttségével kapcsolatban.

A szakma Kínával és a globális egyensúlytalansággal foglalkozó kutatói többségükben azt az álláspontot képviselik, miszerint a jüan dollárárfolyama jelentősen alulértékelt, amely kedvező feltételeket teremt Kína exportra termelő feldolgozóiparának, és nagymértékben hozzájárul az amerikai gazdaság lassulásához, valamint versenyképességének csökkenéséhez. Véleményük szerint a nominálisan gyenge jüanárfolyam egy valós probléma, mert a reálárfolyam kiigazítás a többletlikviditás rendszeres hatásai általi sterilizációja miatt nem

következik be automatikusan. Mindezen okoknál fogva a jüanárfoiyam jelenlegi szintjét károsnak és nem kívánatosnak tartják a globális gazdaság egésze szempontjából (Ahearne, Cline, Lee, Park, Pisani-Ferry és Williamson, 2007; Bergsten, 2007a, 2007b; Botos, 2007; Goldstein, 2007; Makin, 2008; Mussa, 2008, Xafa, 2007).

Vannak azonban olyanok, akik eltérően látják a globális feszültségek mibenlétét. A globális monetarista szemléletmód neves közgazdásza Ronald McKinnon (2003, 2008) úgy véli, hogy a nemzetközi egyensúlytalanság csak egy átmeneti állapot. Szerinte az évezredfordulót követően Kína gazdasági szerepe felértékelődött a kelet-ázsiai régióban azzal, hogy jelenléte – japán korábbi gazdasági stabilizátor szerepkörét átvéve – hozzájárul a térség gazdasági ciklusokból eredő ingadozásainak simításához. Ennek pedig elengedhetetlen feltétele a stabil, kiszámítható jüanárfoiyam.

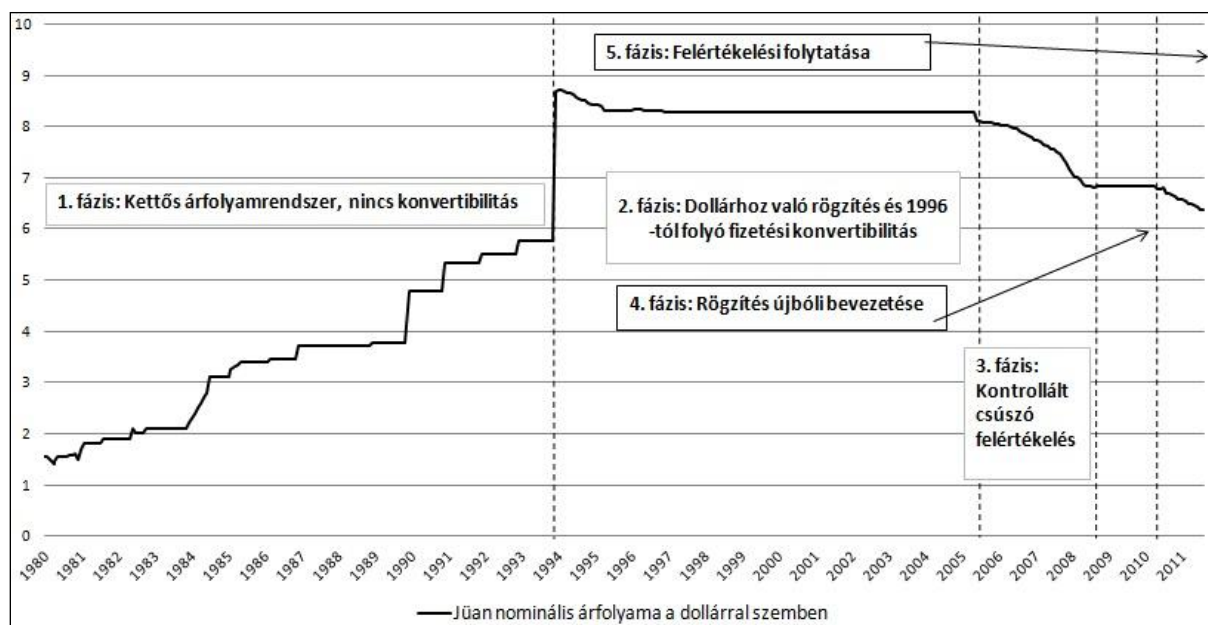
Tatom (2007) is azon kevesek közé tartozik, aki derűlátó. Úgy látja, a jüan nominális árfoiyamának alulértékelttsége nem ad okot aggodalomra. Szerinte ugyanis a reálárfoiyam mindenképpen visszatér a hosszútávú egyensúlyi árfoiyamhoz a vásárlóerő-paritás mechanizmusán keresztül. Úgy gondolom azonban, hogy egy ilyen egyensúlyteremtő folyamat megvalósulása a termelési tényezőárak – amely területen mind a mai napig számos hatósági szabályozás van érvényben – liberalizálásán keresztül képzelhető csak el.

Látható tehát, hogy a szakirodalom e téma tekintetében igen megosztott. Mielőtt az alulértékelttség fokával kapcsolatban foglalnék állást, egy részletes és átfogó ismertetést adok az olvasónak a jüanárfoiyam eddigi szakaszairól, a reálárfoiyam alakulásáról, valamint az árfoiyam átértékelésből adódó lehetséges tévHITEKREK. Minderre a kínai gazdaság felemelkedésének és a nemzetközi felértékelési nyomás pontosabb megértése érdekében van szükség.

3.1. A jüanárfoiyam fázisa 1978-at követően

A jüan dollárárfoiyamának egyes szakaszait az árfoiyamvolatilitás függvényében különböztettem meg (6. ábra). Az első fázis a leértékelődés és a kettős árfoiyamrendszer időszaka, a második szakaszt a dollárhoz való de facto rögzítés jellemezte, a harmadik periódusban megkezdődött a renminbi fokozatos, kontrollált csúszó felértékelése, amely azonban a negyedik fázis során – a pénzügyi válság következtében – felfüggesztésre került. Végül, napjaink ötödik periódusában, a monetáris politika döntéshozói ismét némi teret engednek a piac erőinek az árfoiyam alakítására. Az alábbiakban a fenti öt szakasz részletes bemutatása következik.

6. ábra
Jüanárfoiyam alakulása 1980-2011 között



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

3.1.1 Első fázis – 1979-1994

A jüan 1994 előtt inkonvertibilis valuta volt. Az 1980-as évek világgazdasági nyitását megelőzően a valutát 2,5 jüan/dolláros árfolyamon rögzítették. Habár a mesterségesen megállapított valutakurzus nem tükrözte a jüan vásárlóerő paritását, ez akkoriban nem jelentett problémát, hiszen a külkereskedelem gazdasági növekedésben játszott szerepe csupán minimális volt. A kínai fizetőeszközre kezdetben enyhe felértékelési nyomás nehezedett – 1,5 jüan/dollárig erősödött az árfolyam –, aminek eredményként kismértékű folyó fizetési mérleghiány alakult ki. Mivel a túlértékelt hivatalos jüanárfoiyam nem tette lehetővé a külkereskedelmi kapcsolatok (export) fellendülését, Kínában is – hasonlóan a „Kis Tigrisekhez” – kialakult egy jóval gyengébb, feketepiacon jegyzett árfolyam. Az illegális devizakereskedelem visszaszorítása érdekében azonban 1984-et követően elengedhetetlenné vált a jüan leértékelése. Ezzel párhuzamosan egy korlátozottan felhasználható fizetési eszközt, úgynevezett deviza certifikátot (angolul „foreign exchange certificates” röviden: FECs) hoztak létre a külforgalmi elszámolás céljából a külföldi kereskedelmi jogosítvánnyal rendelkező belföldi és multinacionális vállalatok részére. Kizárólag e vállalatok kereskedhettek a certifikátokkal, még hozzá külön e célból létrehozott swap központokban. Az átváltási arányt a hivatalosnál jóval gyengébb árfolyamon határozták meg. A certifikát-

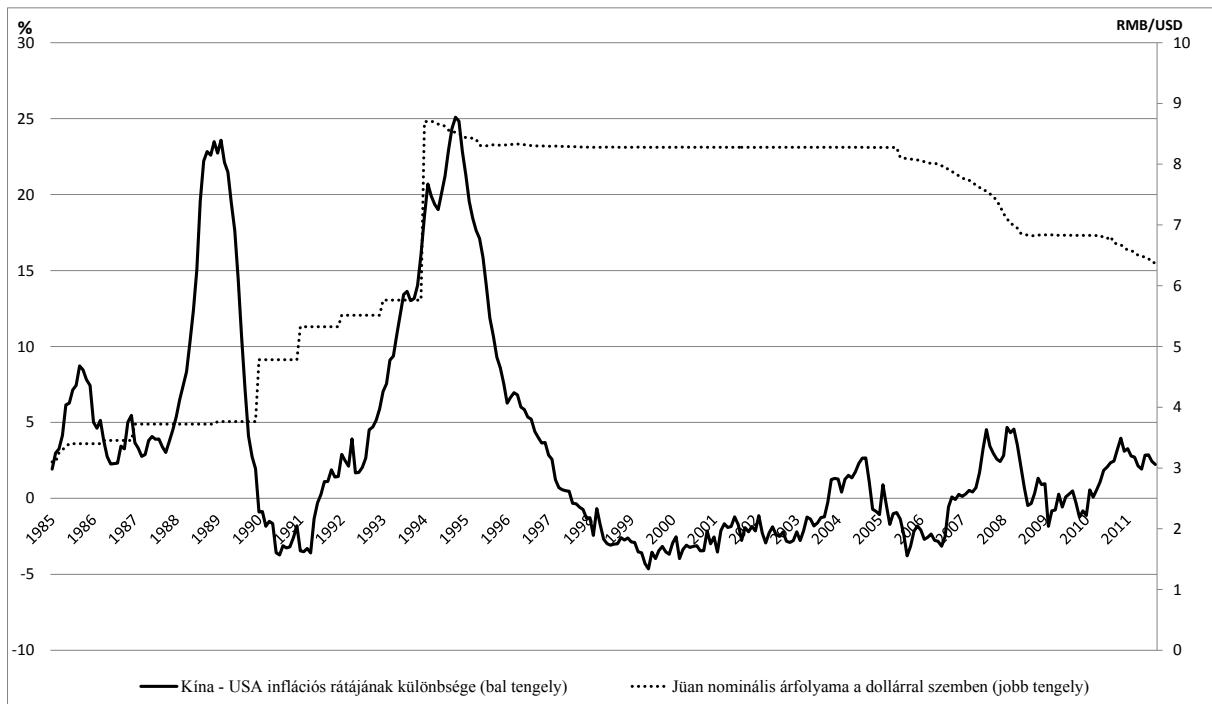
rendszer célja a kereskedelem támogatása, valamint a feketepiac visszaszorítása lett volna – ez utóbbi azonban nem teljesült maradéktalanul. Tekintettel arra, hogy mind a folyó fizetési, mind a tőke tranzakciókra egyaránt szigorú devizakorlátozások voltak érvényben, a magántulajdon csupán csekély szerephez jutott a külkereskedelmi ügyletek tekintetében. A forgalom jelentős részét az állami tulajdonban lévő kínai vállalatok importbeszerzése generálta. Bár a relatív árszínvonalat továbbra is a központi gazdálkodás határozta meg, a kettős vágány (*dual-track*) rendszere a keleti, part menti speciális gazdasági övezetekben fokozatosan teret engedett a piaci erők érvényesülésének.²³ Habár a hivatalos dollárárfolyam 1979 és 1993 között fokozatosan leértékelődött, az mégsem tudott gazdaságilag hatékonyává válni a kettős (valójában hármas, hiszen a feketepiacon is kialakult egy árfolyam) árfolyamrendszer, és a jüan inkonvertibilitása miatt.

Tekintettel arra, hogy tőkepiac ezidő tájt gyakorlatilag nem létezett Kínában, a jegybanknak ilyenformán nem volt lehetősége a monetáris kínálat mai, hagyományos értelemben vett nyíltpiaci műveletekkel történő befolyásolására. A monetáris kínálat szabályozása a kereskedelmi bankok számára előírt hitelplafonok rendszeres újratervezésén keresztül valósulhatott meg,²⁴ amely azonban már rövidtávon is a monetáris kínálat emelkedését és igen nagyfokú inflációs kilengéseket eredményezett (7. ábra).

²³A speciális gazdasági övezetekben (*Special Economic Zones*) kialakított kedvező gazdasági klíma – adókedvezmények, lazább megfelelési követelmények, a devizagazdálkodás nagyobb szabadsága – eredményként az országba érkező külföldi működőtőke több mint 83%-a e régiókba került beruházásra az ezredfordulóig. A legvonzóbb provinciák Guangdong (28%), Jiangsu (12%), Fujian (12%), Shanghai(5%), Beijing(4%) és Tianjin (4%) voltak (Fu, 2004). /Megj.: Zárójelben a teljes működőtőke felhasználásának aránya látható az adott tartományban./

²⁴ Meg kell azonban jegyezni, hogy korábban a centrumállamok monetáris politikai gyakorlatában bevett eszköznek számított a hitelplafonok alkalmazása a monetáris aggregátumok szabályozása érdekében.

7. ábra
A jüanárfolyam és a kínai-amerikai inflációs ráta különbségének alakulása



Forrás: CEIC

Megjegyzés: Kína esetében a havi inflációs adatok csak 1985-től álltak rendelkezésre.

3.1.2. Második fázis – 1994-2005

Az 1990-es évek elejétől kezdődően az export- és külföldi működőtőke került Peking gazdaságpolitikájának fókuszában, ami megkövetelte a kettős árfolyamrendszer felszámolását. Ennek következtében a jüant 1994 első napján egylépésben, 50%-al leértékelték a dollárral szemben, a két – a hivatalos és a swap – árfolyam egyesítésével egyidejűleg. Az új árfolyam biztosította az alapot a kínai export dinamikus fejlődéséhez, amely ezt követően a növekedés első számú forrásává vált. Mindezekkel párhuzamosan Kína pénzügyi reformfolyamata is felgyorsult. Az adózási rendszer átalakítása, a külkereskedelem liberalizációja, a folyó fizetési tranzakciókra vonatkozó devizakorlátozások leépítése mind a kínai gazdaság modernizációjának elengedhetetlen feltételévé vált. Végül 1996-ban formálisan is bejelentették a jüan folyó fizetési konvertibilitását, majd ratifikálták az IMF Alapokmányának VIII. cikkelyét (az egységes árfolyam fenntartását és a folyó fizetésekre vonatkozó árfolyam-korlátozások leépítését vállalva).

Az egyesített árfolyam 8,7 jüan/dolláros kurzuson került rögzítésre, ami közel esett a korábbi swap árfolyamhoz. Az árfolyam-politika prioritásainak újrahangolását az 1992 és 1995 között tapasztalt rendkívül magas (> 20%) vágató infláció is indokolta. Tekintettel arra, hogy

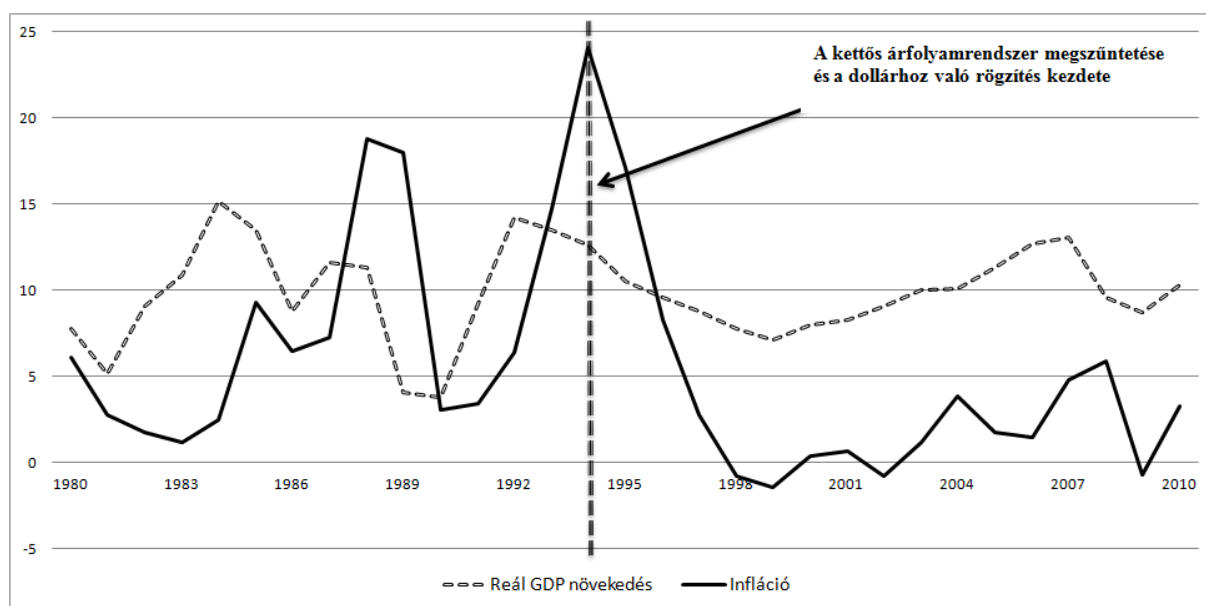
az árak kontrollálatlan növekedése társadalmi feszültségeket, és zavargásokat eredményezett, a pekingi vezetés számára kiemelt prioritássá vált az inflációs várakozások lehűtése. E célra a nominális horgonyt biztosító árfolyamrögzítés tűnt a legalkalmasabbnak, amellyel stabilizálni tudták a jövőbeni várakozásokat, és az alacsony amerikai inflációs szint importálásán keresztül hatékonyabban tudták simítani a keresleti sokkok.²⁵ A 7. ábrán látható, hogy az árfolyamegyesítést követően a kínai és az amerikai árszínvonal közötti differencia drasztikusan lecsökkent, ami azóta egy kb. $\pm 5\%$ -os sávban maradt. Az egyesítés az árszínvonal koordinálása mellett a reálgazdasági növekedés stabilizálásában is jelentős szerepet töltött be. Az első fázisban tapasztalt gazdasági „hullámvasút” (vágató infláció és a gazdasági növekedésben tapasztalt extrém nagy volatilitás) a megváltozott árfolyam-politikai célok fényében megszűnt (8. ábra).²⁶ Tekintettel arra, hogy az új árfolyam közel azonos volt a külgazdasági elszámolásokban korábban használt árfolyammal, a nominális leértékelés nem járt a reálárfolyam nagymértékű leértékelődésével. Noha az árfolyam némiképp erősödött az egyesítést követő két évben (8,3 jüan/dollárig), az azt követő 11 év során azonban mindvégig változatlan maradt.²⁷

²⁵ Mentsvárat jelenthettek volna még az infláció megfékezésében a nyíltpiaci műveletek, azonban az éretlen és kiforratlan kötvénypiac (gyakorlatilag majdnem annak hiánya) mindezt nem tette lehetővé. A valutarögzítés mellett a monetáris politika számos közvetlen intézkedéssel – hitel kontingenssel, kötelező tartalékráta politikával, valamint a betéti és hitel kamatlábak szabályozásával – igyekezett hűteni az inflációs várakozásokat. A leghatékonyabb eszköznek végül azonban a dollárhoz való rögzítés bizonyult.

²⁶ A hasonló átalakuláson átment Japán 1949 és 1971 között éppúgy a valuta dollárhoz való rögzítésével (360jen/dollár) stabilizálta a gazdaság fundamentumait.

²⁷ Hu Xiaolian (2010a, 2010b), Kína egyik legbefolyásosabb nője, egyben a kínai jegybank kormányzó-helyettese, úgy fogalmazott a PBC honlapján megjelent írásában, hogy a jüanárfolyam 1994-től a piac keresletikínálati viszonyainak megfelelően menedzselten módon lebegett – annak ellenére, hogy a tapasztaltok nem ezt mutatták. Hivatalosan 1997 júniusában deklarálták először az árfolyam rögzítését (8,28 jüan/dollár) az ázsiai válság hektikus és kiszámíthatatlan környezetére hivatkozva.

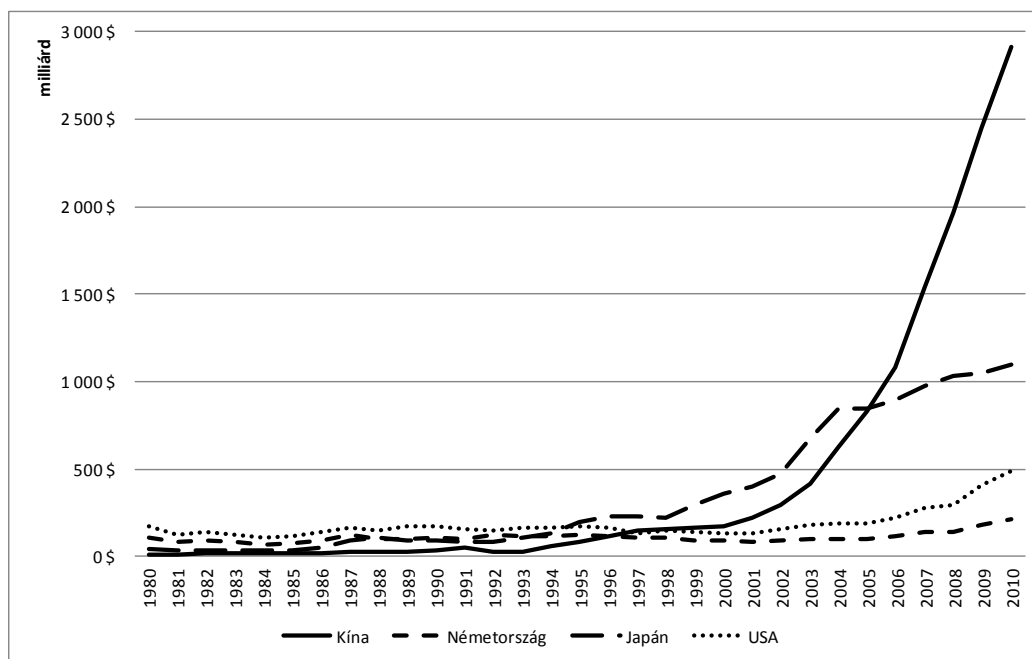
8. ábra
Reál GDP növekedés és a CPI változása, Kína, 1980-2007



Forrás: IMF.

E ponton jogosan felmerülhet az a kérdés, hogy a globális pénzügyi egyensúlytalanság egyik felelősének oly gyakran megnevezett Kína valóban az export burkolt támogatása és jogosulatlan erőfölény megszerzése érdekében értékelte-e le valutáját és rögzítette-e azt az amerikai dollárhoz, avagy ezzel a lépéssel az amerikai gazdaság stabilitását akarta-e importálni a gazdaság korábbi nagyfokú volatilitásának tompítása végett? Habár a kérdést kutató tanulmányok igen megosztottak e témakörben, úgy gondolom egy dolog sejthető: Kína gazdasági döntéshozói nem – vagy nem biztosan – láthatták előre árfolyam-politikájuk közvetlen és közvetett hatásait. Az 1994-es az árfolyam-egyesítéssel és leértékeléssel a cél a gazdasági növekedés megszilárdítása és az ehhez szükséges intézményrendszer konszolidálása volt. Mindez pedig, mint láthattuk, sikerrel járt. A kérdés csupán az, hogy a napjainkra több mint háromezer milliárd dolláros devizatartalékkal és folyamatos fizetési mérleg többlettel rendelkező, évente közel kétszámjegyű gazdasági növekedést produkáló gazdaság esetében indokolt-e még az árfolyam-politika jelenlegi berendezkedése?

9. ábra
Németország, Japán, Kína és USA jegybanki tartalékának változása, 1980–2011

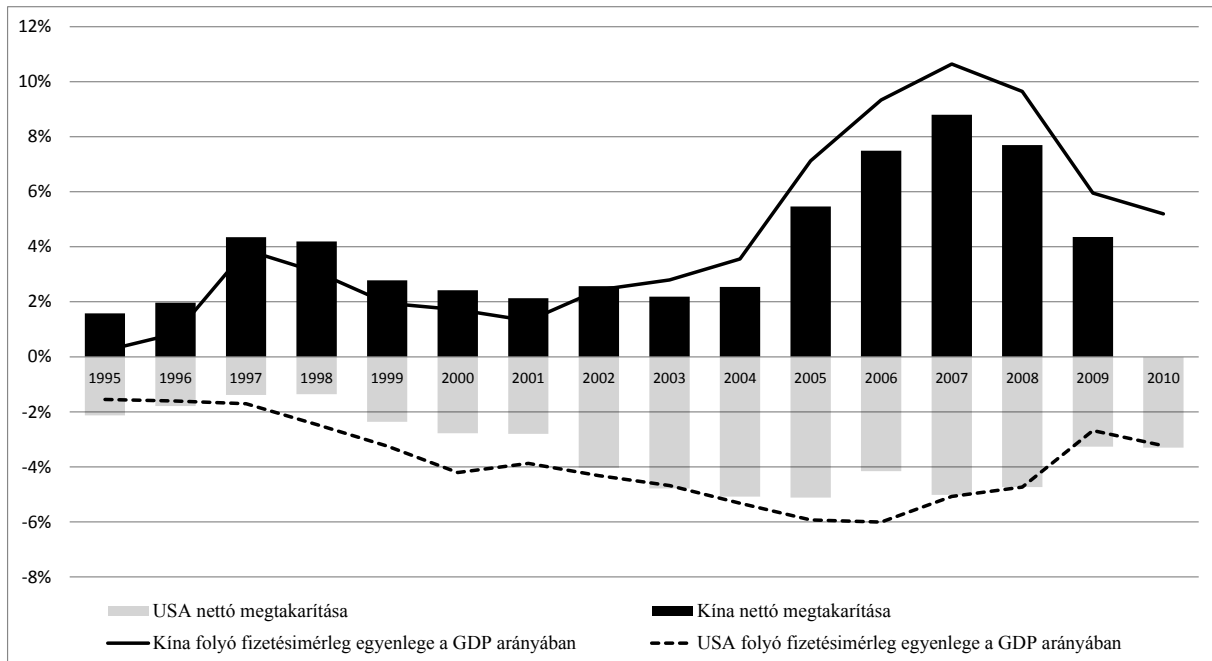


Forrás: World Bank

3.1.3. Harmadik fázis – 2005 -2008

Az ezredforduló komoly sorsforduló volt Kína gazdasági felzárkózásának történelmében. A Kereskedelmi Világszervezethez való 2001-es csatlakozással számtalan kereskedelmi akadály szűnt meg, a tagsággal pedig számos harmadik világ országának járó kereskedelmi kedvezményre lett jogosult Kína. A csatlakozást követően meghirdetett „Go Global” stratégia égisze alatt a kínai pártvezetés élesen hátat fordított a korábbi protekcionista gazdaságpolitikának. Új cél a kínai nagyvállalatok multinacionálissá válása, és tőkeexportőr pozíció kiépítése lett. Az állam beruházás-ellenőrző funkciója tőkeexport-támogató szerepkörre alakult át (Artner, 2009). E markáns gazdaságpolitikai irányváltásnak köszönhetően a külkereskedelmi forgalom volumene rendkívül gyorsan emelkedett, a folyó fizetési mérleg sorain pedig évről évre nagyobb többletet regisztráltak. Az ezredfordulót követően a kereskedelmi aktívum mellett már a tőkemérleg sorain is nettó tőkebeáramlás figyelhető meg, ami Kína alulértékelt valutájának, valamint a komparatív előnyökben bővelkedő gazdaságának fényében aligha meglepő (5. ábra). Mindezek eredményeként, a folyamatos kettős külgazdasági többlet jelentős jegybanki devizaeszköz-állomány felhalmozást tett szükségessé – 2005-ben az addigi rekorder Japánt is megelőzve –, ami egyre élénkebben felkeltette a külföldi megfigyelők figyelmét (9. ábra).

10. ábra
Kína és az Egyesült Államok fizetési mérleg egyenlegének, és nettó megtakarításai pozíciójának alakulása a GDP %-ban



Forrás: CEIC, US BEA

Kína folyó fizetési mérlegtöbblete, amely 2001-ben a GDP 2%-át sem érte el, 6 év leforgása alatt 11,4%-ra gyarapodott (10. ábra)! Tekintettel arra, hogy az Egyesült Államok vált Kína legnagyobb exportpiacává,²⁸ Kína USA-val szemben fennálló bilaterális kereskedelmi többlete 2008-ra már az amerikai GDP 3%-át is meghaladta (az USA Kínával szemben fennálló hiányát a későbbi, 12. ábra szemlélteti)!

A két ország között kialakult politikai és gazdasági feszültség pedig éppen abban az időben kezdett kézzel foghatóvá válni, amikor Amerika feldolgozóiparának növekvő munkanélküliségét összefüggésbe hozták a növekvő kínai importtal. A magasabb amerikai feldolgozó- és könnyűipari bérköltségek, továbbá a feltételezhetően csökkenő kínai egységnyi munkaerőköltségek eredményeként az Egyesült Államok fokozatosan veszített versenyképességéből (ennek a részletes elemzésével a 3.3-as alfejezetben foglalkozom). E versenyelőny súlyponteltolódás azt eredményezte, hogy a globális feldolgozóipar kibocsátásának jelentős része áthelyeződött a nyugati gazdaságokból az erőforrás-költségek tekintetében igen kedvező Ázsiába, kiemeltképpen pedig Kínába.²⁹

²⁸ Megjegyzem 2010 óta az Európai Unió vált Kína legnagyobb kereskedelmi partnerévé.

²⁹ A feldolgozóiparban történt súlypontváltást jól szemlélteti a multinacionális vállalatok gyártási folyamatának globalizálódása. E folyamat eredményeként a termékfeldolgozás egyes szakaszai kiszervezésre kerülnek a világ különböző pontjaira. Egyik jó példája ennek az amerikai Apple vállalatóriás iPhone okostelefonja. A telefon alkatrészeit számos távoli országban állítják elő Németországtól egészen Japánig, majd

Az aggasztó amerikai munkanélküliségi adatokat láttán *Charles Schumber* és *Leslie Graham* amerikai szenátorok 2003-ban egy beadvánnyal fordultak a Kongresszushoz, aminek hatására az amerikai kormányzat szankciók – büntető vámok és import tarifák – életbe léptetésével „fenyegette” meg Kínát. Bár a kínai hatóságok kitartottak azon álláspont mellett, miszerint a jüanárfolyam ügye csak és kizárólag Kína monetáris döntéshozóira tartozik, érdekes módon a jüan dollárárfolyama éppen a kereskedelmi korlátozások életbe léptetésének megvalósulása előtt kezdett el erősödni. Hu (2010) szerint az árfolyamlazítás időzítése azonban egy jól megtervezett folyamat eredménye volt, ami valójában az 1994-ben megkezdett reformok folytatásának tekintendő.³⁰

A kínai árfolyamrendszer 2005-től 2008-ig tartó periódusát irányított, csúszó szerű árfolyamrögzítés – angolul: *crawl-like peg* – jellemezte (az IMF árfolyam-osztályozási rendszere alapján). A jüan világvalutákkal szembeni napi középárfolyama a bankközi OTC devizapiac keresleti és kínálati viszonyainak függvényében került meghatározásra. A kezdeti $\pm 0,3\%$ -os árfolyamsáv 2007 júniusában $\pm 0,5\%$ -ra szélesedett, nagyobb teret adva a piac mozgásterének az egyensúlyi árfolyam fokozatos elérése céljából. A monetáris hatóságok a rugalmasabb árfolyamtól hatékonyabb erőforrás allokációt, valamint a hazai és a külföldi termékek relatív árainak fokozatos kiigazítását remélték. Az árfolyam-politika fókuszának újrahangolásával egyidejűleg egy egyszeri 2%-os, majd a következő három évben egy további 19%-os jüanerősödés következett be.

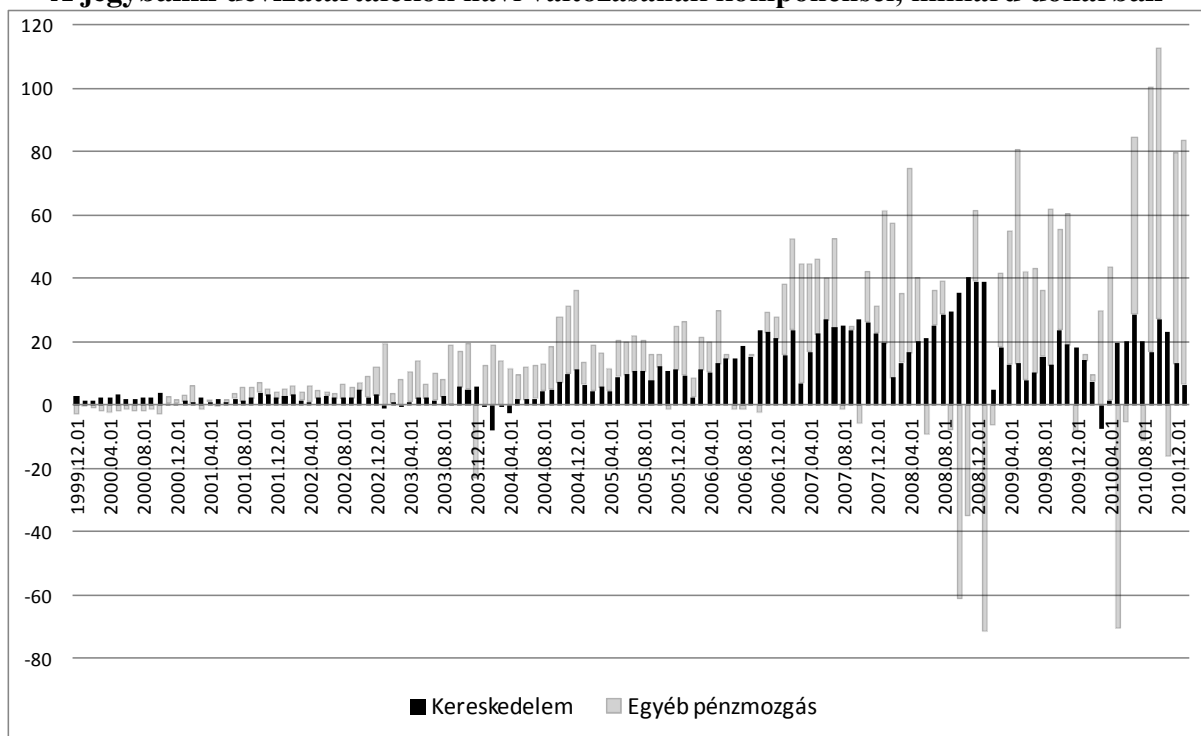
A klasszikus gazdaságelméleti modellek értelmében azt várhatnánk, hogy a kereskedelmi partnerek valutáival szemben felértékelődő kínai valuta a folyó fizetési mérlegtöbblet csökkenését, és az egyensúlyi jüanárfolyamhoz való fokozatos igazodást eredményezi. Mindezek ellenére Kína fizetési mérlegét, külkereskedelmi forgalmát, valamint a tartaléknövekedés dinamikáját elemezve egy egészen más képet kapunk. A havi tartaléknövekmény kezdeti, átlagosan 20 milliárd dolláros volumene a periódus második felére 40 milliárd dollár fölé emelkedett – nem ritka a 60 milliárd dolláros havi tartalékgyarapodás sem (11. ábra)! Érdekeség, hogy a kereskedelmi többlet a 2005 és 2008 között tapasztalt 21%-os jüanfelértékelődés ellenére is egyre nagyobb hányadát adta a tartaléknövekmény emelkedésének – átlagosan közel 2/3-át! E periódus alatt pedig mind Kína

ezt követően Kínában szerelik össze, és végül az USA-ban értékesítik a telefonok igen jelentős hányadát. Az ilyen rendszereket nevezik globális termelési hálózatoknak (*global production network*).

³⁰ A csúszó árfolyamrendszer bevezetését megelőzően 2003-tól fokozatosan készítették fel a bankokat az árfolyam volatilitásából eredő hatások kezelésére. E folyamat részeként bevezették a részvénytársasági formát a bankrendszerben, reformokat hajtottak végre a vállalati szektorban (kiemelten az állami tulajdonú vállalatok esetében), és számos nagyvállalat (és bank) külföldi jegyzése vette kezdetét (Hu, 2010a).

folyó fizetési mérlegtöbblete, mind az USA Kínával szemben fennálló hiánya tovább nőtt (12. ábra). Mindezek fényében tehát aggályosnak mondhatóak azok az amerikai részről elhangzó érvek, melyek szerint az árfolyam drasztikus, akár 50%-os felértékelése megszüntetheti a két ország bilaterális kapcsolatrendszerében felgyülemlett aránytalanságokat.

11. ábra
A jegybanki devizatartalékok havi változásának komponensei, milliárd dollárban



Forrás: People's Bank of China, Customs General Administration of China.

Megjegyzés: a fekete és a szürke oszlopok összege adja a tartalékok változását, míg a fekete oszlop csak az adott hónap kereskedelmi egyenlegét mutatja.

3.1.4. Negyedik fázis – 2008-2010

Kína monetáris hatósága az amerikai jelzáloghitelezésben érezhető pénzügyi feszültségek láttán 2008 első felében lassítani kezdte a júanerősödés ütemét, majd 2008 októberétől újra a dollárhoz rögzítette a kínai valuta árfolyamát. A monetáris politika döntéshozói az 1997-1998-as ázsiai válság negatív tapasztalatainak az ismeretében úgy ítélték meg, hogy a kínai valuta árfolyamának védelme kiemelt prioritású. A kötött árfolyam ugyanis mérsékelni képes Kína világgazdasági turbulenciáktól való kitettségét, valamint kiszámíthatóbbá teszi a kínai gazdaság növekedésének elsődleges forrását biztosító kereskedelem működését.³¹

³¹ A júan dollárárfolyama a Lehman csődje alatt minimális leértékelődést mutatott. Nem kizárt, hogy a PBC e jeleket látva döntött az árfolyamrögzítés újbóli bevezetése mellett. Az árfolyamrögzítéssel Kína gazdaságpolitikai vezetése impliciten kinyilvánította szándékát arra vonatkozólag, hogy kész minden áron

Az „ázsiai oroszlán” növekedési üteme is mérséklődött a válság alatt tapasztalt szűkülő likviditás és a globális kereslet drasztikus esésének eredményeként (bár közel sem olyan mértékben, mint azt a nyugati, fejlett társadalmak esetén tapasztalhattuk). Sok esztendő után, 2009-ben ismét egyszámjegyűvé, 9,2%-ossá vált GDP éves bővülése. A fentiek következményeként a kereskedelmi többlet volumene is jelentős mértékben zsugorodott: a folyó fizetési mérleg korábbi 10%-ot meghaladó aktívuma megfeleződött. A csökkenő kereskedelmi forgalom, valamint a kockázatkerülő befektetői klíma eredményként a tartaléknövekedés korábbi üteme is lelassult – négy hónap esetében csökkenést regisztráltak! Mindezen változások fényében a jüan offshore határidős árfolyamprémiuma is csökkent. Más szóval, a külföldi pénzügyi piacokon jegyzett speciális, egyéves határidős (*non-deliverable forward*, NDF) jüanárfolyam és a spot jüanárfolyam között meglévő pozitív rés – amely a külföldi felértékelődési nyomás egyik leggyakrabban hivatkozott indikátora – minimalizálódott.³² Mindezek fényében, nem meglepő, hogy egészen 2010 tavaszáig a jüanárfolyam ügye nem került újra napirendre az amerikai külpolitikában.

3.1.5. Ötödik fázis – 2010-napjainkig

Kína is, hasonlóan a fejlett világ gazdaságpolitikai gyakorlatához, keynesi típusú keresletösztönzéssel, valamint extrém monetáris lazítással igyekezett válaszokat adni a válság kihívásaira. A gazdaságélénkítő intézkedések, valamint az állam autokratikus szerepvállalásának köszönhetően Kína a világon elsőként tudott kilábalni a válságból. Már 2009 első negyedében dinamikus eszközár emelkedés és gazdasági növekedés vette kezdetét (a fogyasztói árindex emelkedésével párhuzamosan). A Shanghai Composite tőzsdeindex értéke 2009 első hét hónapjában 87%-ot emelkedett, miközben az iparosodott országok még el sem érték el a válság mélypontját.³³ Kína monetáris tanácsa a pozitív gazdasági fejlemények fényében végül 2010 júniusában elérkezettnek látta az időt a 2008 nyarán felfüggesztett árfolyam-politikai reformok folytatására, és ismételten megkezdte a jüan kontrollált, csúszó-szerű irányított lebegtetését – egy továbbra sem nyilvánosan valutakosárral szemben. Az éremnek azonban mindig két oldala van. E gazdaságpolitikai döntéssel ugyanis

megvédeni Kína gazdaságát. Az árfolyamrögzítést ezt követően további, a tőkeáramlást szigorító intézkedések követték.

³² Az egyéves NDF határidős jüanárfolyam ráadásul 2008 decemberében és 2009 januárjában egy esetleges leértékelődést vetített előre!

³³ Megjegyzem, hogy a kezdeti nagy boom, a monetáris politika 2010-es rendkívüli szigorításával kifulladt. Azóta a SSE tőzsdeindex sávós kereskedés jelét mutatja.

feltételezhetően a júanár-folyammal kapcsolatos ismételt növekvő nemzetközi feszültséget is hűteni igyekeztek. Az amerikai képviselőház egyik bizottságának (*Committee on Ways and Means*³⁴) 2010 tavaszi meghallgatásán elhangzó beszédek és javaslatok ugyanis mind Kína „manipulátorként”³⁵ való megjelölését szándékozták előkészíteni. E bizottsági ülésen Fred C. Bergsten (2010a, 2010b) Kínát vádolta a kimagaslóan magas (2009 során a 10%-ot is meghaladó) amerikai munkanélküliségért, míg Ferguson (2010) arról számolt be, hogy a kínai devizatartalékok ilyen nagyfokú koncentrációja felnyitotta a nemzetközi pénzügyi torzulás kialakulásáért felelős Pandora szelencéjét. Véleménye szerint az elmúlt évek növekvő amerikai állampapír vásárlásai mesterségesen alacsonyan tartották az amerikai hozamszinteket – ez pedig közvetetten lehetővé tette az amerikai magánszektor túlköltekezését.

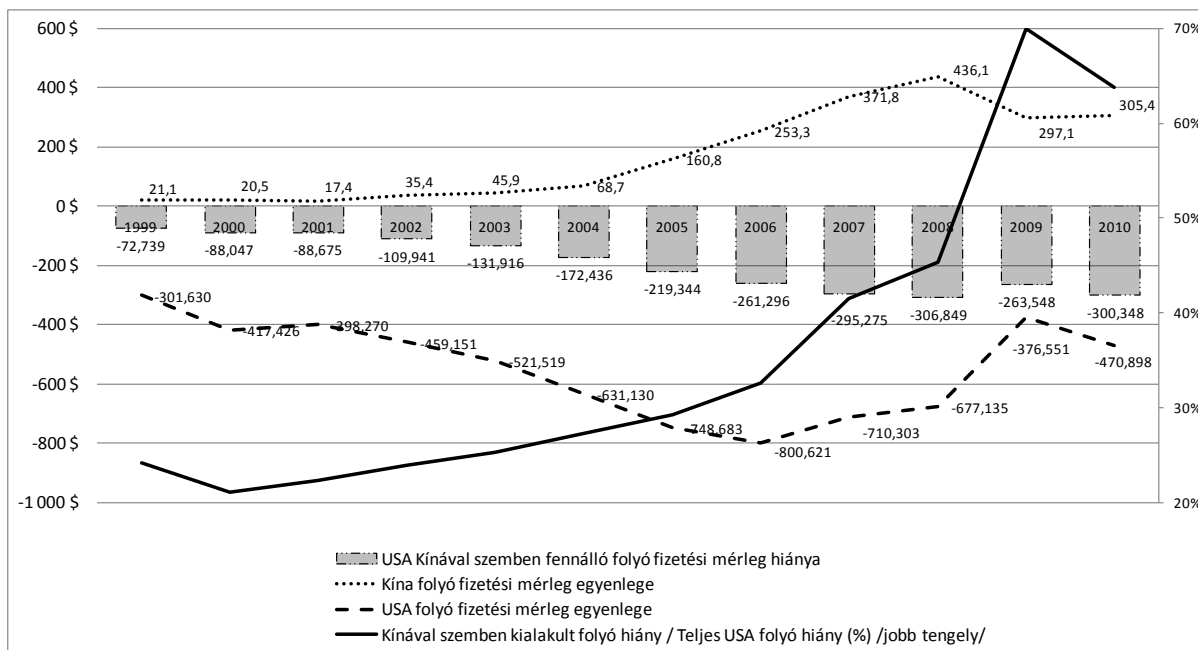
A fentiek ellenére azonban egy dolog biztosra vehető: Amerika Kínával szemben fennálló kereskedelmi hiánya 2006 és 2009 között – amely idő alatt a rekord magas amerikai folyó deficit megfeleződött – arányaiban tovább nőtt! Az USA folyó hiánya 40,5%-al, a kínai többlet pedig 31%-al csökkent 2009-re. Az USA Kínával szemben fennálló hiánya mindez idő alatt azonban csak 14,5%-al mérséklődött! Mindezek mellett a Kínával szemben fennálló hiánynak a teljes amerikai folyó fizetési mérleghiányon belüli aránya 45%-ról 70%-ra emelkedett (12. ábra)!³⁶ Látható tehát, hogy a válság okozta ciklikus – és nem strukturális – változások nem indították meg a várt kiigazítási folyamatokat. Mindennek, továbbá az amerikai munkanélküliségi adatok kétszámjegyűvé válásának a fényében, azóta is fokozatosan emelkedik azon amerikai képviselők és szenátorok száma, akik antidömping intézkedések bevezetését sürgetik az Obama Adminisztrációtól.

³⁴ A képviselőház legrégebb óta működő bizottsága, melynek hatáskörébe olyan kiemelt feladatok tartoznak, mint például az adózási-, a vámtarifa rendszer felülvizsgálata és azok konkrét megalkotása.

³⁵ Abban az esetben, ha a Pénzügyminisztérium a félévente elkészülő külkereskedelmi jelentésében – a Bizottság javaslatára – úgy ítélné meg, hogy Kína a versenyképességének fokozása érdekében önkényesen beavatkozik valutájának árfolyamába – és ezzel az amerikai gazdaságot hátrányos helyzetbe hozza –, akkor az amerikai törvényhozásban büntetővámok kivetését kezdeményezhetik Kínával szemben.

³⁶ Míg az USA teljes importja 2008 és 2009 között 25,8%-al csökkent az amerikai statisztikai hivatal kimutatása szerint, addig a kínai import „csupán” 12%-al mérséklődött. Ennek háttérében az eladósodott, egyre elszegényedő amerikai lakosság fogyasztási szokásaiban bekövetkezett változások állhatnak – a vásárlói kosárban vélhetőleg az olcsóbb kínai termékek nagyobb súlyt kaptak.

12. ábra
Kína és az USA folyó fizetésimérleg egyenlegének, valamint az USA Kínával szemben fennálló hiányának alakulása, 1999 - 2010



Forrás: CEIC

Kína vezető politikusai az amerikai diplomáciai nyomás ellenére továbbra is azt hangoztatják a nemzetközi fórumokon, hogy Kína monetáris politikája kizárólag Kína szuverén ügye. Hu Csin-tao államelnök a 2010. április 13-i amerikai-kínai csúcstalálkozón úgy fogalmazott, hogy „Kína nem enged a külső erőknek. A júnnal kapcsolatos bármilyen döntés csakis a gazdaság saját szükségleteinek fényében hozható meg.” Mindezek mellett azonban azt is hozzátette, hogy Peking továbbra is elkötelezett a változásokra, és figyelembe fogják a reformfolyamat során venni a globális gazdaság igényeit (Eckert et al., 2010).³⁷

A csúszó árfolyamrendszer újbóli, 2010. június 19-i bevezetésével egyidejűleg egy a jegybank honlapján megjelent sajtónyilatkozat arról számolt be, hogy az árfolyam rugalmasabbá tételét a pénzügyi krízist követő konszolidáció tette lehetővé. Mindazonáltal továbbra sem hozták nyilvánosságra az árfolyam-liberalizáció ütemtervét, és az árfolyam korábbi $\pm 0,5\%$ -os sávjának kiszélesítésére sem került sor. A bejelentést követő első kereskedési napon a júan dollárárfolyama $0,4\%$ -al, az azóta eltelt idő alatt – 2011 végéig – pedig további bő 7% -al erősödött.

³⁷ Érdekes módon az amerikai adminisztráció – vélhetőleg – felismerve az egyoldalú protekcionista intézkedésekből származó esetleges káros hatásokat, a 2010. április 15-re tervezett fél éves pénzügyminisztériumi jelentés publikálását – amelyben valószínűleg árfolyam manipulálásával vádolták volna meg Kínát – határozatlan időre elnapolta. E fronton pedig mind a mai napig nem történt változás.

Jelen körülmények ismeretében úgy gondolom, hogy az árfolyamerősödés kontrollált keretek között való mérsékelt ütemű folytatódása és az árfolyamsáv ($\pm 1-3\%$ -os) kiszélesítése várható a jövőben.

Úgy vélem azonban, hogy a jüanárfolyam 2005 óta megfigyelt 28%-os erősödésének a kereskedelmi mérlegre gyakorolt kiigazító hatása nem automatikus, és közel sem olyan egyértelmű, mint ami a tankönyvi példákából következne (ezt árnyalja a 12. ábra is). A szakirodalom e témakörben az utóbbi időben megosztottá vált. Figyelembe véve Kína exportjának magas importhányadát és annak összetételét, felmerülhet a kérdés, hogy a kínai valuta erősödésével a kínai exporttöbblet valóban csökkenne-e?³⁸

3.2. Reálárfolyam-mutatók időbeli alakulása: Alulértékelt-e a kínai valuta?

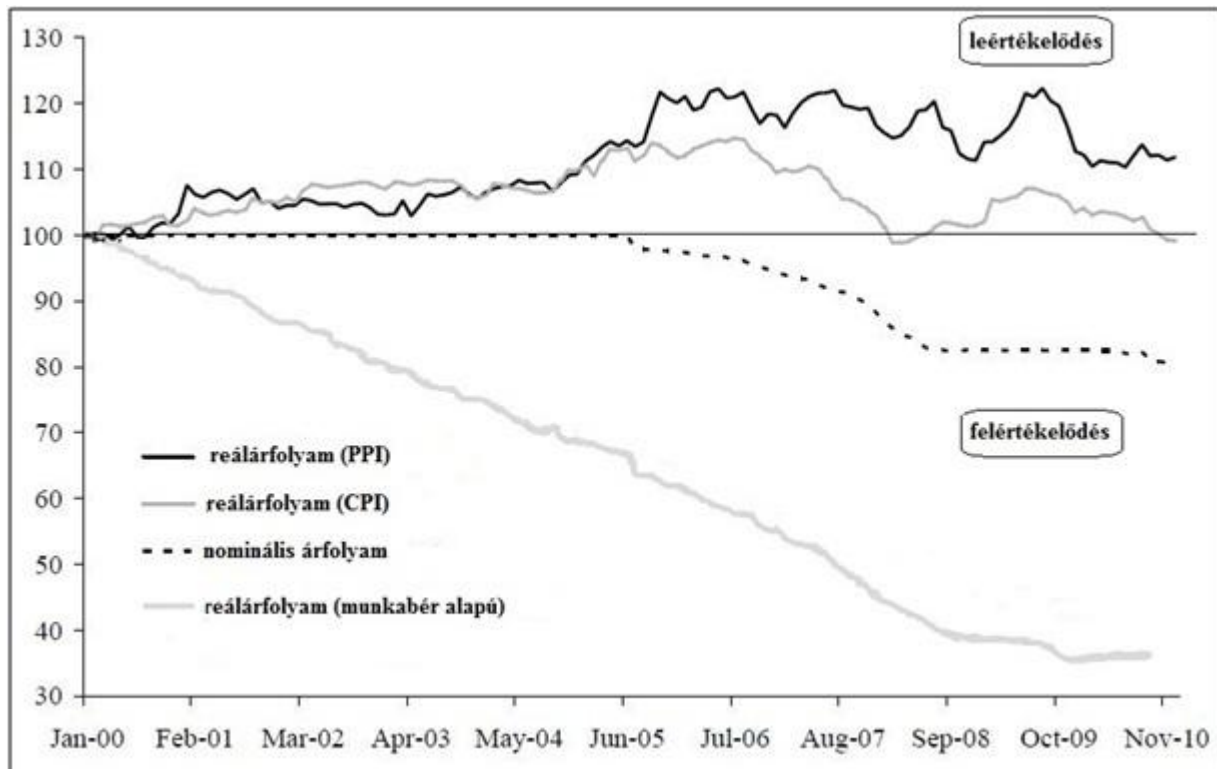
A jüan dollárárfolyamának előző fejezetben bemutatott szakaszai csupán a kínai valuta nominális árfolyamát vizsgálta. Nem esett azonban szó a versenyképesség változását kifejező reálárfolyamról. Ennek elemzése pedig éppolyan elengedhetetlen, mint a nominális árfolyamé, hiszen a jüan reálárfolyama annak ellenére mutatott folyamatos leértékelődést a dollárral szemben 1994 és 2005 között, miközben annak nominális árfolyam nem változott. A *Balassa-Samuelson* (Balassa, 1964; Samuelson, 1964) modell feltevése szerint a termelékenység javulása a gazdasági felzárkózás során eltérő sebességgel megy végbe a feltörekvő országok egyes ágazataiban. Tekintettel arra, hogy a termelékenység javulása a külkereskedelmi forgalomra termelő szektorokban – a verseny következtében hatékonyabbá váló termelési szerkezet miatt – gyorsabb, mint a hazai fogyasztásra termelő szektorokban, az előbbi ágazatok nominális bérnövekedése idővel átgyűrűződik az utóbbi ágazatokba is³⁹ – ahol

³⁸ Lau (2003) egy 2003-as tanulmányában rámutatott arra, hogy az exportált kínai áruk belföldi hozzáadott értéke valójában a termék fajlagos költségének csupán a 30%-a, az USA-ba szállított áruk esetén pedig ez az arány 20%! Garcia-Herrero, Koivo (2009) szerint az ázsiai külkereskedelem nagyarányú vertikális integrációja miatt az ázsiai országokból Kínába importált áruk javarészt az exportárúk kiegészítője és nem azok helyettesítője. Az elméletük szerint a jüanárfolyam erősödése az Ázsiából (főként „Kis Tigrisektől”) tovább-feldolgozásra importált áruk árát csökkenti, ami pedig kétségessé teszi a külkereskedelemre termelt kínai áruk árának növekedését, és így a hatalmasra nőtt kereskedelmi aktívum csökkentését.

³⁹ Általánosságban a munkapiacok országon belüli rugalmassága magas. Kínában az 1980-as évek elejéig azonban más volt a helyzet. A *hukou*, azaz a lakosság-nyilvántartó rendszer nem tette lehetővé – sőt szigorúan tiltotta – a migrációt. *Hukou* igazolvány felmutatása nélkül nem lehetett ételt vásárolni, nem járt egészségügyi ellátás, és nem lehetett munkát vállalni. A reform és nyitás politikájának kihirdetését követően, a mezőgazdaság modernizációja során felszabaduló vidéki többletmunkaerő számára nyílt meg először a lehetőség a városi munkavállalásra – bizonyos korlátozások mellett. Az azóta eltelt 30 év alatt a *hukou* rendszerén számos alkalommal enyhítettek. Mindezt az a számadat is alátámasztja, miszerint míg a migráns munkavállalók száma 1980-ban csupán 2 millióra volt tehető, addig 2010-re számuk 221 millióra emelkedett! Habár a *hukou* rendszere mind a mai napig fennmaradt, és továbbra is lassítja a migráció intenzitását (pl.: vidékiként nehéz beíratni a gyermeket az iskolába; orvosi ellátás csak fizetés ellenében történik, stb...), a nyomorból való menekülni akarás olyannyira erős Kínában, hogy ma már évről évre több mint 200 millióan vállalják a rendszer negatív

a termelékenység nem (vagy nem olyan mértékben) növekedett. A bérszínvonal általános emelkedése pedig végső soron inflációs hatással jár. E folyamat során rögzített nominális árfolyam ellenére is felértékelődhet egy valuta az árszínvonal növekedésén keresztül. A relatív árak módosulása pedig ilyenformán kiigazíthatja a reálárfolyam változásán keresztül a kereskedelmi egyensúlytalanságot kiváltó fizetésimérleg többletet vagy hiányt.

13. ábra
A júan nominális és reálfolyamának változása



Forrás: IMF, McKinnon et al. (2011)

Megjegyzés: 2000.01.01 = 100%

A 13. ábrán két árindex-alapú és egy költségalapú reálárfolyam kumulált változása látható a nominális árfolyam változása mellett. Első ránézésre is igen nagyfokú divergencia figyelhető meg a reálárfolyamok alakulása között. Az alábbiakban arra teszek kísérletet, hogy az eltérés okait feltárjam.

Alapesetben a BS hatás érvényesülését várhatnánk. Azaz a modell szerint Kína feldolgozóiparának növekvő – Amerikával szemben fennálló – versenyelőnyét az árszínvonal

diszkriminatív mivoltából eredő kellemetlenségeit. A hukouról és a kínai munkaerő-áramlás mobilitásáról bővebben Fang et al. (2009) tanulmányában olvashatunk.

emelkedésének – és azon keresztül a reálárfolyam erősödésének – kellene ellensúlyoznia. Mindez pedig a fogyasztói/termelői árak, avagy a munkabérek emelkedésén keresztül valósulhatna meg. Ez utóbbi, úgy tűnik meg is valósul. A munkabér alapú reálárfolyam a termelékenységgel növekedésével ugyanis egyenes arányos erősödést mutat.⁴⁰

Az árindex-alapú mutatók ezzel szemben egy egészen más képet festenek. A fogyasztói árindex alapú reálárfolyam láthatóan alig változott napjainkra 2000-hez képest. A júan reálértelében az amerikai–kínai inflációs rés emelkedésével párhuzamosan egészen 2006-ig gyengült. Ezt követően az árfolyam-politikai célok lazításával (3 év alatt 21%-al erősödött a júan dollárárfolyama), valamint a kínai CPI felgyorsulásával (2008 nyarán az infláció a 8%-ot is meghaladta!) a valuta reálértéke némiképp erősödött. Az utóbbi másfél év során, 2010 nyara óta pedig további reálerősödésnek lehettünk szemtanúi a gyorsuló kínai infláció (~5-6%) és a 2010-ben újra bejelentett menedzselt lebetegítés fényében. Összességében azonban az elmúlt tíz év tekintetében a júan reálértelében alig tudott erősödni.

A termelői-árindex (PPI) alapú reálárfolyam is hasonló, bár még erőteljesebben leértékelődő dinamikát mutat, mint a fogyasztói-árindex alapú mutató. Ennek hátterében a nemzetközi összehasonlításban is igen kedvező kínai termelési tényezőárak állnak. Mint ismeretes, a kínai hatóságok számos a termelés során nélkülözhetetlen erőforrás (pl.: energia és üzemanyag árak) árát szabályozzák, amellyel az árszínvonal emelkedését és azon keresztül az infláció elszabadulását igyekeznek kordában tartani.

Az árindex-alapú reálárfolyamok tehát azt mutatják, hogy Kínában a reálkonvergencia nem következett be. Kína és az USA között kialakult kereskedelmi és pénzügyi egyensúlytalanságok pedig részben e reálfelértékelődés elmaradására (és ilyenformán a versenyelőny átcsoportosulására) vezethetőek vissza.

McKinnon et al. (2011) a kelet-ázsiai térség valutáinak átfogó vizsgálata során megállapította, hogy a fogyasztói árindex és munkabér alapú reálárfolyam között megfigyelt eltérés csupán Kína esetében ilyen jelentős. Míg Kínában 10 év alatt 70%-ra nyílt az olló, addig a kontrollcsoport esetében ez a rés csupán a 10-20%-os.

E divergencia véleményem szerint részben a monetáris hatóságok sterilizációs tevékenységére vezethető vissza. A devizapiaci intervenció melléktermékeként keletkező júan-többletlikviditás folyamatos, nem piaci alapú semlegesítése ugyanis lehetővé teszi az infláció,

⁴⁰ Kína egységnyi munkaerőköltsége (más néven termelékenységre jutó fajlagos bérköltsége, továbbiakban: *ULC*) az elmúlt két évtized során kisebb mértékben emelkedett, mint az Egyesült Államokban. Mindezekből az következik, hogy a munkaerőköltségek emelkedése ellenére Kína versenyelőnye az idők során tovább nőtt az amerikai riválissal szemben. Az *ULC* alapú árfolyamról a következő fejezetben lesz részletesen szó.

így a reálárfolyam kordában tartását a monetáris aggregátumok koordinált emelkedése mellett. Mindez pedig feltételezésem szerint magyarázatot szolgáltat arra, hogy a termelői és fogyasztói árak miért nem emelkedtek olyan mértékben, mint a munkaerő költségek. E tények ismeretében úgy vélem, hogy a hatósági árszabályozás fokozatos megszüntetése, az exportszektorok – különösen az állami tulajdonú vállalatoknak – nyújtott kedvezményes hitelkondíciók kivezetése, és a monetáris sterilizáció intenzitásának csökkentése eredményezhet reálárfolyam-erősödést, amely egyúttal mérsékelné a fizetésimérleg aránytalanságokat és a jüanárfoyyammal kapcsolatban kialakult nemzetközi feszültségeket. Ez utóbbi megvalósulásához azonban mindenképpen nemzetközi kooperációra lesz szükség. Továbbá amíg az Egyesült Államok, valamint a nyugati, fejlett gazdaságok részéről strukturális változások (fogyasztási-megtakarítási aránytalanságok csökkentése) nem következnek be, addig Kínának sem nyílik lehetősége a probléma mérséklésére. Tekintettel ugyanis a fejlett gazdaságokat sakkban tartó likviditási csapdára, és az ennek következményeként kialakult globálisan rendkívül alacsony hozamszintekre, nem várható, hogy a hozamvadász, spekulációs célú forrotőke motivációja rövidtávon csökkenjen. Mindezek fényében pedig Kínának nem marad más választása, mint a többletlikviditás folyamatos semlegesítése.

3.3. Az alulértékelttség fokának egységnyi munkaerőköltség szerinti megközelítése

A reálárfolyamok időbeli vizsgálata során nem szabad megfeledkezni arról, hogy azok önmagukban semmit nem mondanak az egyensúlyi árfolyamhoz képesti helyzetükről (Halpern, 1997). Ezek szerint, javuló versenyképesség esetén is lehet rossz versenyképességű, vagy megfordítva, romló versenyképesség esetén is lehet jó versenyképességű egy gazdaság. Halpern (1997) szerint az egyensúlyi reálárfolyam a gazdasági felzárkózás kezdeti időszakában gyorsan változik, még hozzá oly módon, hogy az idő előrehaladtával a valuta felértékelődésének üteme akár egyensúlyinak is tekinthető. Egy olyan dinamikus gazdasági felzárkózáson átesett ország esetében, mint Kína, nagy bizonyossággal várhatnánk, hogy a valuta egyensúlyi reálárfolyama idővel erősödést mutat. A 13. ábra fényében azonban tudjuk, hogy a jüan árindex-alapú reálárfolyama csupán minimális felértékelődést mutatott a dollárral szemben, aminek következtében feltételezhetően mind a jüan reálárfolyama, mind a nominális árfolyama egyre távolabb került az egyensúlyi árfolyamtól, azaz a kínai fizetőeszköz egyre alulértékeltté vált.

Az a tény, hogy Kína esetében a reálárfolyam tartósan eltér az egyensúlyi árfolyamtól,

kedvezőtlen következményekkel jár nem csak a fejlett piacokra, hanem saját gazdaságára nézve is. Ebben a helyzetben ugyanis olyan tevékenységek (iparágak) tűnhetnek gazdaságosnak, amelyek azonban a valóságban közel sem azok.⁴¹

A szakirodalomban számtalan becslési módszer és technika létezik a valutaárfolyam és az egyensúlyi árfolyam közötti eltérés számszerűsítésére. Leggyakrabban a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg azon tételeit tekintik kiindulópontnak, amelyek viszonylag tartós elkötelezettséget fejeznek ki.

A jüan alulértékeltségével kapcsolatban a szakirodalom igen megosztott. A 0%-tól egészen az 50%-os alulértékeltségig számtalan kutatási eredményt publikáltak. Többségük úgy ítéli meg, hogy a globális egyensúlytalanságokból eredő aránytalanságok és feszültségek megszüntetéséhez a jüan nominális dollárárfolyamának 30-40%-os felértékelésére volna szükség. Mindez pedig a jüan kereskedelmi súlyozású effektív árfolyamának kb. 25%-os erősödésével lenne egyenértékű (Bergsten,2010a; Cline és Williamson,2009; Goldstein és Lardy, 2009; Ferguson,2010).

Fred C. Bergsten (2010a, 2010b), a neves amerikai *Peterson Institute* Kutatóintézetének elnöke, az amerikai Kína-ellenes „tábor” egyik legnagyobb szószólója. A rendkívül magas amerikai munkanélküliségért Bergsten Kína árfolyam-politikáját okolja. Úgy véli, hogy a jüanárfolyam 25-40%-os felértékelésével a kínai folyó fizetési mérlegtöbblet kb. 3-4%-ra zsugorodna. Számítása szerint egy ilyen kiigazítás körülbelül 100-150 milliárd dollárral csökkentené az USA kereskedelmi hiányát. Mivel minden pótlólagos 1 milliárd dollár exporttöbblet hozzávetőlegesen 6000-8000 új amerikai munkahelyet teremt, ezért úgy véli, hogy egy ilyen kereskedelmi korrekció 600000–1200000 új munkahelyet hozna létre Amerika feldolgozóiparában. Bergsten érvelése azonban vitát tűr, hiszen míg Kína devizatartaléka és a folyó fizetési mérlegtöbblete 2003 és 2008 között dinamikus bővült, addig 2003 és 2007 között az amerikai munkanélküliségi ráta 6%-ról 4%-ra csökkent! Miután az amerikai másodlagos jelzálogpiaci problémák a felszínre törtek és ragályossá váltak, az amerikai munkanélküliek száma bő másfél év alatt megduplázódott! Úgy hiszem, hogy e drasztikus növekményért pusztán Kína árfolyam-politikáját nehéz lenne okolni.

A globális monetarista szemléletmód közgazdászai, Ronald McKinnon és Gunther Schnabl (2003,2007, 2008) az előzőekkel ellenétben nem gondolják azt, hogy a jüan túlságosan

⁴¹ A gyenge reálárfolyam, a hatósági árszabályozás, és a támogatott hitelek az exportra termelő, illetőleg (részben) az importhelyettesítő iparágakat hozzák kedvező (versenyképes) helyzetbe. Mindhárom esetben forrás-reallokáció történik a terciér szektorból a külforgalomra termelő szektor irányába. E túlzott és indokolatlan forrásátcsoportosítás okozza Kína reálgazdaságának nagyfokú torzulását.

gyenge. A növekvő számú bilaterális kereskedelmi megállapodások fényében úgy vélik, hogy a kínai valuta fokozatosan kezdi átvenni Ázsia korábbi kulcsvalutájától, a jentől az értékmérő szerepet. Véleményük szerint a jüanárfolyam stabilitása és kiszámíthatósága rendkívül fontos a térség gazdasága számára. Elutasítják a kereskedelmi mérleg egyensúlytalansága és a jüan dollárárfolyama között feltételezett ok-okozati viszonyt, és úgy hiszik, hogy Kína folyó fizetési mérlegtöbblete csakis a rendkívül magas kínai megtakarításokra és az amerikai túlfogyasztásra vezethető vissza. Ezért annak ilyenformán, nincs köze az árfolyam jelenlegi szintjéhez.

Tekintettel arra, hogy a fogyasztói árindex alapú reálárfolyamok vizsgálatára épülő elemzések nem konkrétan az exportszektorok közötti összefüggéseket veszik górcső alá, olyan mutató használata a legkézenfekvőbb, ami egyszerre veszi figyelembe a bérköltségekben és a kibocsátásban történő változásokat. A megoldás az egységnyi termék előállításához szükséges bérköltségek összehasonlításában keresendő. A fajlagos munkaerőköltség változásából lényeges következtetések vonhatóak le az ország bruttó bérszínvonalára, a munka termelékenységére, valamint a valuta árfolyamára vonatkozólag. Ha a munka termelékenysége nem emelkedik a várt ütemben, a valuta leértékelés – vagy éppen a felértékelés elmaradása – ilyenformán csak rövidtávon javíthatja a gazdaság nemzetközi versenyképességét.⁴²

Kína esetében azonban más a helyzet. Bár az elmúlt tíz év során mind a bruttó bérszínvonal, mind a foglalkoztatottak száma (ez utóbbi bizonyos stagnálások mellett) emelkedett, a termelékenység és a kibocsátás ezeket is meghaladó mértékben nőtt.

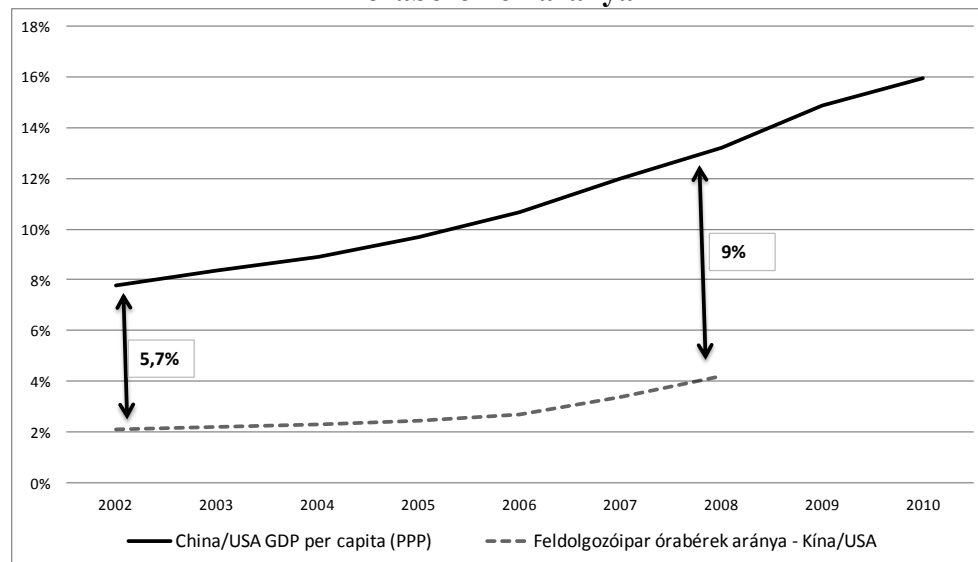
A vizsgálat során abból indultam ki, hogy a feldolgozóipar – amely esetében elvileg a tőke- és a munkaerő-állomány kihasználása nem függ a természetierőforrás-ellátottságtól – bérköltségének különböző országok közötti, azonos valutába kifejezett aránya a munka termelékenységének egyik legáltalánosabb kifejezője. A szükséges adatokat az amerikai Munkaügyi Statisztikai Hivatal (BLS) adatbázisából, továbbá Banister (2005, 2009, 2011) tanulmányaiból vettem.⁴³

⁴² Halpern (1997) szerint a nominális árfolyam hosszú távon a teljesen differenciált termék- és erőforrásvilágban nem befolyásolja a reálárfolyam-mutatót. Mindezekből pedig az következik, hogy az árfolyamot nem lehet tartósan a versenyképesség szolgálatába állítani.

⁴³ Judith Banister (2005, 2009, 2011) Kína feldolgozóiparának bérköltségét, a természetbeli hozzájárulások mértékét és azok összetételét, továbbá az alkalmazottak számának alakulását elemzi számos az amerikai Munkaügyi Szemlében megjelent cikkében. Munkája azért számít úttörőnek e területen, mert az egységnyi munkaerőköltségek összehasonlításához szükséges kínai adatsorokat az elsődleges forrásnak tekinthető amerikai Munkaügyi Statisztikai Hivatal nem jegyzi. Ennek az az oka, hogy Kína bérezési és juttatási rendszere rengeteg sajátossággal bír, továbbá, hogy a kínai statisztikai hivatalok adatgyűjtési és közzétételi gyakorlata nagyban különbözik a nemzetközi standardoktól. Mindez pedig rendkívüli módon megnehezíti az adatok pontos

Kína feldolgozóiparának átlagos órabére 2008-ban mindösszesen az amerikai béreknek 4%-át érte el (a kínai munkások 1,36 dollárt, míg az amerikai társaik 33,5 dollárt kerestek óránként)! Hasonló arányt várhatnánk az egy főre jutó vásárlóerő paritáson számolt GDP esetében is. Mint azonban azt a 14. ábra is mutatja, az eltérés – amely 2002 és 2008 között nőtt – igen jelentős. Ez az arány 13% volt 2008-ban, ami további 3%-al emelkedett 2010-ig. Ferguson et al. (2010) arra hívja fel a figyelmet, hogy az átmenet időszaka alatt az ilyen jellegű eltérések nem rendkívüliek a feltörekvő gazdaságok esetén. Mindebből azt a következtetést vonhatjuk le, hogy Kínának jelentős komparatív előnye van a munkaerőköltségek tekintetében.

14. ábra
Kína és az Egyesült Államok egy főre jutó kibocsátásának és a feldolgozóipar órabéréinek aránya



Forrás: World Bank, Banister (2011)

A versenyképességet számszerűsítő kínálati mutatók egyik gyakran használt indexe az egységnyi munkaerőköltség, vagy más néven a termelékenységre jutó bérköltség (*Unit Labor Cost*, továbbiakban *ULC*). Az *ULC* elsősorban azonos ágazatok (főként a feldolgozóipar) versenyképességi viszonyainak összehasonlítására szolgál, ami a hozzáadott értékre eső bérek és közterhek arányával fejezhető ki. Török (1996) úgy véli, hogy a nyereség vagy a piaci részesedés növelésének egyik forrása a versenytársakhoz viszonyított alacsonyabb fajlagos költségekben keresendő. E megállapításból kiindulva az *ULC* mutatók időbeli változásának egymáshoz viszonyított arányából vezettem le Kína és az Egyesült Államok

nemzetközi összehasonlíthatóságát. Ez lehet az oka annak, hogy Banister (2011) legújabb 2011-ben közzétett tanulmányában a legfrissebb bérköltségre vonatkozó információk 2008-as adatokra vonatkoznak!

versenyelőnyének átrendeződését.⁴⁴ Míg az amerikai egységnyi munkaerőköltség-adatokat a BLS adatbázisából töltöttem el, addig Kína esetében a World Bank honlapján, valamint Banister (2011) cikkében található adatokra támaszkodtam.

Kína esetében a termelékenységre jutó bérköltséget az alábbi képlet segítségével határoztam meg:

$$ULC_{China} = \frac{w_h * 2200 * n_{emp}}{Y} \quad (1)$$

,ahol w_h a feldolgozóipar egy órára jutó – járulékokkal és természetbeni juttatásokkal korrigált – dollárban kifejezett átlagos bérköltsége, n_{emp} a feldolgozóipari alkalmazottak száma, és az Y pedig a feldolgozóipar éves hozzáadott értéke. Az órabér azért 2200-al került felszorzásra, mert az ünnepek, szabadságok, valamint a városban dolgozó vidéki migráns munkaerő ingázásához szükséges napok számát is figyelembe vettem, amikor heti 50 órás, évi 44 hetes munkarendet feltételeztem.⁴⁵ Az eredményt a 3. táblázat tartalmazza. Látható, hogy a 9 évből 6 esetben Kína feldolgozóiparának fajlagos munkaerőköltsége nagyobb mértékben csökkent (vagy kisebb mértékben nőtt), mint az USA-ban. Az ULC különbség sorának negatív értéke azt jelenti, hogy Kína versenyképessége az egységnyi munkaerőköltségek tekintetében az adott évben nőtt. Másképpen megfogalmazva, olyan mértékű éves jüanerősödés semlegesíthette volna Kína versenyképességének növekedését, amekkora (negatív) értéket vett fel az ULC különbség sora.

⁴⁴ Az egységnyi munkaerőköltségek vizsgálatánál fel kell hívni a figyelmet az eredmények korlátozottságára! A számítások ugyanis a feldolgozóipar egészére vonatkozó adatokkal operálnak. A külkereskedelemben érintett illetve nem érintett feldolgozóipari költségek elkülönítésére nincs lehetőség a statisztikai adatsorok hiánya miatt.

⁴⁵ Banister (2005,2009,2011) szerint a kínai feldolgozóipar esetében a városokban 48 órás munkahéttel és évi kb. 45,5 heti munkával, míg vidéken 50 órás munkahéttel és évi 44 héttel lehet kalkulálni.

3. táblázat
Kína egységnyi munkaerőköltségének (ULC) változása

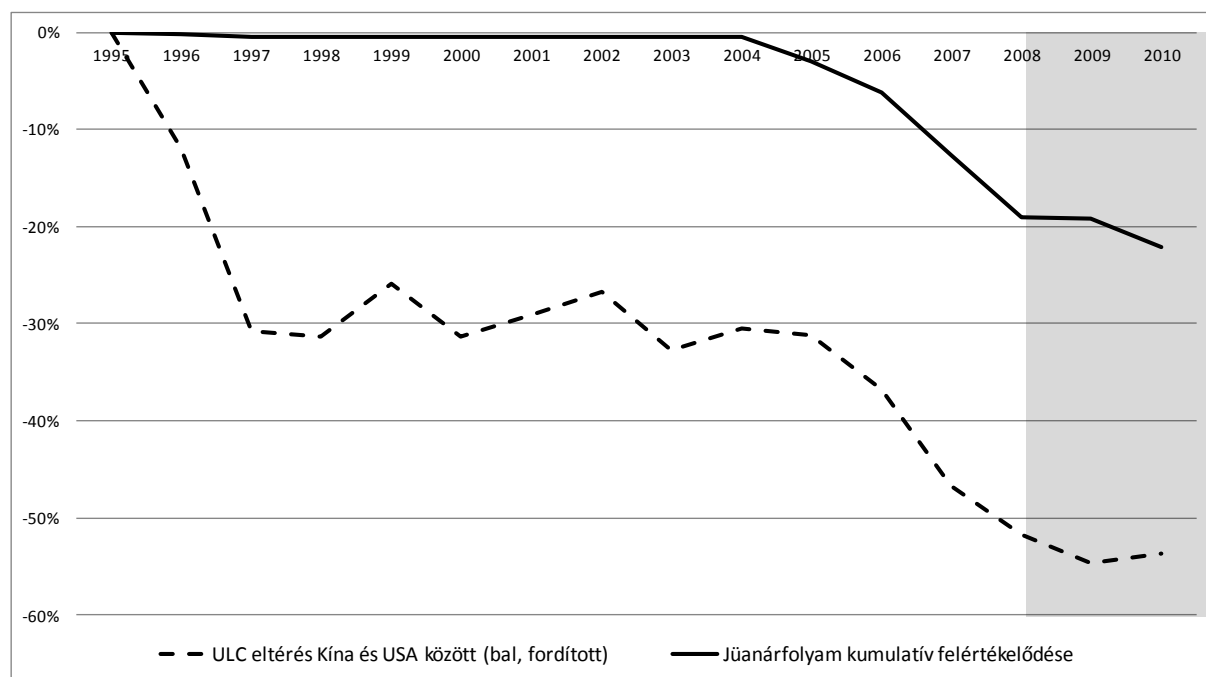
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Átlagos éves bérköltség a feldolgozóiparban (folyó US \$)	1024,0	1169,0	1254	1364	1452	1606	1782	2332	2992
Feldolgozóipari alkalmazottak száma (millió fő)	102,0	101,1	100,7	102,5	106,2	110,6	112,6	97,9	99,0
Feldolgozóipar hozzáadott értéke (folyó milliárd US \$)	384,9	419,1	456,7	539,0	625,2	733,7	893,1	1149,7	1488,6
Kína ULC éves változás	-5,5%	3,9%	-2,0%	-6,1%	-4,9%	-1,8%	-7,2%	-11,6%	0,2%
USA ULC éves változás	0,0%	1,7%	-4,3%	-0,2%	-7,2%	-1,1%	-1,5%	-1,7%	5,2%
ULC különbség	-5,5%	2,2%	2,4%	-5,9%	2,2%	-0,7%	-5,6%	-9,9%	-5,0%

Forrás: saját számítás, World Bank, BLS, Banister (2005,2009,2011)

Számításaim szerint 1995 és 2008 között Kína egységnyi munkaerőköltsége 51%-al vált kedvezőbbé az USA-hoz képest. Mindezen oknál fogva a 2005 óta tapasztalt kb. 28%-os nominális felértékelődés nem volt elegendő a termelékenységre jutó bérköltség-különbségek eliminálására – azaz a kínai termelékenység-növekedés ellensúlyozására (15. ábra).

Az ULC mutatók éves változásának országonkénti egymáshoz viszonyított arányából a jüan ULC alapú reálárfolyamát kapjuk meg. Látható, hogy 2004-et követően (1996 és 1997 után) az ULC alapú reálárfolyam a nominális jüanárffolyam további felértékelésének szükségességét indikálja.

15. ábra
A jüanárffolyam kumulatív felértékelődése, és a jüan ULC alapú reálárfolyama



Forrás: CEIC, saját számítás

Megjegyzés: 2009 és 2010-re vonatkozó ULC adatok tekintetében az ábra a szerző kalkulációját mutatja. A prognózis során változatlanul vette a kínai feldolgozóipar alkalmazottainak számát (99 millió fő), valamint a

megelőző évek bérköltség-változását figyelembe véve évi 9,5%-os bérnövekedést extrapolált a 2009-2010-es periódusra.

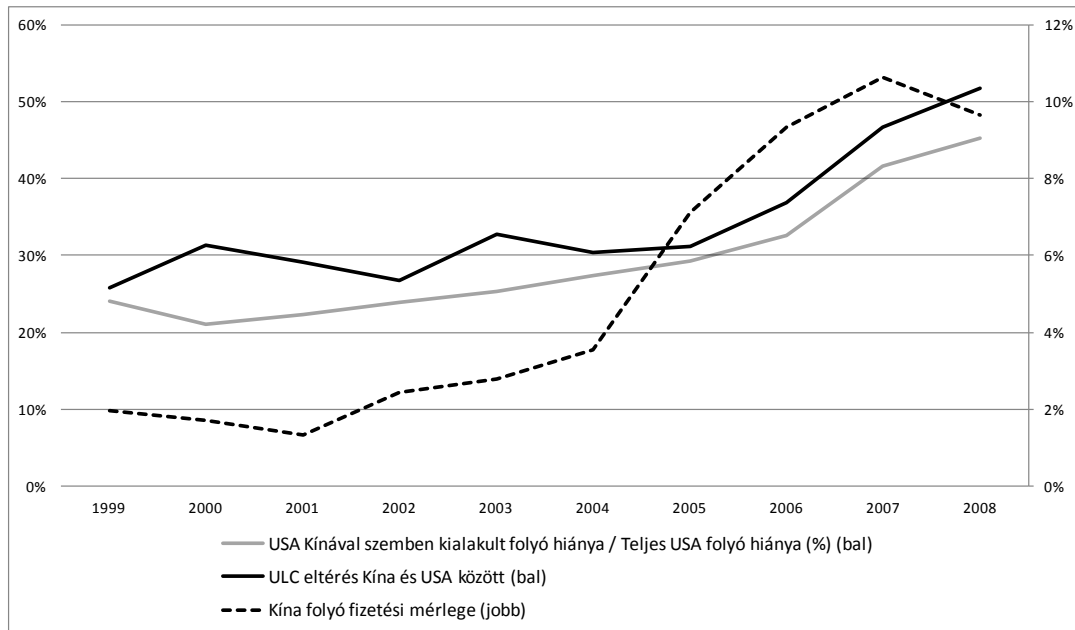
Az ULC alapú reálárfolyam, valamint a kínai-amerikai folyó fizetési egyensúlytalanságok vizsgálata során azt találtam, hogy az Egyesült Államok Kínával szemben fennálló folyó fizetési hiánynak a teljes amerikai folyó hiányon belüli aránya együttmozgást mutat az ULC alapú reálárfolyammal (16. ábra). Mindez azt a feltételezést erősíti, hogy Kína javarészt még mindig feldolgozóipar alapú exportszektorának az amerikai piaccal szembeni versenyelőny-növekedése az USA kínai importjának emelkedését, továbbá a Kínával szemben fennálló hiány növekedését eredményezi. Mindezt Kína folyó fizetési mérlegtöbbletének GDP arányos változása is megerősíti. Az együttmozgás akkor válik szemmel láthatóbbá, amikor Kína folyó fizetési mérlegtöbblete intenzíven emelkedni kezd 2003-at követően.

A fenti eredmények fényében úgy látom, hogy Kína és az Egyesült Államok között kialakult kereskedelmi egyensúlytalanság a kínai feldolgozóipar csökkenő egységnyi munkaerőköltsége miatt bekövetkező növekvő versenyelőnyére vezethető vissza. Kína fajlagos munkaerőköltsége 1995 és 2008 között 52%-al vált kedvezőbbé, ami a jüan nominális dollárárfolyamának ez idő alatt tapasztalt 21%-os erősödése mellett egy további körülbelül 31%-os erősödést tesz szükségessé.⁴⁶ E versenyelőny a prognózis szerint 2010-re sem csökkent.

Mindez azt jelenti, hogy a relatív munkaerő-költség változások következtében kialakult versenyelőny átrendeződést a jüan dollárárfolyamának további kb. 30%-os erősödése tudná ellensúlyozni.

⁴⁶ Fel kell hívni a figyelmet az eredmények értelmezhetőségének korlátaira, hiszen a kínai statisztikai adatok hitelessége nincs kőbe vésve, valamint a kínai statisztikai hivatal olyan standardizált számokat nem közöl a feldolgozóipar egységnyi munkaerőköltségével kapcsolatban, amelyek a legtöbb ország esetében elérhetőek – mindez pedig az pontos összevethetőség problémáját veti fel.

16. ábra
A jüan ULC alapú reálárfolyama és az USA Kínával szembeni folyó fizetési mérleghiányának aránya a teljes hiányon belül, valamint Kína folyó fizetési mérlegtöbbletének alakulása, 1999-2008



Forrás: CEIC, saját számítás

3.4. Történelmi visszatekintés: tanulságok Kína számára

Az előző fejezetek során a reálárfolyam-mutatók, valamint a termelékenységre jutó relatív bérköltség elemzésével világítottam rá a kínai valuta alulértékelttségének fokára. A számítások szerint Kína az egységnyi munkaerőköltségek tekintetében 30%-al vált versenyképesebbé Amerikával szemben az 1990-es évek közepéhez képest, ami a két ország között kialakult diplomáciai feszültség első számú forrásának tekinthető. A rendszeres külföldi kritika ellenére a kínai hatóságok azonban megtagadják a gazdaság szuverenitására hivatkozva a nagy(obb) mértékű jüanfelértékelést, aminek háttérben vélhetőleg a gazdasági növekedés visszaesésétől való félelmek állhatnak.⁴⁷ Bár a pénzügyi világválság óta a belső keresletorientált gazdasági növekedés és a hazai felvevőpiac szélesítése kapott nagyobb prioritást a párt gazdaságpolitikai céljai között, ennek megvalósítása és az exportteljesítménytől való „függőség” mérséklése azonban csak hosszabb távon képzelhető el. Mivel Kína kereskedelmi- és árfolyam-politikájának fentebb bemutatott karakterisztikái, valamint a devizaintervencióval és jegybanki tartalék-felhalmozással párosuló exportvezérelt gazdasági növekedése nem új a nap

⁴⁷ A Kínai Kommunista Párt kongresszusa évi 8%-os növekedési célt határozott meg az ország gazdasági felemelkedésének kritériumaként. Egybehangzó véleményük szerint ez a gazdasági bővülés biztosítja a szegénység fokozatos felszámolását, és a feszültségektől mentes stabil társadalmi légkört.

alatt, ezért érdemes visszatekinteni a gazdaságtörténelemben, hogy egy hasonló gazdasági berendezkedéssel rendelkező ország milyen időtávon volt képes megvalósítani merkantilista céljait.

Számos történelmi példa van arra vonatkozóan, hogy a nemzeti valuták mesterségesen leértékelt árfolyama mellett lehetséges az infláció kordában tartására. Ferguson (2009) mindezt a termelékenység és a jövedelmezőség folyamatos emelkedésével magyarázza, aminek háttérében a bőséges munkaerő-kínálat, a szabályozott bérköltségek és a gyenge árfolyam biztosította versenyelőny áll.

A következőkben Németország és Japán történelmi példáján keresztül kívánom felhívni arra a figyelmet, hogy napjaink nemzetközi feszültsége és a nemzeti valutákra nehezedő külföldi felértékelési nyomás már korábban, a Bretton-Woods-i rendszer ideje alatt is létezett.⁴⁸ Ennek kapcsán megvizsgálom, hogy a márka és jen dollárral szembeni erősödése miként hatott az országok folyó fizetési mérlegeire, továbbá összehasonlítom Kína, Japán és Németország devizaeszköz-állományának dinamikáját.

Az 1944-ben megalkotott új monetáris világrend a nemzeti valuták dollárhoz való rögzítésén alapult. E rendszer, amelyre gyakran aranydeviza(dollár)-standardként hivatkoznak, a dolláron keresztül biztosította a nemzeti valuták aranyra való átválthatóságát. Az 1960-as évektől kezdődően azonban komoly rendszerszintű problémák jelentek meg. A tagországok inflációs és termelékenységbeli különbségei belülről kezdték a rendszert szétfeszíteni. A legnagyobb feszültséget a világkereskedelem robbanásszerű bővülése, és azon keresztül a dollár effektív árfolyamának erősödése jelentette. Továbbá, már látni lehetett, hogy az aranykínálat nem fog tudni lépést tartani a világgazdaság szárnyalásával. Mivel a Bretton-Woods-i árfolyamrendszerben nem működtek a piaci arbitrázszerők egyensúlyjavító automatizmusai, ezért az árfolyamokat csak és kizárólag nemzetközi megállapodások útján lehetett diszkrecionális jelleggel le- vagy felértékelni. A termelékenységbeli eltérések eredményeként a valutákra egy idő után komoly le-, valamint felértékelődési nyomás nehezedett.

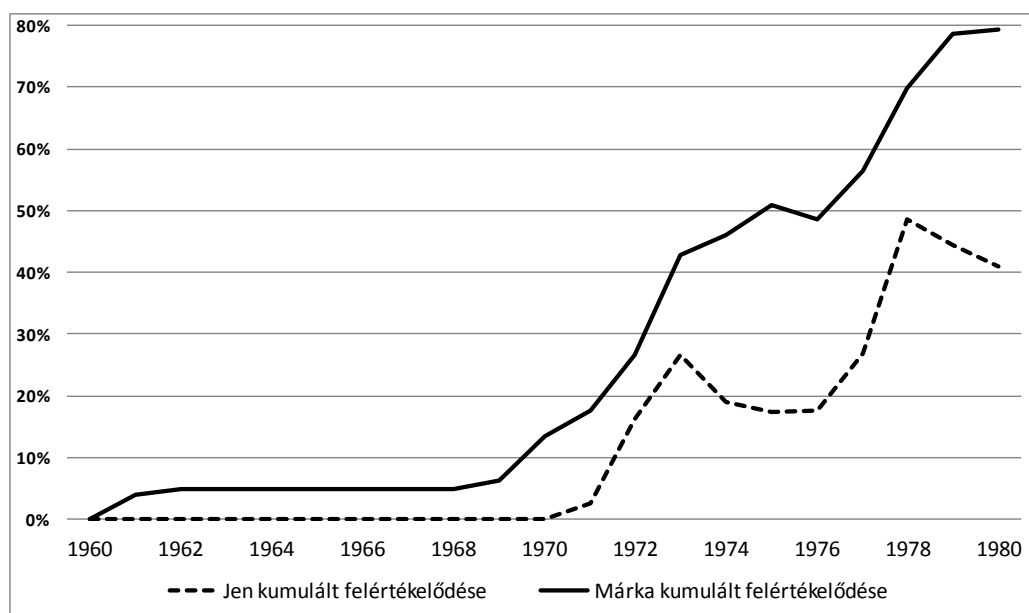
Bár a német jegybanknak, a *Bundesbanknak* kiemelt célja volt a márka stabilitása – még az inflációs félelmekkel szemben is –, mégis kénytelen volt nemzetközi nyomásra a német fizetőeszköz dollárral szembeni erősödését engedni 1961-ben (4,2 –ről 4,0 –ra DEM-ra). Miután láthatták, hogy e lépés nem csillapította a feszültségeket, újabb felértékelésekre került

⁴⁸ Felhívom a figyelmet arra, hogy bár sok hasonlóság fedezhető fel Kína és Japán, valamint Kína és Németország között, Japán és Németország gazdaságpolitikai berendezkedése és a tőkeáramlásokkal kapcsolatos politikája merőben eltért Kínától! A későbbiek során ezt látni fogjuk.

sor az ország fő kereskedelmi partnereinek valutáival szemben. Ennek eredményeként a német valuta kereskedelemmel súlyozott effektív árfolyama emelkedett.

A következő, dollárral szembeni nagymértékű felértékelésre az 1971-es Smithsonian-egyezmény⁴⁹ elfogadásával került sor, amit nem sokkal a márka – a BW-i rendszer összeomlásával egyidejűleg – lebegtetése követett. Mivel a német valuta a dollár mellett fizetési és elszámolási eszközként funkcionált az európai kereskedelemben, a folyamatos és növekvő kereslet eredményeként a márka tovább erősödött a világ valutáival szemben. 1960 és 1975 között kumuláltan 50%-al, 1980-ra pedig további 30%-al értékelődött fel (17. ábra)!

17. ábra
A jen és a márka kumulált felértékelődése, 1960–1980



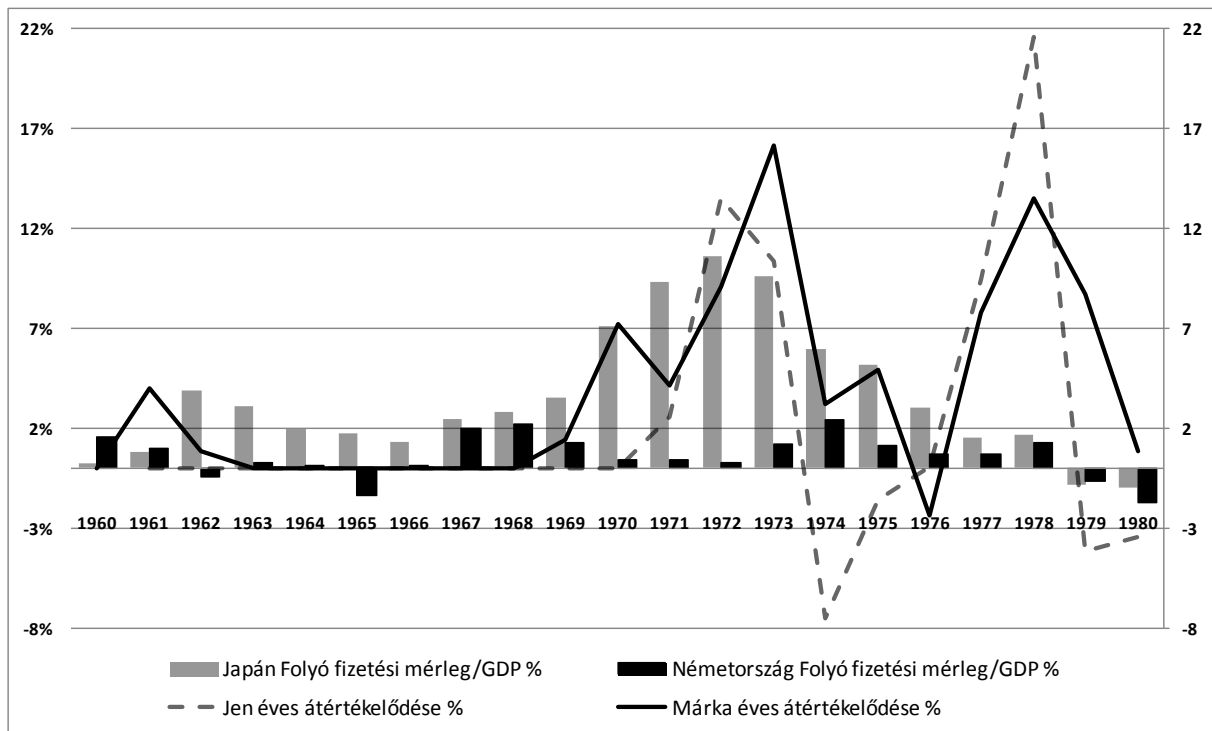
Forrás: World Bank, BLS

Japán világháborúk utáni gazdaságfejlesztési stratégiája is – hasonlóan korunk Kínájához – kiemelten az exportra alapozta gazdaságának növekedését. Az árfolyamstabilitás érdekében még az inflációs célok követését is a háttérbe szorította (Eichengreen et al, 2007). A sokáig 360 jen/dolláros árfolyamra először az 1960-as évek végén nehezedett felértékelődési nyomás. Bár Japán a végsőkig kitartott a jen árfolyamrögzítése mellett, az 1971-es nemzetközi egyezmény értelmében a jent is felértékelték (314 jen/dollár) a dollárral szemben. A Smithsonian-megállapodás kudarca után végül a japán valuta lebegtetésére is sor került. Az

⁴⁹ A nemzetközi egyezmény célja az lett volt, hogy közösségi összefogással elejét vegyék a dollár szárnyalásának. Ennek eredményeként a megállapodást aláíró nagyhatalmak egyszerre értékelték fel valutáikat a dollárral szemben. Mindezzel a Bretton-Woods-i rendszer szétesését próbálták volna megelőzni, de mint utólag tudjuk, nem sok sikerrel.

árfolyam 1978-ra rövid időre már a 200-as szintet is áttörte – ami a kezdeti árfolyam több mint 50%-os erősödését jelentette!

18. ábra
Japán és Németország folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP arányában, valamint a valutáik dollárárfolyamának éves változása %-ban



Forrás: World Bank

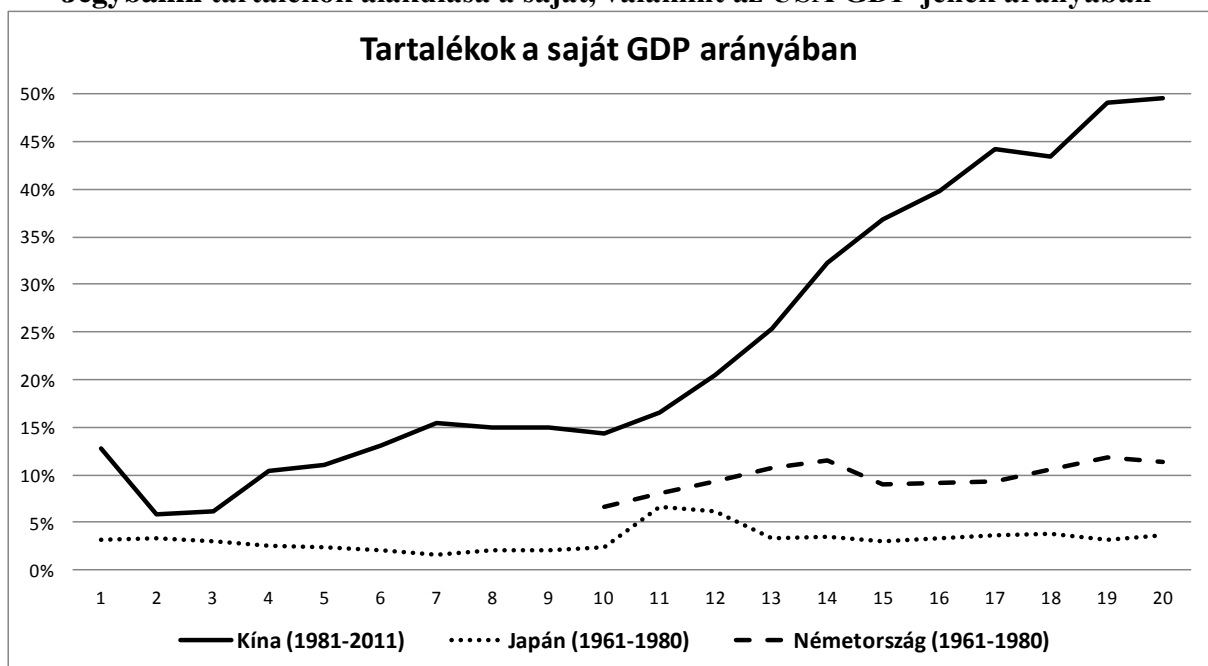
A folyamatos valutaerősödés ellenére látható, hogy mindkét gazdaság folyó fizetési mérlegtöbbletet produkált a vizsgált időszak alatt (18. ábra). Mindebből az a következtetés vonható le, hogy egy néhány év leforgása alatt végrehajtott akár 40%-os nominális felértékelődés sem járna „katasztrofális” gazdasági következményekkel Kínára nézve. Megjegyezendő azonban, hogy a kereskedelmi többlet és a gazdaság bővülésének üteme mindkét ország esetében mérséklődött az 1970-es évek második felére. Ugyanakkor fel kell arra is hívni a figyelmet, hogy e csökkenésben bizonyára nagy szerepe volt az olajár-sokkok heves világgazdasági hatásainak is.

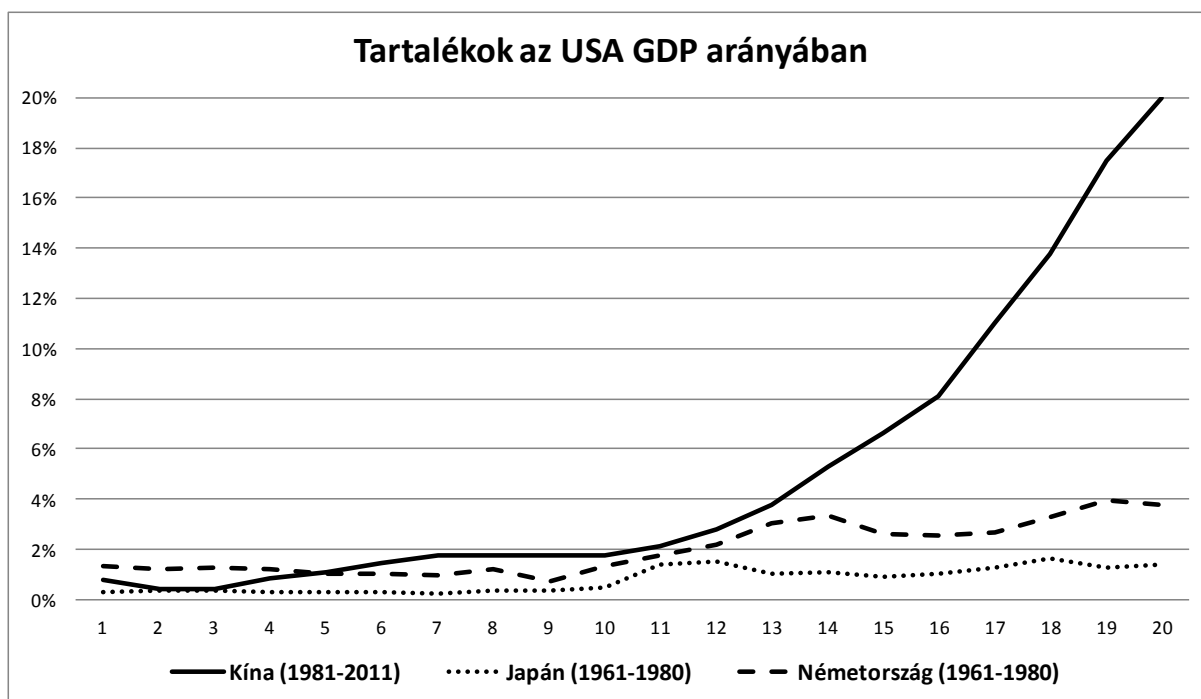
Bár Kína gazdaságpolitikája, és a világháborúk utáni időszak gazdaságpolitikai gyakorlata között sok hasonlóság fedezhető fel,⁵⁰ Kína devizatartalék-állományának dinamikáját elemezve már egy egészen más képet kapunk. Noha a vizsgált periódus első felében

⁵⁰ Dooley et al. (2004) e hasonlóságból kiindulva nevezte el a világgazdaság jelenlegi berendezkedését „Bretton-Woods II”-nek. E képtársítás azonban sokak szerint téves, hiszen a felszín alatt számtalan különbség fedezhető fel.

mindhárom gazdaság kibocsátása közel hasonló arányban állt az amerikai gazdaság méretéhez képest (Japán és Németország ~10-15% az 1960-as évek elején, míg Kína ~12% 2000-ben), valamint mindhárom ország növekedésének a motorja az export volt, a tartalék-felhalmozódás tekintetében Kína igencsak kilóg a sorból. A 19. ábrán láthatjuk, hogy Kína devizatartalékainak a saját, valamint az amerikai gazdasághoz viszonyított aránya drasztikusan emelkedni kezd az ezredfordulót követően. Míg a tartalékok saját gazdasághoz mért aránya alig haladja meg Japán és Németország esetén a 10, valamint az 5%-ot, addig a kínai tartalékok volumene megközelíteti az ország bruttó össztermékének az 50%-át napjainkra! Az amerikai kibocsátás arányaiban is hasonló megállapítás tehető: míg a japán tartalékok alig érik el az USA GDP-jének 4, Németország esetében pedig a 2%-át, addig Kína az USA éves hozzáadott értékének már több mint 20%-át birtokolja a jegybank trezorjaiban. Összességében, Németország devizatartaléka a vizsgált periódus alatt 15-szörösére, a japán tartalékok 20-szorosára, míg Kína esetében 85-szörösére emelkedett!

19. ábra
Jegybanki tartalékok alakulása a saját, valamint az USA GDP-jének arányában





Forrás: World Bank

A tartalék-felhalmozás gyakorlatában rejlő eltérések feltárása és a mögöttes okok azonosítása érdekében az éves jegybanki tartalékváltozás függvényében vizsgáltam meg a három ország fizetési mérlegeinek komponenseit. Arra kerestem a választ, hogy a folyó, avagy a pénzügyi elszámolások, azaz a kereskedelem vagy a tőkeáramlás áll-e a felhalmozódás hátterében. Mindezek fényében megállapítható, hogy Japán és Németország esetében a gazdaságelméleti tankönyvekben tanultak érvényesültek. Az exporttöbblet (megtakarítási többlet) jelentős része külföldön került befektetésre, azaz a folyó elszámolásokban felhalmozódott többletet javarészt a nettó tőkekiáramlás (tőkemérleg hiánya) „ellensúlyozta”. Azért csak javarészt, mert a vizsgált periódus során mindkét gazdaság devizatartaléka több mint tízszeresére nőtt. Kína esetében azonban más a helyzet. A vizsgált időszak alatt a folyó fizetési mérleg egyenlege átlagosan 3,65%-os, míg a tőkemérleg egyenlege átlagosan 2,47%-os többlet mutat (4. táblázat). Látható tehát, hogy a jegybanki tartalékfelhalmozás napjainkban megfigyelt dinamikája mögött a szokatlan kettős külgazdasági többlet áll, amit a rövid és középtávú tőke kiáramlására vonatkozó szigorú hatósági szabályok, valamint a jüanárfolyam menedzselésével járó rendszeres devizaintervenció tovább súlyosbít.

4. táblázat

Folyó fizetési mérleg, tőke mérleg és a jegybanki tartalékok éves változásának aránya a GDP-hez képest Japánban, Németországban és Kínában

Németország, 1955-1975			Japán, 1955-1975			Kína, 1990-2010				
	Folyó fizetési mérleg	Tőke mérleg	Jegybanki tartalék változás	Folyó fizetési mérleg	Tőke mérleg	Jegybanki tartalék változás		Folyó fizetési mérleg	Tőke mérleg	Jegybanki tartalék változás
1955	1,24	-0,35	1,02	0,98	0,34	0,13	1990	3,36	0,91	3,38
1956	2,24	-0,08	2,52	-0,13	0,09	0,66	1991	3,50	2,12	3,83
1957	2,73	-1,23	2,37	-2,06	0,38	-1,38	1992	1,51	-0,06	-0,49
1958	2,59	-1,01	1,49	0,82	0,29	1,05	1993	-2,64	5,33	0,40
1959	1,66	-2,56	-0,68	0,99	-0,75	1,26	1994	1,24	5,84	5,45
1960	1,58	0,42	2,65	0,32	-0,16	1,13	1995	0,22	5,31	3,09
1961	0,96	-1,51	-0,69	-1,83	0,02	-0,63	1996	0,85	4,67	3,70
1962	-0,44	-0,17	-0,24	-0,08	0,46	0,58	1997	3,88	2,21	3,76
1963	0,26	0,16	0,72	-1,12	0,82	0,05	1998	3,09	-0,62	0,61
1964	0,12	-0,32	0,10	-0,58	0,41	0,15	1999	1,95	0,48	0,80
1965	-1,36	0,47	-0,28	1,02	-0,52	0,12	2000	1,71	0,16	0,89
1966	0,10	-0,12	0,40	1,18	-0,82	-0,03	2001	1,31	2,63	3,58
1967	2,02	-2,40	-0,03	-0,15	-0,25	-0,06	2002	2,44	2,22	5,17
1968	2,22	-1,15	1,31	0,71	-0,02	0,60	2003	2,80	3,22	8,38
1969	1,25	-3,13	-2,40	1,23	0,01	0,35	2004	3,55	5,73	9,83
1970	0,45	2,14	3,21	0,97	-0,43	0,44	2005	7,13	2,61	11,12
1971	0,39	1,36	1,40	2,52	0,59	4,71	2006	9,34	0,10	10,49
1972	0,29	1,41	1,78	2,17	-0,83	1,03	2007	10,64	2,02	13,18
1973	1,21	1,34	1,70	-0,03	-1,77	-1,48	2008	9,64	0,35	10,61
1974	2,42	-0,61	-0,89	-1,02	-0,46	0,28	2009	5,95	2,86	8,02
1975	1,10	0,00	0,22	-0,14	-0,28	-0,14	2010	5,20	3,77	8,02
Átlag	1,10	-0,35	0,75	0,27	-0,14	0,42	Átlag	3,65	2,47	5,42

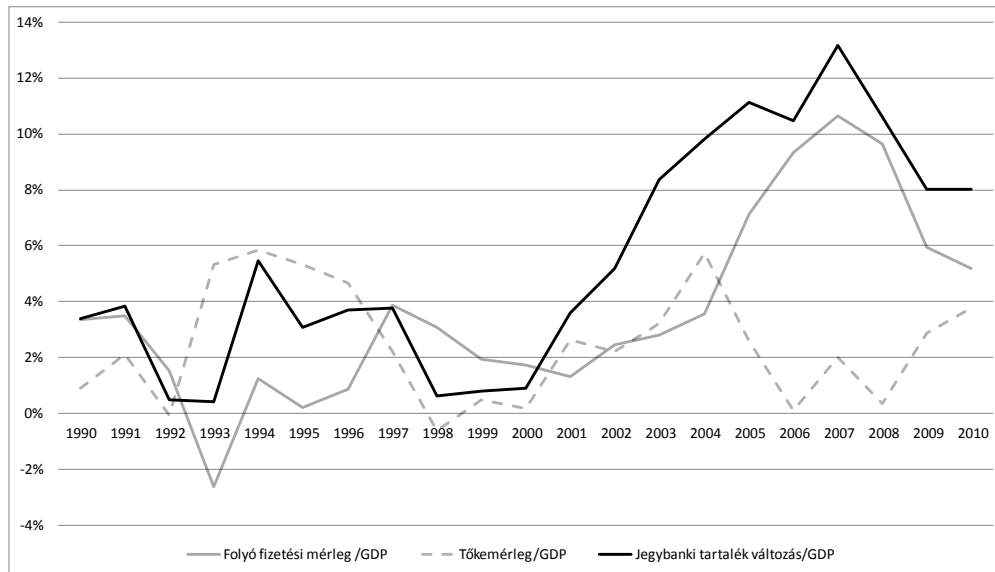
Forrás: CEIC

Megjegyzés: Németország és Japán historikus adatai Ferguson et al. (2009) tanulmányából lettek átemelve. Az általa vizsgált időszak (1955-1975) nem teljesen fedti le az általam választott periódust (1960-1980), ez azonban a következtetések mondanivalóján nem változtat.

Kína fizetési mérlegkomponenseinek időbeli alakulását megvizsgálva azt találtam, hogy míg 1990 és 2000 között a jegybanki tartaléknövekedés elsődleges forrása a beáramló külföldi – főként működő – tőke volt, addig az ezredfordulót követően, különösen a 2001-es WTO csatlakozás után, a folyó fizetési mérlegtöbblet, azaz az exponenciálisan növekvő kereskedelmi többlet vált meghatározóvá. Megjegyzendő azonban, hogy 2008 óta ismételen nő a tőkebeáramlás volumene – azon belül is a portfólió- és egyéb tőke aránya – a teljes fizetési mérlegtöbbleten belül (20. ábra).⁵¹

⁵¹ A 2011-es előzetes adatok alapján pedig az látható, hogy a tőke mérleg többlete hosszú évek óta először haladja meg a folyó fizetési mérleg többletét!

20. ábra
A kínai devizatartalék-növekedés komponensei



Forrás: CEIC

3.5. A gyenge jüanárfojlyammal kapcsolatos lehetséges tévhitok a történelmi tapasztalatok fényében

A történelmi visszatekintés azért kiemelt fontosságú, mert az kiindulási alapot adhat korunk problémáinak megoldásához. Főként egy olyan esetben, amelyben a múlt és a jelen folyamatai között számos hasonlóság fedezhető fel. A következőkben bemutatásra kerül, hogy a jen⁵² erősödése miképpen hatott Japán kereskedelmi egyensúlyára, és annak milyen hatása volt az általános árszínvonalra nézve. Ezen felül a valuta lebegtetésének az egyensúlyra gyakorolt hatásáról is lesz szó röviden. Az alábbi megfigyelések elsősorban McKinnon et al. (2008) észrevételei, aki szerint a kínai árfolyam-politikával kapcsolatban kialakult „tévészme” meggátolják a probléma hatékony kezelését.

1. tévészme: A devizaárfolyam rövidtávú hatása a kereskedelmi egyensúlyra

A devizaárfolyamok alakulását vizsgáló kutatók jelentős többsége úgy véli, hogy a valutaárfolyam manipulálásával (deviza intervencióval) a kereskedelmi mérleg egyensúlyja tartósan befolyásolható.

⁵² A fizetési mérleg egyenlege, a növekedés dinamikája és exportorientáció tekintetében több hasonlóság fedezhető fel Kína és Japán között, mint Kína és Németország esetében. Ráadásul Ázsiában Japán volt az első olyan gazdaság, ahol a deviza-beáramlás folytán kialakult monetáris túlkínálatot monetáris sterilizációval semlegesítették – hasonlóan korunk Kínájához (Suzuki, 1980).

A nyitott gazdaság makroökonómiai alapegyenletből⁵³ kiindulva, tudjuk, hogy – a költségvetés változatlanlansága esetén – a nemzetgazdasági megtakarítások és beruházások közötti különbséget a folyó fizetési mérleg egyenlege „korrigálja”. A beruházásokat meghaladó megtakarítások a folyó fizetési mérlegtöbblet tükörképeként jelennek meg, pont, mint az Kína esetében megfigyelhető (lásd fentebb 10. ábra).

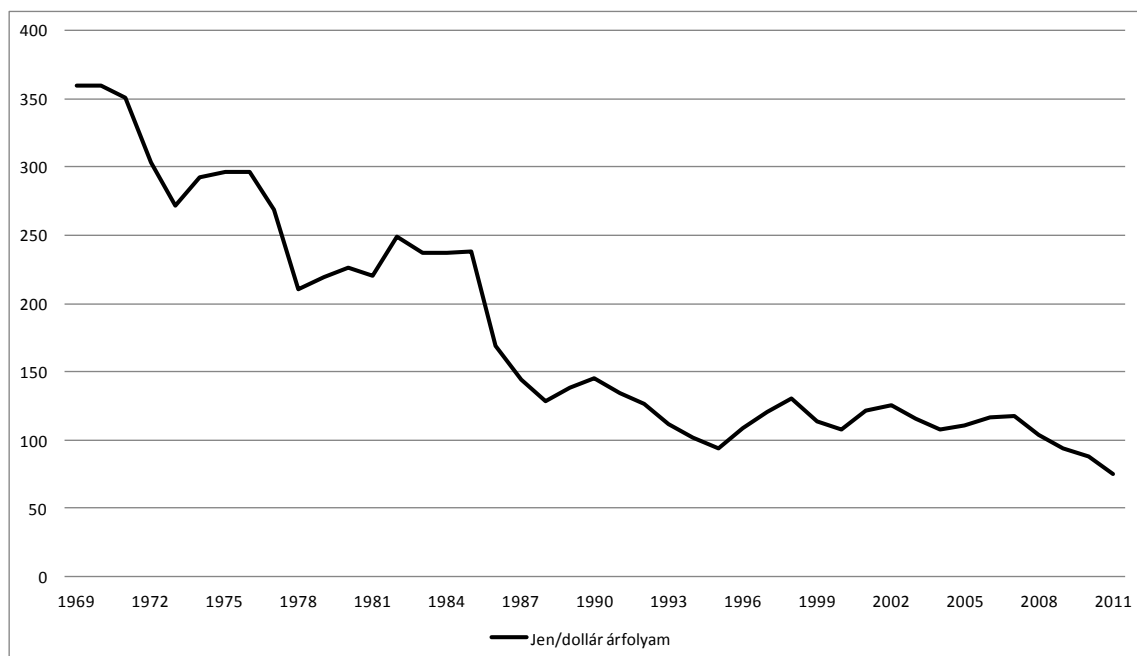
Az tehát, hogy egy valutaárfolyam enyhe felértékelése hogyan hat a folyó fizetési mérleg egyenlegére, zavaros és a fenti képletből közel sem egyértelműen következik. Az azonban igaz, hogy az erősebb valuta drágábbá teszi a devizában jegyzett exporttermékek árát (relatív árhatás), valamint csökkentőleg hat a külföldiek beruházási (és termelési) kedvére a termelési tényezők relatív árának emelkedésén keresztül. Tekintettel pedig arra, hogy Kína hatalmas devizaeszköz-állománnyal rendelkezik, a felértékelődésből eredő dollárgyengülés eredményeként kialakuló negatív vagyonghatás akár tovább is csökkentheti a hazai kiadások volumenét, beleértve az importkeresletet. Az importfogyasztás csökkenése pedig ilyen módon akár tompíthatja is a hazai valutában denominált exportbevétel-csökkenéséből származó egyensúlyjavító hatást, aminek következtében a nettó kereskedelmi egyenleg csak csekély vagy bizonytalan mértékben változik meg (Qiao, 2007).

Japán történelmi esete kiváló példája az előzőekben leírt téveszmének. Hasonlóan Kína jelenlegi helyzetéhez, a jenre is növekvő külföldi felértékelődési nyomás nehezedett az 1960-as évek közepétől kezdődően. A Smithsonian-i egyezmény értelmében végül 1971-ben felhagytak a jen árfolyamának dollárhoz való rögzítésével, aminek eredményeként a japán valuta több évtizedes felértékelődési spirálba sodródott – 1995-re elérve a 80 jen/dollár szintet (21. ábra). Japán kereskedelmi mérlegtöbblete e rendkívül erőteljes átértékelődés ellenére is rendre többletet mutatott – az aktívum az 1970-es évek 2%-os szintjéről tíz év alatt 5%-ra gyarapodott! Napjainkban pedig a soha ilyen erős – 75-80 jen/dolláros – valutaárfolyam mellett is évről-évre 3%-os szufficitet regisztrálnak (a válság két kritikus évétől eltekintve). Mindezek ismeretében belátható, hogy az árfolyam folyamatos felértékelésének – amit az 1970-es évek magas inflációjának fényében Japán még kezdetben üdvözített is – nem volt különösebb egyenlegrontó hatása Japán nettó külkereskedelmére. Az importot meghaladó

⁵³ Az alapegyenlet szerint a nemzeti jövedelem a hazai termelési tényezők által megtermelt árukra és szolgáltatásokra fordított belföldi és külföldi kiadások összege ($Y = C + I + G + EX - IM$). Az $EX - IM$, azaz a kereskedelmi mérleg egyenlege szimbolizálja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Tekintettel arra, hogy a nemzetgazdaság megtakarítása (S) a kibocsátás azon része, amit nem költenek el magánfogyasztásra (C) és kormányzati vásárlásokra (G), azaz $S = Y - C - G$, ezért egy nyitott gazdaság esetén általánosságban a következő egyenleg érvényesül: $S = I + X - IM$.

emelkedő exportteljesítmény (folyó fizetési mérlegtöbblet) mögött a növekvő termelékenység, valamint a nagy hozzáadott értéket produkáló japán gépipar térhódítása állt.

21. ábra
A japán jen dollárárfolyamának alakulása a lebegtetés kezdetétől napjainkig



Forrás: World Bank

A „japán gazdasági csoda” végül a két olajárrobbanás, valamint az 1985-ös Plaza Egyezmény árfolyamsokkjának következtében kifulladt (a jen pár év alatt 50%-al erősödött a dollárral szemben). A külkereskedelmi cserearányok romlásával az exportszektor gazdasági növekedéshez való hozzájárulása is drasztikusan lecsökkent. Mindezzel párhuzamosan a felerősödő spekulációs célú tőkebeáramlás és az erőteljes monetáris expanzió buborékgazdaságot hozott létre az 1990-es években. Az eszközárak fékezhetetlen növekedésének végül a monetáris politika rendkívüli szigorítása vetett véget, ami a „lufi” kipukkanását eredményezte. Japán gazdasága ezt követően – az „elveszett évtized” 1990-es évei alatt – súlyos deflációs spirálba sodródott, az elhúzódó recesszióból pedig a 21. század első évtizedének közepéig nem tudott kilábalni (Simon et al., 2006).

Kína számára a fentiek azt a tanulságot hordozzák magában, hogy egy koordinálatlan – lebegő – árfolyamrendszer bevezetése hosszútávon komoly veszélyekkel járhat a gazdaság teljesítményére nézve. Mindezek fényében tehát nem meglepő, hogy Kína monetáris hatósága a jüanárfolyam erősödését csakis szigorú felügyelet mellett engedélyezi.

2. téveszme: Az árfolyam felértékelődés inflációcsökkentő hatása

Széles körben elfogadott tézis szerint a valutafelértékelésnek inflációcsökkentő hatása van. A gazdaságpolitikusok ezért sok esetben úgy tekintenek az árfolyam-felértékelésre, mint egy eszközre, ami segít elszigetelődni a nemzetközi inflációs folyamatoktól. Szinte tényként kezelik, hogy a felértékelés az infláció elleni harc egyik leghatékonyabb eszköze. Ez bizonyára igaz is, mint ahogyan azt Japán tanulságos esete mutatja, de csak hosszútávon! Egy feltörekvő gazdaság esetén, ahol huzamosabb ideig nominális árfolyamrögzítést alkalmaztak – és így a belföldi és a külföldi árnövekedés többé-kevésbé összhangban került (lásd 7. ábra) –, az árfolyam hirtelen erősödésének akár inflációs hatása is lehet rövidtávon. A valutaerősödés nyomán megjelenő spekulációs célú tőkebeáramlás jegybank általi semlegesítése ugyanis többletlikviditás kialakulásához, végsőképpen pedig inflációhoz vezethet. A monetáris kínálat kontrolljának hiánya következtében kialakuló inflációs nyomás pedig elfojthatja az erősebb árfolyam következtében kialakuló deflációs hatást.

Ez esetben is vegyük újra Japán példáját. A Bretton Woods-i árfolyamrendszerben a jen 360-os jen/dolláros árfolyamon került rögzítésre, így a kereskedelmi szektor inflációja helyelközzel az amerikai árszint növekedésével volt paritásban. A status-quo akkor változott, amikor a dollár az 1970-es évek elejétől intenzíven gyengülni kezdett. Amerikából Nyugat-Európába, valamint Japánba áramló forrótőke árfolyam-felértékelő hatásának semlegesítése érdekében a japán monetáris hatóságok devizapiaci intervencióval válaszoltak. Az intervenció hatására azonban a hivatalos devizatartalék-állomány mellett a belföldi valutakínálat is jelentősen megnövekedett. Mindazonáltal a monetáris kínálat nem nőtt olyan mértékben, mint az Kína esetében megfigyelhető, hiszen Japán devizatöbbletét a tőkekiáramlás részben ellensúlyozni tudta! A devizapiaci beavatkozás eredményként Japán éves inflációja 12%-al (a nagykereskedelmi árindexe pedig több mint 30%-al) haladta meg 1974-ben az amerikai gazdaság inflációját! Végezetül az 1970-es évek végére, amikorra a deflációs erők fokozatosan kezdték kifejteni hatásukat, a két ország közötti inflációs rés minimalizálódott. Japán rövidtávon megjelenő inflációjának időbeli hossza és annak erőssége azonban minden várakozást felülmúlt!

3. téveszme: A valuta lebegtetése a valuta egyensúlyi állapotát idézi elő

Annak ellenére, hogy Kína a világ második legnagyobb gazdasága (PPP árfolyamon) és első számú exporthatalma, az egy főre jutó kibocsátás, a pénzügyi közvetítőrendszer mélysége, valamint az infrastrukturális fejlettség tekintetében messze elmarad a nyugati, fejlett

társadalmaktól.

Egy hitelező ország csakis akkor nevezhető érett gazdaságnak, ha képes saját valutájában hitelnyújtásra, és külföldi eszközök vásárlására. Kína ilyen szempontból még éretlennek számít, hiszen a rövid- és középtávú tőkeműveletek korlátozása, azaz a jüan teljes konvertibilitásának hiánya miatt kizárólag külföldi devizában képes a fenti lépésekre.⁵⁴ Tekintettel a banki hozamok hatósági szabályozására, valamint a rendkívül agresszív kötelező tartalékráta politikára, a jüan teljes konvertibilitásának megvalósulása nem várható véleményem szerint a közeljövőben.

A pénzügyileg éretlen feltörekvő országok esetében tapasztalt masszív kereskedelmi többlet eredményeként felhalmozódó hatalmas – döntő részben – dollárkínálat felveti a denominációs kitétség (*currency mismatch*⁵⁵) problémáját. A fejlett, árfolyamkockázatot lefedő instrumentumok széles lejárátú választékának elégtelen kínálata, továbbá azok nem megfelelő piaci ismerete kockázatosá teszi nemcsak a lakosság és a vállalati szektor szereplői, de még a pénzügyi rendszer közvetítői számára is a nagy összegű dolláreszközök tartását. Míg az árfolyamkockázat 1994 és 2005 között gyakorlatilag ismeretlen volt a magánszektor szereplői számára, addig 2005 után, a menedzselt árfolyamrendszer periódusában már számolni kellett a volatilitásból eredő veszélyekkel. A denominációs kitétség problémája akkor merül fel a pénzügyi közvetítők – bankok, biztosítók, alapkezelők – esetén, amikor a mérleg eszközoldalán található devizában denominált eszközök (hitelek, devizaeszközök) aránya nagymértékben megnövekszik a forrásoldalon található döntőrészt jüanban denominált forrásokhoz (betétek, kötvények, stb.) képest. Az egyoldalú felértékelési nyomás fényében mindez rendkívül magas kockázat a pénzügyi szféra számára. A magánszektor és a kereskedelmi bankok korábban megfigyelt devizaeszköz-felhalmozásának trendje e veszélyek árnyékában 2005 után megtört. A jegybanknak éppen ezért kell egyre intenzívebben beavatkoznia a devizapiacra a menedzselt árfolyamsáv fenntartása érdekében, hiszen a magánszféra szereplői vonakodnak a további dolláreszközök tartásától.⁵⁶

Mindezek ismeretében kétségbe vonhatóak azok a vélekedések, miszerint az árfolyam lebegtetése mindenképp a hosszútávú egyensúlyi árfolyam elérését szolgálja. A jen esete jó

⁵⁴ Megjegyzendő, hogy 2010-2011-ben számos bilaterális kereskedelmi megállapodás született Kína és a környező ázsiai és néhány afrikai ország között arról, hogy a nyersanyag vásárláskor elfogadják a jüant, mint fizetőeszközt. Mindez az első lépés lehet a kulcsvaluta pozíció megvalósításának az útján.

⁵⁵ A *currency mismatch* szó szerint a mérlegen belüli árfolyam-eltérést jelenti.

⁵⁶ A kereskedelmi bankok a 2006 óta működő devizaswap piacon igyekeznek a jegybankkal megkötött dollár-jüan swap ügyletekkel elejét venni annak, hogy mérlegeik eszközoldalán túlságosan nagy devizaállomány halmozódjon fel.

példája annak, hogy a végtelennek tűnő felértékelési (és deflációs) spirál milyen káros következményekkel jár. McKinnon et al. (2008) szerint egy előre meghatározott egyensúlyi pont hiányában – ahol az intézményesített befektetők dollár eszközök vásárlójaként jelennek meg a piacon a további dollárleértékelődés megakadályozása érdekében – Kína is Japán sorsára jutna.

Ha a hatóságok a jüan lebegtetésével egyidejűleg a tőkeműveletekre vonatkozó korlátozásokat is felszámolnák, az Makin (2008) szerint katasztrofális következményekkel járna a kínai gazdaságra nézve. McKinnon et al. (2004) véleményével ellentétben szerinte egy ilyen esetben az ellenkezőjét, a tőke menekülését idézné elő, amely aláásná az amúgy is instabilnak mondható bankrendszert.⁵⁷ Hasonlóan Bergstenhez (2007) arra mutat rá, hogy a rugalmas árfolyamrendszer bevezetésének elengedhetetlen alapfeltétele a bankrendszer teljes és átfogó reformja.

3.6. A jüanárfojammal kapcsolatos tudnivalók összefoglalása

Kína világgazdasági integrációja, valamint a reform és nyitás politikájának megvalósítása megkövetelte az ország gazdaságpolitikájának és külkapcsolatainak teljes átalakítását. A Kínai Kommunista Pártra korábban jellemző külföldellenesség az 1990-es évek közepére megszűnt. A partvezetés az exportban és a külföldi működőtőkében látta meg az ország nemzetközi felzárkózásának a kulcsát. A jüanárfojammal 1994-es egyesítése és leértékelése mérsékelte a belföldi és a külföldi árárányok között addig felhalmozódó aránytalanságok mértékét, valamint lehetőséget, sőt újabb motivációt teremtett a belföldi exportágazat szereplői számára. Kína gazdasági szerkezetváltásának és a jüan árfolyamának egyes szakaszait elemezve úgy vélem Kína monetáris hatóságának egyik legkiválóbb döntése volt az árfolyamrögzítés 1994-es bevezetése, hiszen a nominális horgonyok stabilizálták a gazdaság növekedését és kordába terelték az addig igen nagyfokú volatilitást mutató árszínvonal növekedését. Az ázsiai válságot elemző szakirodalmak többsége is arra világít rá, hogy Kína gazdasági visszaesése láthatóan sokkal mérsékeltebb volt a krízis során, mint azt az ázsiai gazdaságok élbolyába tartozó „Kis-Tigrisek” esetében tapasztalni lehetett.

A nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanságokkal egy kontextusban emlegetett „Kína kérdés” éppen akkortájt került az amerikai politika döntéshozóinak fókuszába, amikor az amerikai feldolgozóipar emelkedő munkanélküliségi aránya láthatóan összefüggésbe került Kína

⁵⁷ Kína bankrendszerének instabilitásáról bővebben a Lin et al. (2006) cikkében olvashatunk.

exportszektorának szárnyalásával és az „ázsiai oroszlan” egyre nyilvánvalóbb világhatalmi törekvéseivel. Mindennek háttérében Kína feldolgozóiparának növekvő versenyelőnye áll, ami a kínai egységnyi munkaerőköltségek Amerika egységnyi munkaerőköltségeinél kisebb mértékű emelkedésére vezethető vissza. Mindezen felül az árfolyamrögzítés és a termelési tényezőárak hatósági szabályozása is az exportszektor kirobbanó teljesítményét támogatta, amit a munkabér költségek – korlátlanul tűnő vidéki munkaerő-kínlat miatti – csupán mérsékelt emelkedése még tovább fűt.

Kína graduális, lépésről-lépésre folytatott szelektív liberalizációs szemléletmódját a jüan jelenlegi – 2010 nyara óta tartó – szűk sávú ($\pm 0,5\%$), menedzselt csúszó árfolyamrendszere kiválóan tükrözi. E fokozatosság egyrésztől mérsékli az Amerika és Európa részéről felgyülemlett feszültségeket, másrésztől pedig támogatást nyújt az infláció elleni küzdelemben.

A magasabb kínai hozamok, a gazdaságban rejlő hatalmas növekedési potenciál, és a csúszó felértékelődés adta spekulációs lehetőségek a nettó tőkebeáramlás további növekedését vetítik előre (4. és 20. ábra). Mindezek fényében pedig a kínai jegybanknak nem marad más választása, mint a devizabeáramlás „felszívása”, és a jüan többletkínálat párhuzamos sterilizálása.

A fentiek ismertetében belátható, hogy egy rugalmasabb – netán lebegtetett – kínai árfolyamrendszer bevezetése heves árfolyam-túllendülést (*overshooting*) okozna, valamint akár egy végtelennek tűnő felértékelődési spirál kialakulását is eredményezheti! Mindennek pedig beláthatatlan következményei lennének nemcsak Kína gazdaságára, hanem áttételesen a világ gazdaság egészére nézve is. Japán és Németország esete kiváló példája annak, hogy egy fokozatos reálfelértékelődés mellett is képes lehet egy gazdaság a piaci részesedés növelésére (*Kaldor paradoxon*⁵⁸), valamint gazdasági bővülésére. A jüanárfolyam fokozatos kiigazítása nemcsak a Kínával szemben kialakult külföldi felértékelési nyomást csillapíthatja, hanem az amerikai gazdaságpolitika patthelyzetét is mérsékelheti.

Az Egyesült Államok lakosságának fogyasztása – ami a válságot megelőzően az amerikai gazdaság bővülésének első számú forrása volt – a válság alatt tapasztalt drasztikus zuhanást követően lényegesen alacsonyabb szinten stabilizálódott, aminek eredményeként ma Amerika gazdasága stagnál. A belső fogyasztás újbóli felélénkülése mellett (aminek rövidtávon nincs

⁵⁸ Kaldor (1978) paradoxona arra mutat rá, hogy az egységnyi munkaerőköltségek és a versenyképesség közötti összefüggés a feltörekvő országok esetében nem teljesen egyértelmű. A gyorsan fejlődő országok egy részében ugyanis az emelkedő relatív árszintek (reálárfolyam) ellenére is növekszik a gazdaság versenyképessége, és az exportszektor világgazdasági részesedése.

realitása) az exportteljesítmény növekedése, valamint a gazdaságpolitika keresletélénkítő intézkedése jelentheti a kiutat a recesszióból. Tekintettel azonban a dollár effektív (kiemelten a júannal szembeni) túlértékelttségére, az exportszektor hozzáadott értékteremtő képessége aggályos. Wolf (2009) úgy látja, hogy a munkanélküliség csökkentésének érdekében – és árfolyam-kiigazítás hiányában – a hatóságoknak nem marad más eszköze, mint a monetáris és a fiskális gazdaságélénkítés. Az expanzív gazdaságpolitika hosszútávú rentabilitása azonban egyre inkább megkérdőjeleződik. A FED rendszeres többletlikviditás teremtése (mennyiségi lazításai, QE) és a Kongresszus szövetségi adósságplafon-emelése akár egy újabb adósságválság kialakulását is előrevetítheti – ami minden bizonnyal visszahat Kína gigantikus dolláreszköz-állományának értékére is.

A júanár-folyam reálkiigazítása nem csupán az Egyesült Államok és Kína kapcsolatrendszerében mérsékelheti a diplomáciai feszültségeket. A júan *de facto* dollárhoz való rögzítésével az elmúlt évek során ugyanis egy olyan paradox helyzet állt elő, amely során a Kína és az eurózóna tagországai között kialakult kereskedelmi egyensúlytalanság még markánsabbá vált. Mialatt a kínai valutát az amerikai dollár árfolyamához kötötték, a júan alulértékelttsége az euróval szemben még tovább fokozódott.⁵⁹

Végül Kínának, mint az USA legnagyobb hitelezőjének sem állhat érdekében az Egyesült Államok dollárlikviditásának végtelen emelkedése. Amerika monetáris lazítása (*quantitative easing*), továbbá a növekvő állami adósságplafon⁶⁰ a dollár további effektív leértékelődését vetíti előre. Közel egy évtizedes dollárfelhalmozás után, Kína monetáris vezetése is felfigyelt a kínai gazdaság amerikai függőségére. Zsou Hsziao-csuan (angolul: *Zhou Xiaochuan*), a kínai jegybank kormányzója, a jelenlegi dollár-alapú monetáris rendszer gyengeségeire hívta fel a figyelmet egy a 2009-es tavaszi G20-as csúcspont elé időzített nyilatkozatában. A nagy nemzetközi visszhangot keltett javaslata szerint szükség volna a kulcsvaluta rendszer felülvizsgálatára, és kívánatos lenne egy új, „szuperfüggetlen tartalékvaluta” létrehozása, amelyben kiemelt szerepet szánna a napjainkra teljesen háttérbe szorult SDR-nek (Zhou, 2009). Zsou megszólalása óta a jegybank, illetve a pártvezetés részéről is hasonló

⁵⁹ Ennek hátterében a dollár 2002 óta tartó euróval szembeni folyamatosan gyengülése húzódik.

⁶⁰ Az Egyesült Államok államadósság-plafonját 12 alkalommal emelték meg az elmúlt 10 év során. Az adósságprobléma legutóbb akkor került a figyelem középpontjába, amikor 2011 nyarán a republikánusok és a demokraták nem tudtak megegyezni az adósságpálya jövőjéről. Pár napra július végén úgy tűnt, hogy a világ legnagyobb gazdasági hatalma a technikai csőd állapotába kerül. Végül, szó szerint az utolsó pillanatban sikerült megegyezniük, aminek értelmében az USA az elkövetkezendő 10 évben strukturális kiadáscsökkentést hajtott végre kb. 2100-2400 milliárd dollár értékben. Igen ellentmondásos azonban, hogy mindezen vállalások mellett (több lépcsőben) további 2000 milliárd dolláros adósságplafon emelést fogadtak el. 2011 novemberére pedig a teljes államadósság volumene már elérte az 15194 milliárd dolláros adósságplafon 99%-át!

nyilatkozatok hangoztak el, amelyekben mindannyian az effektív gyengülő dollárárfolyammal, valamint a fenntarthatatlan amerikai adósságszerkezettel kapcsolatos aggodalmaiknak adtak hangot.⁶¹ Látható tehát, hogy a kínai hatóságok is tudatában vannak gazdaságpolitikájuk világgazdasági következményeivel. A 2010 nyarán bejelentett árfolyamlazítás pedig vélhetőleg e felismerésnek lehetett a következménye.

Figyelembe véve a fentieket, úgy vélem, hogy a jelenlegi csúszó-szerű irányított árfolyamrendszer (*crawl-like peg*) egyfajta arany-közép utat jelent a kínai monetáris hatóságok számára, hiszen a gazdaságpolitika jelenlegi berendezkedésének, a pénzügyi közvetítőrendszer fejlettségének, valamint a globálisan alacsony hozamkörnyezet ismeretében ez tűnik a legoptimálisabb megoldásnak Kína számára. A fokozatosság lehetővé teszi mind a folyó fizetési mérleg állandó többletét (így az export által fűtött gazdasági növekedést), mind pedig az árfolyamkockázatok fedezésére szolgáló pénzügyi instrumentumok kiegyensúlyozott belföldi megismerését és használatát. Mindezekon felül pedig némiképp csökkentőleg hat a jüannal szemben kialakult nemzetközi diplomáciai nyomásra is.

A felértékelés óvatos ütemezése, a szűk árfolyamsáv, valamint az Amerikához képest mérsékeltebb ütemben növekvő egységnyi munkaerőköltségek azonban nem biztosítják a két gazdaság között felgyülemlett kereskedelmi aránytalanságok eliminálását. Úgy hiszem, hogy Kína gazdasági szerkezetváltásának következő fázisában a hatósági árszabályozás fokozatos leépítésére kerülhet sor, ami a termelési tényezőárak liberalizációján keresztül felgyorsítja majd a reálkiigazítás folyamatát, és így tovább csillapíthatja a globális pénzügyi egyensúlytalansággal kapcsolatban felgyülemlett feszültségeket.

3.7. Termelési tényezőár liberalizáció, avagy a reál-konvergencia egy lehetséges megvalósításának a menete

A kínai valuta reálárfolyamának kiigazítása a tankönyvi példák szerint két módon valósulhat meg. Egyrészt a nominális árfolyam erősödése révén, másrészt a belföldi árszínvonal (fogyasztói- és termelői árak) emelkedésén keresztül. Mindkét módszernek megvannak a maga előnyei és a hátrányai. A nominális felértékelés azonnali árfolyam-erősödést eredményez, azonban Kína rugalmatlan, piactorzító árszabályozási rendszerét érintetlenül hagyja. Ha azonban a termelési tényezőárak hatósági szabályozásához nyúlnak hozzá –

⁶¹ Mindettől függetlenül a dollárnak rövidtávon nincs jelenleg alternatívája Ázsiában sem, hiszen a kereskedelmi elszámolás döntő része a mai napig dollárban történik, valamint a jegybankok tartalékai is javarészt dolláreszközökben vannak elhelyezve.

lazítva rajta –, az heves inflációs folyamatokat generálhat. A két intézkedés bizonyos esetekben helyettesíti, bizonyos esetekben pedig kiegészíti egymást.

Kína világgazdasági integrációjának elengedhetetlen feltétele a gazdasági szerkezetátalakítás további ütemezett folytatása és a fenntartható, kiegyensúlyozott növekedés kritériumainak biztosítása. Kína kormánya a zökkenőmentes gazdasági felzárkózás és a hosszútávon rentábilis növekedés érdekében már az eddigiek során is számos reformot és intézkedéssorozatot fogantatosított, többek között a termelési tényezőárak, a környezetszennyezés, az energiatakarékosság, és a munkavállalói jogok terén. Ezek eredményeként a munka-, az erőforrás-, az energia-, valamint a környezetvédelmi költségek, ha nem is gyorsan, de fokozatosan emelkedtek. Tekintettel azonban Kína csökkenni nem akaró és tényezőár-alapú masszív versenyelőnyére, e folyamatok további folytatására van szükség.

Ahogy a kínai gazdaság mérete növekszik, a „felemelkedéshez” egyre több energiát és erőforrást használnak fel, miközben a kínálati oldalon a szűkösség jelei egyre nyilvánvalóbbá válnak. E folyamatok ismeretében a „nyomott” tényezőárak fenntartása idővel egyre jobban fogja torzítani a piaci versenyt, a környezetszennyezés tovább károsítja Földünket, miközben a globális pénzügyi egyensúlytalanságokat okozó problémák megoldására nem kerül sor. Szükséges azonban aláhúzni azt, hogy mindezen változásokra valójában nem a fizetési mérleg kiigazítása, hanem a gazdasági szerkezetátalakítás és a fenntartható növekedés érdekében van elsődlegesen szükség.

Az árreform végrehajtása és az azt kiváltó termelési tényezőár-emelkedés felveti a reform és az infláció, valamint a reform és a jövedelem újraelosztásának problematikáját. Az előbbieket fényében csakis kiemelt óvatossággal és nagy odafigyeléssel lehet a hatóságilag szabályozott árakat piaci alapokra helyezni. Mindenekelőtt azonban szükség lesz a lakosságot érintő negatív hatások kompenzációjára, hiszen Kínában, az infláció menedzselése nem csupán egy fontos gazdaságpolitikai cél, hanem a társadalmi és politikai stabilitás kulcskérdése.⁶²

Hu (2010) úgy látja, hogy az árfolyamreform és tényezőárak hatósági szabályozásának fokozatos leépítése a gazdaság modernizációjának elengedhetetlen feltétele. Véleménye szerint a tényezőár-reform végrehajtásával enyhülni fog a külső felértékelődési nyomás, a rugalmasabb árfolyam-rendszer pedig támogatni fogja az tényezőár-emelkedés inflációs

⁶² Az infláció, mint ahogy Milton Friedman nevezte, egy rendkívül veszélyes kor, ami kontroll hiányában akár el is pusztíthatja a társadalmat. Az áremelkedés legkisebb mértéke is veszélyt jelent a társadalmi stabilitásra egy olyan gazdaságban, ahol 2009-ben az ENSZ felmérése szerint a lakosság 36%-a (468 millió fő) élt meg pusztán napi 2 \$-ból, és az abszolút szegények száma (< 1,25 \$/nap) meghaladta 140 millió főt.

hatásainak tompítását. E két reform tehát egy bizonyos szintig kiegészíti egymást. Példájában egy olyan esetet vázolt fel, amikor kötött árfolyamrezsím mellett a munkabér és fogyasztói ár növekedése megemeli a létbizonytalanságot, növeli a fogyasztás és beruházás körüli kockázatokat, és ezáltal aggályossá teszi a gazdaság növekedési pályáját. Hu (2010) szerint a korábban korlátlanak tűnő vidéki munkaerő-kínálat közel sem határtalan. Kína komoly demográfiai változás előtt áll. Az elkövetkező 5-10 évben a gazdaság el fogja érni az úgynevezett *Lewis* fordulópontot, amikor a többletmunkaerő-kínálat megszűnik, és gyors bérszínvonal emelkedés veszi majd kezdetét. Tekintettel mindezekre, a belső árfelhajtó hatás előbb vagy utóbb mindenképpen jelentkezni fog, amit sterilizációval már nem lesz képes a jegybank semlegesíteni. Mindezek fényében a tényezőár reform mihamarabbi végrehajtására van szükség, ami véleményem szerint egy fokozatos, kiszámítható nominális felértékelés kíséretében valósulhat meg kiegyensúlyozottan.

Azért mondhatjuk, hogy a két reformfolyamat kiegészíti egymást, mert az időzítés, a rugalmasság, az erőforrás allokáció, a szektorokra gyakorolt hatás, valamint az inflációs következmények tekintetében más és más hatása van az egyes intézkedésnek.

A termelési tényezőár-reform ütemezett időzítése elengedhetetlen. E változások eredményeként a hatóságilag szabályozott áruk árai a nemzetközi árszintek felé konvergálnak. Mivel az effajta intézkedés inflációs hatása számottevő, létfontosságú a reform fokozatos és nem túl intenzív ütemezése. Az árfolyam-átértékelés esetén a folyamatos és lassú valutaerősödés a kívánatos, hiszen az árfolyamcélok rendszeres változtatása (felértékelése/rögzítés váltakozása) a gazdagpolitikába vetett bizalmat rendítheti meg. A fokozatos árfolyamerősödés az árreform impulzusszerű árnövelő hatását pedig egyenletesen képes tompítani.

Rugalmasságban is számottevő az eltérés. A tényezőárak az esetek többségében (a válságokat leszámítva) lefelé rugalmatlanok a kínálat szűkössége miatt. Hasonló a helyzet a munkaerő-költségek terén is, hiszen a munkavállalói szakszervezetek erősödése mellett e téren sem képzelhető már el árcsökkenés. Ezekkel ellentétben a valutaárfolyam a piac keresleti és kínálati viszonyainak függvényében alakul. Lefelé és fölfelé is gyakorlatilag „végtelenül” rugalmas. Az irány pedig annak a függvényében alakul, hogy az ország folyó elszámolásaiban többletet (felértékelés) avagy hiányt (leértékelés) halmoz fel.

Tőkeallokációs szempontból is jelentős a különbség. Az árfolyam felértékelése ugyanis meglehetősen rövid időn belül képes megváltoztatni (mérsékelni) az általános árszínvonalat az importtermékek árcsökkenésén keresztül – ami ilyenformán módosítja a külforgalomra és a nem külforgalomra termelt áruk relatív árait. Az árfolyamerősödés erőforrást csoportosít át az

exportszektorból a hazai szektorokba, ezzel támogatva a primer és tercier iparágak felzárkózását. Ezzel ellentétben a tényezőár-reform a termelési folyamatokban eredményez relatív árváltozást, valamint erősíti a piac erőforrás allokációs szerepét az árak liberalizálásán keresztül.

A jüanerősödés a devizában denominált exportárak emelkedésén keresztül csökkentőleg hat az exportszektor jövedelmezőségére – vagy a csökkenő profiton, vagy az elmaradó keresleten keresztül. Azon feldolgozóipari vállalatok esetén, akik a nyersanyagot vagy a félkész terméket külföldről szerzik be és a hazai piacra termelnek (pl.: importhelyettesítők), kedvező hatások érvényesülhetnek. Ettől eltérően a tényezőár-reform a növekvő munkabéreken, valamint az emelkedő erőforrás- és környezetvédelmi költségeken keresztül a teljes vállalati szektor profitabilitására hatással van. E negatív impulzusok azonban technológiai innovációval, valamint hatékonyabb erőforrás kihasználással ellensúlyozhatóak.

Végül, az árszínvonal vonatkozásában is különbségek vannak a két reform megvalósítása során. Míg a tényezőárak liberalizálása egyértelműen inflációs hatással jár, addig a reálfelértékelődés – mint korábban láthattuk – hosszútávon deflációt generál.⁶³

Tekintettel a fentiekre, a két reformintézkedés egyidejű végrehajtására, azaz az árfolyam menedzselte lebegtetésének hiteles folytatására, és a tényezőárak fokozatos, többlépcsős liberalizációjára van szükség. A rugalmasan és fokozatosan erősödő jüanár-folyam alacsony inflációs (deflációs) környezetet teremt a tényezőárak feszültségmentes emelése számára. A tényezőárak kiigazítása megváltoztatja a tőke ágazatok közötti allokációját, amely egyrészt a nem hatékony termelési struktúrák leépüléséhez vezet (*schumpeteri* „építő rombolás”), másrészt pedig növeli az exportszektor árfolyam- és gazdasági volatilitáshoz alkalmazkodó képességét. Mindezek mellett a versenyelőny átrendeződésével csökken a külföldi felértékelődési nyomás, és mérséklődik a spekulatív tőkebeáramlás motivációja.

Összefoglalva az eddigieket, a kínai gazdaság szerkezetváltásának, továbbá a belső keresletorientált növekedésnek elengedhetetlen előfeltétele a külföldi és belföldi relatív árak kiigazítása és a jüan dollárral szembeni fokozatos erősödése. E két reform szinergikus gazdaságfejlesztő szerepe vélhetőleg már Kína monetáris hatósága számára is ismeretes, mindazonáltal a gyakorlatban történő megvalósítása még várat magára.

⁶³ A felértékelésnek nem tökéletes sterilizáció esetén – Japán 1970-es évekbeli példáját ismerve – akár rövidtávon árfelhajtó hatása is lehet, ami elsősorban a spekulációs pénzkeresletre vezethető vissza.

4. A tőkekorlátozások alakulása és a tőkeáramlások liberalizációja Kínában

A korábbi fejezetek során Kína fizetésimérleg-többletének komponenseire, valamint a jegybanki devizatartalék-felhalmozás mögöttes okaira világítottam rá. Megismerhettük, hogy Kína tartalékállományának folyamatos gyarapodása a tőkekorlátozások miatt kiáramlani nem tudó devizatöbbletre vezethető vissza. Mindeközben igyekeztem mindvégig a rövid- és középtávú tőkeműveletekre vonatkozó szabályozás fontosságát hangsúlyozni. Nem esett azonban szó arról, hogy mi áll ennek a hátterében.

A feltörekvő országok egész sorát megrázó válságsorozat tanulmányozásából tudni lehet ugyanis, hogy egy a pénzpiacok tekintetében éretlen és intézményrendszerében törékeny gazdaság esetén a rövidtávú, adósság típusú tőkeáramlásnak rendkívül káros hatásai lehetnek. Mindezen tanulságok fényében Kína kiemelt prioritással igyekszik a határt átlépő tőkeműveleteket a felügyelete alatt tartani.

A következőkben arra vállalkozom, hogy a kurrens devizahatósági és felügyeleti rendeleteket részletes bemutatásával ismertessem Kína tőkeszabályozásának jelenlegi rendszerét, valamint kijelöljem a tőkemérleg eddigi liberalizációs folyamatainak a fényében a tőkeliberalizáció lehetséges hosszú távú pályát.

4.1. A tőkeliberalizáció történelmi háttere

A „lépésről lépésre” folytatott, szelektív liberalizációs⁶⁴ reformok oly módon tették a gazdasági rendszerváltást lehetővé, hogy közben a politikai rezsim hatalma töretlen maradt. Kína sajátos modernizációja az óvatosság és a kísérletezés elvének szigorú betartása mellett valósult meg. Ennek égisze alatt a pártvezetés a piacgazdaság tesztelését külön e célokra kialakított úgynevezett különleges gazdasági zónákra korlátozta. Ha az elvárt célok „kicsiben” sikeresen megvalósultak, akkor az említett reformokat regionális vagy éppen országos szinten is kiterjesztették. E gradualista szemléletmód eredményeként Kína 1996-ra teljesítette az IMF folyó fizetésimérleg tételeinek konvertibilitására – kereskedelmi áramlások szabadságára – vonatkozó kritériumokat. Peking azonban az ázsiai válságsorozat negatív tapasztalatit látva

⁶⁴ A szelektív liberalizáció elve alatt azt a stratégiát értjük, amely szerint Kína óvatosan kijelöl egy területet – jelen esetben a beáramló tőke szabályozását – a reformok végrehajtására, míg a többit – így a kiáramló tőke korlátozását – érintetlenül hagyja. Első körben mindig olyan „terepet” választanak, amely szinte garantálja a sikert a problémamentes megvalósítás esetén, és sokkal kevesebb negatív következménnyel járhat, ha a dolgok rosszra fordulnak. Ennek fényében könnyebben megérthetjük, miért a működőtőke liberalizációval kezdődött a tőkekorlátozások reformja. A külföldi működőtőke-beáramlás ugyanis kulcsfontosságú a haladás és a felzárkózás szempontjából. Ha azonban a világgazdasági feltételek romlanak, e típusú tőkének nincs lehetősége a „menekülésre”.

visszalépett a teljes konvertibilitás megvalósításának a tervétől, azaz a tőkemérleg tételeit korlátozó adminisztratív szabályok végleges felszámolásától. Ráadásul a válság során tovább szigorítottak a meglévő tőkekorlátozásokon. Míg a menekülő forrótőke hatalmas pusztítást végzett a fejlődő világban, addig Kína a krízis káros hatásaitól sikeresen el tudott szigetelődni. A szigorú tőkekorlátozásoknak köszönhetően a monetáris politikára nem nehezedett jelentősebb teher. A jüan főbb kereskedelmi partnerek valutáival szembeni árfolyama a nemzetgazdasági érdekeket szolgáló kereskedelmi kapcsolatok fényében került rögzítésre, az ország akkoriban szűkös devizakészletét pedig a nemzet fejlesztési projektjeinek rendelték alá.

Kína a reformok 1978-as kezdete óta fokozatosan nyitja meg „kapuit” a világgazdaság előtt, ez pedig a meglévő tőkerestrikciók fenntartását egyre költségessé teszi, szükségességét pedig egyre jobban megkérdőjelezi. A tőkeáramlások felszabadítása nagy kihívás elé állítja a pártvezetést, hiszen a devizaáramlások szigorú felügyelete a szabályozási rendszer integrált részét képezi hosszú idők óta. A tőkeműveletek liberalizációja, figyelembe véve Kína világgazdasági nyitottságának fokát, nemcsak a kínai gazdaság számára, hanem a globális gazdaság egészére nézve is komoly kihívást jelent.

A tőkeliberalizációból eredő hasznot vélhetőleg már a Kínai Kommunista Párt is felismerte. Ma már nem az merül fel kérdésként, hogy szükség van-e a nemzetközi tőkeáramlás liberalizációjára, hanem az, hogy e folyamat milyen ütemben valósuljon meg?

4.1.1. Devizasabályozások a Kínai Népköztársaság kikiáltásától a nyitott kapuk politikájáig

A Kínai Népköztársaság 1949-es kikiáltását követően a devizaügyletek teljes körének felügyeletét a Párt Központi Pénzügyi és Gazdasági Bizottságának hatásköre alá rendelték. A kereskedelemről származó devizabevételt kötelezően be kellett szolgáltatni az 53 állami bank egyikének. Az import céljából, valamint a nem gazdasági célból történő devizavásárláshoz minden esetben a kínai jegybank hozzájárulására volt szükség. Az állami felügyelet kettős célja a destabilizáló devizaáramlások ellehetetlenítése és a kormányzati projektek devizalikviditásának biztosítása volt (Zhang, 2006). 1956-ot követően, a Mao Ce-tung (angolul: *Mao Zedong*) által vezetett köztársaság ideje alatt – a kommunista ideológia erősödésével párhuzamosan – tovább szigorítottak a tőkekorlátozások rendszerén. Kína a centralizáció jegyében a devizasabályozást a kötelező tervutasításos rendszer integrált részévé tette. Az állam a devizaallokációs folyamatokat, a jüanárfolyam szabályozását és a

felügyeleti jogkört kizárólagosan a kínai jegybank hatásköre alá rendelte. A kereskedelem összetételéhez és volumenéhez – amit az Állami Tervbizottság határozott meg – szükséges devizamennyiséget kötelező módon fel kellett tüntetni a tervekben. Mindezek fényében a devizamozgás iránya és nagysága előre meghatározásra került, aminek betartását a Kínai Kommunista Párt szavatolta (Lardy, 1995). A júanárfolyamnak a külkereskedelmi tranzakciók hazai valutára történő átszámolásával javarészt csak elszámolási funkciója volt. Mindezek mellett az árfolyam – amit 1955-től egészen 1973-ig befagyasztottak – a nem gazdasági tevékenységek, így a turizmus, illetőleg a külföldi diaszpóra hazautalásai esetén volt mérvadó. A júan árfolyama ezt követően 1973 után egy nemzetközi valutákból álló kosárhoz került rögzítésre.

4.1.2. Liberalizációs lépések a nyitott kapok politikájától az ezredfordulóig

A tervgazdálkodás és a beszolgáltatási rendszer szigorának enyhülésével, majd Teng Hsziao-ping (angolul: *Deng Xiaoping*) által meghirdetett az 1978-as reformok és a nyitás politikájának kezdetével az addigi devizarezsim hatékonysága megszűnt. A devizaforrások elégtelen és nem piaci alapú allokációja, az irracionális árfolyam és a növekvő adminisztrációs költségek ellehetetlenítették a rendszer fenntartását. E probléma megoldása érdekében hívták életre a ma is működő Állami Devizahatóságot (*State Administration of Foreign Exchange*, röviden: *SAFE*), amely kezdetben a jegybank szervezetén belül, később aztán az Államtanács alá rendelve felügyelte a devizák határt átlépő mozgását.⁶⁵ Az egy szervezet égisze alatt összevont devizafelügyeleti és szabályozási funkciót betöltő hivatal létrehozásával csökkent a bürokrácia és a korrupció mértéke, és javult az információ áramlásának hatékonysága. Azzal, hogy az export ösztönzése céljából 1979-ben bevezették a deviza-visszatartás rendszerét, gyakorlatilag megteremtették a hazai devizapiac alapjait. Azok a piaci szereplők, akik az exporttevékenység révén devizabevételtelhez jutottak, a bizonyos arányban visszatartott devizát szabadon importbeszerzésre fordíthatták. Ez a kezdetben 10–40 százalék között mozgó kvóta az 1990-es évek közepére átlagosan 80 százalékra nőtt.⁶⁶ A deviza certifikátok (kvóták) 1980 októberétől váltak piacképesé, akkortól, amikortól kereskedésük 12 nagyváros jegybank által üzemeltetett swap-központjaiban megkezdődött. A

⁶⁵ Napjainkban a SAFE ismételen a PBC irányítása alatt működik.

⁶⁶ Megjegyezném, hogy a kísérletezés égisze alatt a különleges gazdasági övezetekben (*Special Economic Zone*), illetve a gazdaságilag visszamaradott tartományokban (például Tibetben) ez a visszatartási arány akár 100 százalék is lehetett!

külföldi érdekeltségű vállalatok kezdetben csak egymással, majd 1988-tól a hazai vállalatokkal is kereskedhettek. A kvóták árfolyamát a piaci paritások határozták meg (Zhang, 2006). Míg a piac kínálati oldala korlátozásoktól mentes volt, addig a keresleti oldalt – a fokozatosság elvét követve – továbbra is feltételekhez kötötték. Az a szereplő juthatott kvótához, aki az import szándékát igazoló engedéllyel és az Állami Devizahatóság jóváhagyó határozatával rendelkezett. A kínai devizareform mérföldkövének számított az 1988-as pekingi nemzeti swap-központ létrehozása is, amely a kisebb swap-központok összevonásával lehetővé tette a költségek további csökkenését és a devizapiac gyorsabb liberalizációját. A devizakvóták árfolyama az 1990-es évek elejétől kezdődően olyannyira nagy figyelmet kapott, hogy azt még a kínai hatóságok is figyelembe vették a hivatalos jüanárfolyam megállapítása során.

A piaci folyamatok eredményeként a tőkekorlátozások korábbi sziklaszilárd rendszere alapjaiban fellazult. A hivatalos árfolyam mellett kialakuló swap árfolyam a folyó fizetési tranzakciókra vonatkozó korlátozások fenntarthatatlanságát eredményezte.⁶⁷ Az egyre szélesedő feketegazdaság és korrupció végül oda vezetett, hogy 1994-ben egyesítették a két árfolyamot, majd 1996. december 1-jén hivatalosan is deklarálták az IMF folyó konvertibilitásra vonatkozó kritériumok teljesítését. Chang (1998), aki szerint a folyó fizetési mérleg tételeinek liberalizálása az előre eltervezett időpontnál sokkal hamarabb következett be, úgy vélekedett e dinamikus reformok fényében, hogy az ezredfordulóra a tőkemérleg tételeinek megnyitása is egy reális cél lehet. Az ázsiai válság hatására Peking azonban a vészfékek behúzására kényszerült, mint utólag bebizonyosodott, helyesen.

Azok a tapasztalatok, miszerint Kína a válság alatt rendkívüli mértékben ellenállt az árfolyam-spekulációnak és sikeresen megakadályozta a tőke menekülését, felerősítették azokat a nézeteket, amelyek szerint a tőke kontrolljának mihamarabbi feloldása nem feltétlen kedvező hatású. Lámfalussy (2008) mindezek ismeretében vélekedik úgy, hogy a tőkemérleg tételeinek teljes liberalizációjával feltétlenül óvatosan kell bánni. A nemzetközi tapasztalatok ugyanis azt mutatják, hogy a tőkemérleg idő előtti megnyitása akár pénzügyi válságok szikrája is lehet.

A fentiek ismeretében Peking a liberalizációs lépések megválasztása és időzítése terén kifejezetten óvatos politikát folytat. A piacgazdaság építésének szándékát hivatalosan csak

⁶⁷A hatósági és piaci jelenlét kettőse nem csak az árfolyam-politika reformját jellemezte. A gazdasági szerkezetátalakítás első lépéseként a mezőgazdaságban, majd azt követően az iparban figyelhető meg az ún. „duális gazdaság” modellje. E szerint a kijelölt ágazatokban kísérleti jelleggel teret engedtek a piacgazdaság mechanizmusainak, amit aztán az állami jelenlét visszaszorulása követett. E modellt kettős vágányú (*dual-track*) rendszernek is nevezik.

2003-ban elismerő párt központi bizottsága szerint „az ismert kockázatok hatékony kezelésével, megfelelően megválasztva, lépésenként kell eltörölni a határokat átlépő tőkeáramlások korlátait, és fokozatosan kell konvertibilissé tenni a renminbit a tőkemérleg tételei vonatkozásában” (Zhang, 2006, 19. o.). A kínai vezetők azonban nem tisztázták, hogy a „fundamentális” konvertibilitás alatt mit is értenek valójában.

Úgy vélem, hogy napjainkra Kína a folyó fizetési mérleg tételeire vonatkozó konvertibilitás mellett megvalósította a jüan feltételes, úgynevezett kondicionális konvertibilitásának állapotát. E szerint a hosszú távú tőkeáramlások előtt az akadályok teljes mértékben felszámolásra kerültek, míg a rövidtávú – főként spekulatív és arbitrázs jellegű – tőkét továbbra is szigorú megfelelési szabályokhoz kötik.

4.2. A tőkeliberalizáció fázisai és lehetséges menete

Kína tőkeliberalizációjával foglalkozó nemzetközi és kínai szakirodalmak jelentős többsége 2010-re irányozta elő a teljes konvertibilitás megvalósulásának lehetséges időpontját az ezredfordulón. Mindazonáltal a 2008-2009-es pénzügyi világválság során tapasztalt hektikus tőkeáramlások, napjaink eszközár-buborékja, valamint a felértékelésre spekuláló forró-tőke-beáramlás óvatosságra intette a pártvezetést és Kína devizahatóságát.⁶⁸ Mindezek fényében, a tőkemérleg liberalizációjának ütemezésével kapcsolatban pedig ismételten csak találgatásokba lehetne bonyolódni, hiszen Kína továbbra is vonakodik a liberalizációs ütemterv publikálásától.

Kína „lépésről lépésre” típusú gazdaságpolitikájának ismeretében csak sejtéseket fogalmazhatunk meg a tőkeliberalizáció menetével kapcsolatban. A befektetés időtartamát és irányát tekintetve három fázisra osztható fel a liberalizáció folyamata. Az első lépcsőben a határon átlépő reálberuházások (működőtőke-áramlás) korlátainak felszámolása, a másodikban a portfólióbefektetések engedélyezése, majd az utolsó fázisban a teljes pénzügyi szektor liberalizációja következhet. Ebből, mint később látni fogjuk, jelenleg a második fázis közepénél tart a kínai reformfolyamat.

Zhang (2006) tömören és precízen foglalta össze a liberalizáció prioritásait a tőkeáramlás különböző dimenzióiban. E szerint először a beáramló tőke korlátozásán kell lazítani, majd ezt követően kerülhet sor a kiáramló tőke szabályainak enyhítésére. Megjegyzem, hogy 2004-et követően, a növekvő felértékelési nyomás következtében a kiáramló tőke támogatása vált

⁶⁸ Az ennek hatására meghozott intézkedések között talán a legszembeűnőbb – és a legnagyobb nemzetközi visszhangot kiváltó – lépés a jüan újbóli dollárhoz való rögzítése volt 2008-ban.

elsődlegessé. A befektetés lejárata szerint először a hosszú távú tőkeáramlás preferálandó, majd a sorban ezután jöhetnek a közép- és rövid távú tételek. A közvetett beruházásokra vonatkozó szabályok kivezetése csakis a közvetlen beruházások liberalizációja után következhet. Negyedszer, a restriktív fokozatos megszüntetése során első lépésben a pénzügyi intézményeknek kell prioritást élvezniük a többi szereplővel szemben. Végül pedig érdemes a reálgazdasági tranzakciók körében megkezdeni először a liberalizációt, amit később a nem reálgazdasági ügyletek szabályozása követhet.

4.3. A működőtőke-áramlások liberalizációja

A tőkemérleg tételei közül a legkiszámíthatóbb és az ország számára legtöbb kedvező hozadékkal bíró tőkeáramlási forma a működőtőke-beruházás. E tőketípus a fentebb említett prioritásokat a legtöbb ponton kielégíti. Nem véletlen, hogy a reform és nyitás politikájának fókuszában is a külföldi működőtőke liberalizációja állt elsősorban. A működőtőke beruházásokkal ugyanis nem csupán pénzforrás érkezik Kínába, hanem korszerű menedzsmentszemlélet, marketingismeret és fejlett műszaki technológia is. Székely-Doby (2008) elemzése szerint az FDI beáramlás 1992-ben ugrott meg szignifikánsan (lásd az 4. ábrát), akkor, amikor Teng Hsziao-ping Dél-Kínában tett körútja során rehabilitálta⁶⁹ a reformfolyamatot, és amellyel párhuzamosan fokozatosan megnyitották Kína belső piacait is az addig kizárólag exportra termelő külföldi tulajdonú vállalatok előtt. Mindezek eredményeként az elmúlt tíz év során átlagosan évi bruttó 90 milliárd dollár külföldi működő tőke áramlott az országba – 2010-ben pedig rekord magas, 185 milliárd dollár értékben!⁷⁰ Kezdetben a „beáramló tőkére puha, a kiáramló tőkére kemény” szabályozás a kiáramló működő tőkét szigorúbb megfelelési feltételekhez kötötte. Míg csupán egymilliárd dollár értékben regisztráltak működőtőke-kivitelt 1991-ben, addig az azt követő évben ennek volumene megnégyszereződött. Ekkor azonban – egészen az ázsiai krízis kirobbanásáig – Artner (2009) szerint visszalépés következett be a liberalizáció folyamatában. Az úgynevezett „formalizált állami szigor” bevezetését a korábbi időszak ingatlan- és egyéb spekulációs célú befektetéseinek elszenvedett veszteségek indokolták. Az 1997–1998-as ázsiai válságsorozat idején azonban a kínai működőtőke régióban betöltött szerepe újra felértékelődött. Az

⁶⁹ Rehabilitációra azért volt szüksége, mert a Tienanmen téri 1989-es véres politikai leszámolás megnövelte Kína országkockázatát és elbizonytalanította a külföldi tőkebefektetőket.

⁷⁰ 1992 és 2009 között a működőtőke-beáramlás átlagosan a GDP 3,8 százalékát tette ki, míg 2008-ban a világ működőtőke-beruházásának 6,4 százaléka irányult Kínába! *Forrás: CEIC, UNCTAD.*

ezredfordulót követően meghirdetett „Go Global” stratégia égisze alatt végül a kivitelt is fokozatosan liberalizálták. Első körben azokat a külső beruházásokat engedélyezték, amelyek nemzetstratégiai célokat szolgáltak. A pozitív eredmények láttán 2004-től – amikortól a kormány beruházás ellenőrző funkciója tőkeexport-támogató szerepőrré alakult – fokozatosan kiterjesztették az engedmények körét. Artner (2009) számításai szerint 2000 és 2007 között tizenkilencszeresére nőtt a működőtőke-kivitel volumene, 2010-ra elérve az évi 60 milliárd dollárt.

Mindent egybevéve, a működőtőke be- és kiáramló tételeire vonatkozó korlátozásokat 2004–2005-re közel teljes mértékben eltörölték.

Amikor 2010-ben az informatikai vállalatóriás, a *Google*, a kínai piacról való kivonulást fontolgatta az internetes tartalmak hatóságok által történő korlátozása miatt, a megnövekedett befektetői aggodalmakat a kínai kereskedelmi minisztérium második embere azzal igyekezett hűteni, hogy megerősítette a külföldi és a hazai vállalatok közötti egyenlő bánásmód elvét. Nyilatkozata szerint a Kínában bejegyzett és a Kínában működő külföldi vállalatokat úgy kezelik, mintha azok hazai vállalatok lennének, termékeiket pedig úgy, mintha kínai termékről lenne szó. Elmondása szerint nemzeti bánásmódban részesítik a külföldi tőkét is.⁷¹

4.4. A portfóliótőke-áramlásának szabályozása a minősített intézményes befektetési programok fényében

A tőkemérleg másik jelentős tételének, a portfólióbefektetéseknek a liberalizálását a jegybank (PBC), a Kínai Értékpapír-felügyelet (továbbiakban: CSRC), a Kínai Bankfelügyelet (továbbiakban: CBRC) és a Kínai Devizahatóság által szabályozott és ellenőrzött két úttörő jelentőségű projekt szabályozza. A 2002-ben elindított, majd 2006-ban számos kritériumában enyhített minősített külföldi intézményes befektetői program (*Qualified Foreign Institutional Investors* – továbbiakban: *QFII*) és a 2006-ban meghirdetett minősített hazai intézményes befektetői program (*Qualified Domestic Institutional Investors* – továbbiakban: *QDII*) megnyitotta a portfóliótőke áramlása előtt a kapukat. Az előzőekben már említett „beáramló tőkére puha, kiáramló tőkére kemény” politikát a szelektív liberalizáció elve ösztönözte, amely magyarázatot szolgáltat arra, hogy miért pont a beáramló tőke restriktív lazítottak első körben a szabályozó hatóságok.

⁷¹ Lásd: *Chinadaily*: Open doors still welcome foreign investment, 2010. 04. 15. http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-04/15/content_9732351.htm

4.4.1 A minősített külföldi intézményes befektetői program (QFII)

A kínai hatóságok már a program bevezetés előtt elegendő piaci információval rendelkeztek annak működéséről, hiszen a feltörekvő országokban – így például Tajvanon – a QFII addigra már sikeresen „levizsgázott”. A 2002. december 1-jével elindított kezdeményezésben külföldi befektetési alapok, biztosító társaságok és egyéb eszközközkezelő intézmények vehettek részt (CSRC, PBC, 2002). A minősített befektetői státusz előfeltétele a CSRC által kiadott befektetési jogosítvány megszerzése. Emellett pedig különböző a pénzügyi stabilitásra, hitelminősítésre, tőke- és személyi megfelelésre vonatkozó kritériumokat kell teljesíteni. A fenti feltételek azt a célt szolgálják, hogy a kínai szabályozók elejét tudják venni az olyan intézmények működésének, amelyek túl nagy kockázatot jelentenének a rendszer szempontjából, azaz alacsony saját tőkével, elégtelen piaci tapasztalattal, rövid működési háttérrel, avagy túlságosan nagy pénzügyi kitétséggel rendelkeznek.

Mindezekon felül a tőke Kínába történő utalásához úgynevezett befektetési kvótát is igényelni kell a devizahatóságtól, valamint szükség van arra is, hogy a befektető külföldi országának pénzügyi felügyelete elfogadja a kínai hatóságok „Beleegyezési nyilatkozatát” (*Memorandum of Understanding*), amelyben vállalják a kínai értékpapír-felügyelet felé való rendszeres adatszolgáltatást (CSRC, PBC, 2002, 2. és 6. cikkely). A működési tapasztalatra és pénzügyi méretre vonatkozó feltételekből arra lehet következtetni, hogy Kína a minimum szint meghúzásánál több mint elővigyázatos volt. Eszerint az alapkezelő társaságoknak legalább 5 éves tapasztalattal és 10 milliárd dollár kezelt vagyonnal kellett rendelkezniük; a befektetési és biztosító társaságok minimum 30 év működési háttérrel, 10 milliárd dollár kezelt vagyonnal és 1 milliárd dollár jegyzett tőkével váltak a QFII programra való részvételre alkalmassá; míg a kereskedelmi bankok esetén a 10 milliárd dollár kezelt vagyon mellett követelmény volt az is, hogy az intézmény a világ 100 legnagyobb bankjának listáján jegyezve legyen (CSRC, PBC, 2002, 7. cikkely).

Mindezen szigorú előfeltételek mellett a szabályozás 2006-os újragondolásáig 51 intézmény csatlakozott a programhoz,⁷² és 7,5 milliárd dollár QFII befektetést hagytak jóvá (Ni, 2009). Az előzőekben felsoroltakon túlmenően a devizaműveletek végrehajtásához úgynevezett letétkezelő bankkal (korábban *Custodian*, később *Trustee*), az értékpapír-tranzakciók lefolytatáshoz pedig egy hazai befektetési társasággal kell leszerződnie, amelyhez a CSRC,

⁷² Az első tíz csatlakozó között olyan ismert és a feltételeket könnyen kielégítő intézmények voltak, mint az UBS (1), Nomura Securities (2), Morgan Stanley (3), Citigroup (4), Goldman Sachs (5), Deutsche Bank (6), ING (8), JP Morgan (9), Credit Suisse (10).

PBC és a devizahatóság együttes hozzájárulása is szükséges (CSRC, PBC, 2002, 3., 13., 16., 19. cikkely). A letétkezelő a külföldi ügyfele számára egy speciális RMB-számlát és egy devizaszámlát vezet. Feladatai közé tartozik a deviza- és RMB-tranzakciók végrehajtása, a befektetési tevékenység rendszeres monitoringja, az esetleges szabályszegések jelentése és az éves beszámolók elkészítése. Egy másik rendeletben részletesen meghatározásra kerültek a letétkezelő bank feladatai, valamint a befektetési kvótára és a speciális RMB-számlára vonatkozó kritériumok. E szerint a pályázó külföldi intézmény által kérvényezhető minimum befektetési kvóta 50 millió, a maximum pedig 800 millió dollár lehet. Mindezekon túl azonban a devizahatóság meghagyta magának azt a jogot, hogy a piac kondícióinak és a fizetésimérleg alakulásának fényében e limiteken bármikor változtathasson (SAFE, 2002, 8. cikkely).

A programban részt vevő intézmények a következő jüanban denominált piacokon kereskedhettek a befektetési kvóta mértékéig: a részvénytőzsdén (kivéve a tőzsde dollárban kereskedett „B” szekciójában), az állam- és a vállalati kötvények piacán, illetőleg a CSRC által jóváhagyott egyéb piacokon (CSRC, PBC, 2002, 18. cikkely). Egyebek mellett meghatározták a befektetések felső határát is, amellyel a hatóságok a hirtelen beáramló tőkét, és a tőkemérleg aktívumát kívánták kordában tartani. Az óvatosság elve szerint nemcsak a beáramló tőke mennyiségét, hanem a kiáramlóét is szabályozták. A tőke behozatala és a tőke, illetőleg az adózott eredmény kiutalása között legalább egy évnek – zárt végű befektetések esetén 3 évnek – kellett eltelnie. Az egy összegben hazautalható legnagyobb tőke volumene a teljes tőke 20 százalékban került meghatározásra – azzal a kikötéssel, hogy az utalások között legalább három hónapnak kellett eltelnie (CSRC, PBC, 2002, 26. cikkely). A korábbi, 2002-es rendelet szerint a be- és kiutalásra vonatkozó kvótaszabályok megsértése esetén maximum 30000 RMB, míg jogosulatlan kiutalás esetén a kiutalt összeg ötszöröséig számíthattak bírságra a szabálysértők (SAFE, 2002, 26–27. cikkely). Mind a repatriálás időbeli korlátjával, mind a büntetések kilátásba helyezésével a spekuláció motivációját igyekeztek tompítani a szabályozó hatóságok.

A szigorú kvalifikációs kritériumok miatt, valamint a hosszú és bonyolult jóváhagyási eljárás következtében a QFII program a hozzá fűzött reményeket nem váltotta be teljes mértékben. Mindezen oknál fogva a korábbi 2002-es rendeletet 2006 szeptemberében hatályon kívül helyezték és jó néhány pontját újraszabályozták a devizahatóság a CSRC és a PBC által közösen elfogadott új rendeletben (CSRC, PBC, SAFE, 2006). Annak ellenére, hogy az előző

szabályzathoz képest számos engedményt tettek, a hatásköri és illetékességbeli problémák kétségessé és kevésbé átláthatóvá tették a jóváhagyási folyamatot.⁷³ Az új rendelet a hosszú és középtávú tőkebefektetés bátorítása érdekében a nyugdíjalapokat, a biztosító társaságokat, a nyílt befektetési alapokat, valamint az egyéb hosszútávú eszközekezőket kedvezőbb elbírálásban részesíti. Mivel az említett intézmények kizárólag hosszútávú befektetési stratégiával rendelkeznek, így azok nem jelentenek veszélyt az ország külső egyensúlyára nézve. A pénzügyi feltételekre vonatkozó szabályok annyiban módosultak, hogy a befektetési alapok, a biztosító társaságok és az egyéb eszközekezők (nyugdíj-, nyíltvégű alap, vagyonekezők stb.) eszközállományára vonatkozó minimum kritériumát az eddigi 10 milliárd dollárról 5 milliárd dollárra mérsékelték. A biztosítók működési tapasztalatának előfeltételét 30-ról 5 évre csökkentették, míg a befektetési társaságokra és a kereskedelmi bankokra vonatkozó feltételeken nem változtattak (CSRC, 2006, 1. pont). Az új rendelet a befektetések horizontját is kiszélesítette. Már a tőzsde „B” szekciójában forgó részvényekbe, kötvényekbe és opciós eszközökbe, valamint értékpapír alapú befektetési jegyekbe, és egyéb a CSRC által jóváhagyott értékpapírokba is lehetőség nyílik a befektetésre a kvótaszabályok betartása mellett (CSRC, PBC, SAFE, 2006, 18. cikkely; CSRC, 2006, 9. pont). A tőzsdén forgó kínai vállalatokban történő tulajdonszerzés felső határát 10%, illetve 20%-ban állapították meg (attól függően, hogy egy vagy több QFII intézmény szerez-e tulajdonrészt benne). Nagy előrelépésnek számít az is, hogy a külföldi befektetők 2006 óta kínai részvény- és kötvénykibocsátásban is részt vehetnek (CSRC, 2006, 9–10. pont). Változás az is, hogy az eddigi három hónapos kvótafeltöltési határidőt is eltörölték.⁷⁴ A kisebb volumenű tőke kiutalásához már nem kell a devizahatóság előzetes engedélye, ugyanakkor az új rendelet nem tartalmaz iránymutatást arra vonatkozóan, hogy jelentős tőke kiutalása esetén milyen volumenbeli és időbeli korlátok a mérvadóak – így a befektetők feltételezhetően a 2002-es szabályozás iránymutatását veszik alapul. A be- és kiutalási limitek hiánya mellett bizonytalansági tényező még az is, hogy a szabálysértések büntetési vonzatai nem kerültek rögzítésre.

Említésre méltó előrelépésnek számít azonban az, hogy az új szabályozási rendszer már

⁷³ A 2006-os szabályozás a CSRC értékpapír-tranzakció lefolytatásához szükséges jogosítványának megszerzését a devizahatóság által jóváhagyott befektetési kvótától teszi függővé. A helyzetet azonban az teszi bizonytalanná, hogy a devizahatóság kvótajóváhagyásához a CSRC jóváhagyó véleményére van szükség. E rendelkezés pedig nem éppen a befektetői bizalom irányába hat (CSRC, PBC, SAFE, 2006, 8–9. cikkely).

⁷⁴ Ha a QFII intézmény a devizahatóság által jóváhagyott kvóta összegét egy bizonyos időn belül nem utalta át a letétkéző bankjának számlájára, kvótáját elveszítette. Ez az időbeli megkötés 2006-tól azonban eltörlésre került (CSRC, PBC, SAFE, 2006, 26. cikkely).

megköveteli a hazai befektetési társaságoktól azt, hogy a külföldi ügyfelek számláit a sajátjuktól elkülönítetten, illetőleg a QFII számláin belül is a saját számlás és megbízói számlás ügyleteket külön vezessék és kezeljék (CSRC, 2006, 6., 7., 8. pont). Ezzel a lépéssel a szabályozó hatóságok felismerték a QFII befektetők sokoldalú üzleti struktúráját, és elősegítetik a befektetési tevékenységek átláthatóbb és hatékonyabb működését. A 2006-os szabályozás szabta lazább feltételrendszer a nagy, nemzetközileg ismert intézmények megjelenése mellett már lehetővé tette a kisebb alapkezelők, biztosítók és nyugdíjalapok kínai tőkepiacra való belépését. A program sikerét koronázza, hogy míg a 2002-es QFII rendelet hatályba lépését követő négy évben 51 intézmény csatlakozott a programhoz, addig 2008 márciusától – amikortól a 2006-os új szabályozás megteremtette a csatlakozás feltételeit – 2010 decemberéig – azaz kevesebb, mint két év alatt – 55 új partnerrel 106-re nőtt a résztvevők száma (22. ábra). A megnövekedett csatlakozási kedv láttán a kínai kormányzat 2007 végén 10 milliárdról 30 milliárd dollárra növelte az aggregált befektetési kvóta felső határát.⁷⁵

A 2008–2009-es világgazdasági válság okán megnövekedett tőkevolatilitás és az emelkedő befektetői bizonytalanság a QFII programban is lassulást eredményezett. 2008 januárjában a QFII program keretében eszközölt befektetések értéke 12,93 százalékot esett a Piller Fund elemzése szerint, míg 2008 első nyolc hónapjában a részvénypiaci alapok átlagosan 50%-os százalékos veszteséget szenvedtek el.⁷⁶

A kínai hatóságok a visszaeső külföldi érdeklődés ellensúlyozása érdekében 2009 augusztusában az Amerika-Kína Stratégiai és Gazdasági Párbeszéd első ülésén azt az ígéretet tették, hogy a jóváhagyási folyamat gyorsításával igyekeznek az adminisztrációs akadályokat csökkenteni. A devizahatóság 2009 szeptemberében kiadott tervezetében azt közölte, hogy a külföldiek által igényelhető eddigi 800 millió dolláros kvótát 1 milliárd dollárra növelik, valamint a külföldi nyugdíjalapok, biztosító társaságok és nyílt végű befektetési alapok esetében előírt a kiutalásra vonatkozó türelmi időt (*lock-up period*) három hónapra csökkentik.⁷⁷ Mindezen változtatások, és a javuló világgazdasági kondíciók fényében úgy

⁷⁵ Lásd: *Chinareview*: China triples QFII quota ahead of key meetings with U.S. officials. 2007-12-10. http://news.xinhuanet.com/english/2007-12/10/content_7226220.htm

⁷⁶ Lásd: *Chinaview*: Drop in value of QFII funds reflects market. 2008-02-14. http://news.xinhuanet.com/english/2008-02/14/content_7602936.htm , továbbá lásd: *BusinessWeek Online*: Huge Losses for Chinese Equity Funds. 2008-09-24. http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080924_654440.htm

⁷⁷ Lásd: *ChinaDaily*: Vital sign for securities market. 2009-09-09. http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2009-09/09/content_8670165.htm

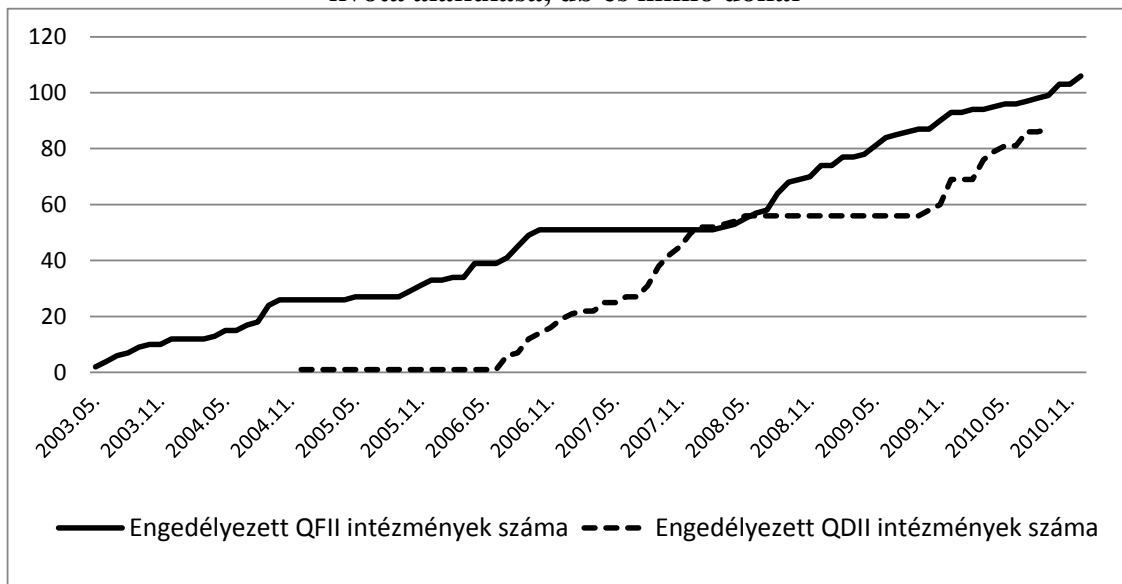
vélem, hogy a QFII program népszerűsége a következő években ismételten nőhet. Ugyanakkor a 2010 végéig jóváhagyott 19,7 milliárd dolláros befektetési kvóta és a maximálisan kitölthető 30 milliárd dolláros kvótaplafon között még egy hatalmas, 10,3 milliárd dolláros „űr” várja a betöltését!

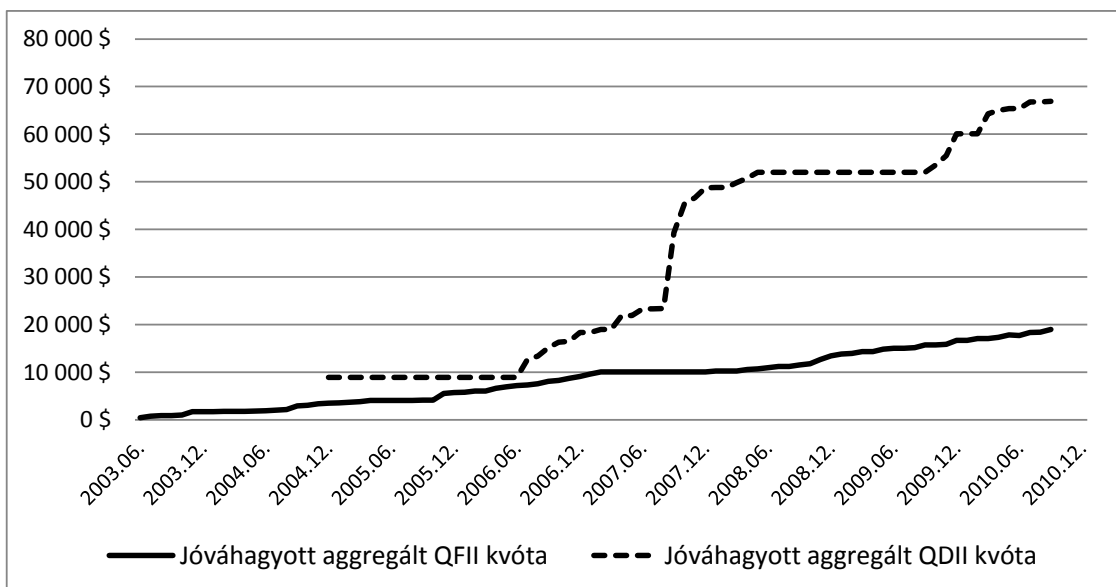
Ni (2009) szerint a külföldi befektetők túlzott óvatossága a nem precíz szabályozási környezettel magyarázható. Úgy véli, hogy a kínai kormányzat alábecsülte a magas bizonytalanságból eredő költségeket. Ilyenek például a be- és kiutalási korlátok, illetve az ezek megszegése esetén várható büntetési vonzatok hiánya. A QFII programba lépni szándékozó befektetőnek ezért mérlegelniük kell, hogy a csatlakozásból származó előnyök és a szabályozó hatóságok kiszámíthatatlan lépéseiből fakadó kockázatok között a jelenlegi jogi környezetben milyen reláció áll fenn.

Mindezek fényében úgy ítélem meg, hogy a QFII program számára két okból is előnyös lehet egy aránylag átláthatóbb és kiszámíthatóbb szabályozási környezet. Egyrészt csökkentené a kockázatból eredő költségeket, másrészt a szabályok explicit nyilvánosságra hozatalával összhangba lehetne hozni a piac várakozásait a kormányzati célokkal. Összességében a tőke számára úgy válna Kína vonzóbb célterületté, ha sokkal átláthatóbb, kiszámíthatóbb és interaktívabb szabályozási környezet kerülne kialakításra.

22. ábra

Az engedélyezett QFII és QDII intézmények száma és részükre jóváhagyott aggregált kvóta alakulása, db és millió dollár





Forrás: CEIC

4.4.2. A minősített hazai intézményes befektetői program (QDII)

A tőkeliberalizáció korai szakaszára jellemző „beáramló tőkére puha, kiáramló tőkére kemény” irányelv az emelkedő kereskedelmi aránytalanságok, a rekord mértéket öltő jegybanki tartalékállomány, valamint az egyre növekvő felértékelési nyomás fényében 2003-at követően egyre tarthatatlanabbá vált.

Tekintettel arra, hogy a tőke szabályozásának hatékonysága a világgazdasági nyitással párhuzamosan erodálódik, feltételezhető lehet, hogy Kína tőkekorlátozásának rendszere a külkereskedelmi nyitás fényében „porózussá” vált (Prasad, 2005; Prasad and Wei, 2005). A hatóságok vélhetőleg e feszültséget igyekeztek feloldani azzal, hogy 2005 nyarán bevezették a csúszó felértékelő árfolyamrendszert, valamint, amikor lehetővé tették a kínai magánszektor megtakarításainak a minősített hazai intézményes befektetői programon (QDII) keresztül történő – közvetett – külföldi kihelyezését.

A QDII program elindítását a globális pénzügyi egyensúlytalanságokból eredő feszültségek mérséklése mellett olyan szándék is ösztönözte, hogy a magánszektor számára végre megnyíljon a lehetőség egy diverzifikáltabb – és akár magasabb hozamot biztosító – befektetési portfólió kialakítására.⁷⁸ A program hivatalos elindítását két fontos momentum előzte meg, amely ismételtén a kínai döntéshozók óvatos és „lépésről lépésre” típusú politikájáról tesz tanúbizonyságot. A tőkekiáramlás engedélyezésének első fázisaként már 2004-ben jóváhagyták a kínai biztosító társaságok tengerentúli befektetéseit – habár csak

⁷⁸ A QDII program elindításakor a lakosság teljes megtakarítása meghaladta a 16000 milliárd jüant!

bankbetétek, kötvények és kereskedelmi papírok formájában. Ezt követően a kínai kereskedelmi bankok határon túli befektetési tevékenységét is engedélyezték kísérleti jelleggel (CBRC, PBC, SAFE, 2006). A pozitív eredmények fényében pedig rövid időn belül tovább lazítottak a megfelelési szabályokon. Néhány restriktió⁷⁹ fenntartása mellett az addig tiltott részvénybefektetéseket is szabaddá tették a bankok számára (Cadwalader, 2007).

A fenti folyamatok fényében az értékpapír felügyelet 2007 júliusában életbe léptette a kiáramló portfólióbefektetésekre vonatkozó programot részleteiben szabályzó QDII rendeletet és az ehhez kapcsolódó szabályzatot. Kijelölték a résztvevők körét, meghatározták a letétkezelő bankok és a külföldi tanácsadók feladatait, a befektetések célterületeit, a hazai tőkegyűjtés szabályait, valamint az információk nyilvánosságra hozatalának módját (CSRC, 2007a, 2007b).

A feltételek szigorú és részletes rögzítésével a szabályozó hatóságok a kockázati kitettség nagyságát igyekeznek korlátozni. E törekvés nem pusztán Kína óvatos hozzáállásával indokolható, hanem éppúgy a kínai vállalatok és háztartások pénzügyi kultúrájának és ismereteinek hiányosságaival is magyarázható. Az árfolyamkockázatból eredő veszélyek és az új típusú befektetési instrumentumok ismertének a hiányában jelentős kockázata van a külföldi tőkebefektetéseknél, ami akár számottevő vagyonszétválást is eredményezhet.

A rendelet szerint QDII státuszra kizárólag hazai alapkezelők és befektetési társaságok pályázhatnak. A kvalifikációs követelmények a következők szerint alakulnak: az alapkezelő intézmények 200 millió RMB-s nettó tőkeállománnyal, 20 milliárd RMB-s kezelt vagyonnal és két év üzletági tapasztalattal, míg a befektetési társaságok 800 millió RMB-s jegyzett tőkével, 2 milliárd RMB-s kezelt vagyonnal, 70 %-os tőke-eszköz aránnyal és legalább egy éves működési háttérrel válnak alkalmassá a programban való részvételre (CSRC, 2007a, 6. cikkely). Mindezek mellett személyi, vállalatirányítási és egyéb feltételeknek is meg kell felelni a jelentkező intézményeknek. Abban az esetben, ha a pályázó a fenti kritériumoknak maradéktalanul megfelel, kérvénnyel fordulhat az értékpapír felügyelethez a befektetési jogosítvány és a hazai tőkegyűjtést jóváhagyó engedély megszerzése céljából. Mindezen felül, a devizahatóság beleegyezése is szükséges a külföldi befektetési tevékenység megkezdéséhez (CSRC, 2007a, 8-12. cikkely).

Összehasonlítva a QDII és a QFII program belépési kritériumait, látható, hogy a kiáramló tőke esetén is hasonlóan szigorú prudenciális megfelelési feltételeket szabtak a hatóságok

⁷⁹ A részvénybefektetések nettó értékének az aránya nem haladhatta meg az összes befektetés 50 százalékát, illetőleg az egy részvénytársaságban megszerzett tulajdon nem haladhatta meg az 5 százalékot.

annak érdekében, hogy egyrészt ellehetetlenítsék a tőke hirtelen menekülést, másrészt korlátozzák a hazai befektetők túlzott kockázatvállalási hajlandóságát. A tengerentúli tevékenység megkezdéséhez ebben az esetben is szükség van egy minősített letétkezelő bank (*Custodian Bank*) közreműködésére, amely hasonló feladatokat lát el, mint a QFII program esetén.⁸⁰ Újdonságnak számít a minősített külföldi tanácsadó partner közreműködése is, amely támogatja a befektetési döntések meghozatalát és szakmai segítséget nyújt a kockázatok prudens menedzselése érdekében.⁸¹ A hazai piacon történő tőkegyűjtés (*pooling*) feltétele a befektetési termékkel kapcsolatban összeállított valamennyi dokumentum (például a kockázatfeltáró nyilatkozat, a termék alapvető információit tartalmazó egyszerű és könnyen érthető tájékoztató stb...) hatósági bemutatása. A tájékoztatásra vonatkozó szigorú előírások célja, hogy a befektetők megismerjék a külföldi termékekben rejlő kockázatokat, és megtanulják azok kezelését.

Alapkezelők esetén az előírt minimálisan összegyűjthető tőke 200 millió RMB-ben (nyílt végű befektetések esetén minimum 200, zárt végű befektetéseknél pedig minimum 1000 tulajdonossal), a befektetési társaságok esetén pedig 100 millió RMB-ben (minimum 2 részvényes) került meghatározásra (CSRC, 2007b, 4. pont).

A QDII intézmények befektetési célterületeit is részletesen szabályozzák. Tekintettel arra, hogy a lista igen hosszú, a teljesség igénye nélkül a következő eszközök vásárlására nyílik lehetőségük a programban résztvevő intézményeknek: 1) bankbetétek, repo ügyletek, kereskedelmi papírok, 2) államkötvények, vállalati kötvények és átváltoztatható kötvények, jelzáloggal és eszközzel fedezett értékpapírok, 3) tőzsdei cégek részvényei és befektetési alapok (a célország „Beleegyezési nyilatkozatának” aláírása esetén), 4) strukturált befektetési termékek és 5) pénzügyi derivatívák (például: forward, future és swap ügyletek, opciók, stb). A magas kockázatok miatt az ingatlan- és jelzálogpiaci eszközök vásárlása, valamint a nemesfémekbe és kereskedelmi termékekbe való befektetés tilos. Külföldi részvényjegyzésben és rövidre eladásban (ha a mögöttes értékpapír nincs a tulajdonában) nem lehet részt venni, továbbá kölcsönt is csak abban az esetben lehet felvenni, ha azt a tranzakciós költségek fedezésére vagy derivatív termékek vásárlására fordítják (CSRC, 2007b, 5. pont).

⁸⁰ A letétkezelő bank további külföldi letétkezelő bankot is megbízhat a külföldi tranzakciók lebonyolítása céljából. Azonban, ebben az esetben a külföldi partner hibáiért teljes mértékben a hazai letétkezelő a felelős (CSRC, 2007a, 19. cikkely).

⁸¹ Külföldi tanácsadó az a társaság lehet, amely legalább 5 éves működési tapasztalattal és 10 milliárd dollár kezelt vagyonnal rendelkezik. Abban az esetben, ha a tanácsadó jogosulttá válik a – QDII helyett – befektetési döntéseket meghozatalára, az esetleges károkért ő tehető felelőssé (CSRC, 2007a, 14., 17. cikkely).

A növekvő külföldi felértékelési nyomás miatt a kiáramló deviza korlátainak gyorsabb leépítése Peking érdeke is. Nem véletlen, hogy az engedmények körét a QDII elindítását követően több alkalommal is kiszélesítették. Mindezek eredményeként 2006 szeptemberére – alig 5 hónap alatt – 15 intézmény vált külföldi tőkebefektetésre jogosulttá, 10,8 milliárd dollár jóváhagyott kvóta mellett. Míg a beáramló tőke ösztönzése érdekében elindított QFII program első négy évében 45 intézmény csupán mindösszesen 7,5 milliárd kvótával kezdhette meg a működését.⁸² Mindezek felül ugyanebben az évben az addigi 8000 dolláros magánszemélyekre vonatkozó éves devizavásárlási kvótát a tőkekiáramlás katalizálása érdekében 20000 dollárra emelték.

A kezdeti lelkesedés azonban bő egy év alatt megtört. A *Hang Seng Bank* 2006. szeptemberi elemzésében arról számolt be, hogy a program elindítását követő első pár hónapban a négy legnagyobb bank csupán 200 millió dollár értékben – befektetési kvótájuknak mindösszesen 3,2 százalékát kimerítve – értékesített termékeket a lakosság körében. Ennek hátterében elsősorban a pénzügyi instrumentumok ismeretének a hiánya, és a túlzott óvatosság, másodsorban pedig a 2005 nyarán elindított csúszó felértékelő árfolyamrendszer állhatott. A felértékelődő jüanárfolyam mellett – amely 2005 és 2008 között 21 százalékkal erősödött a dollárral szemben – a külföldi devizában, s főként dollárban denominált eszközök reálhozama sok esetben nem tudott extrahozamot nyújtani a kínai tőzsde benchmarkjához képest.⁸³ A tőkekivitel további bátorítása érdekében a devizahatóság 2007 februárjában 50000 dollárra növelte a magánszemélyek éves devizakvótáját, továbbá 2008 nyaráig megötszörözte a QDII intézmények részére jóváhagyott befektetési limitet (lásd 22. ábra). Mindezek mellett bővült azoknak az országoknak a száma is – 2008 elején az Egyesült Államokkal –, akik aláírták a kölcsönös befektetési tevékenységet engedélyező „Beleegyezési nyilatkozatot” (*Memorandum of Understanding*), ami tovább szélesítette QDII célpiacainak kínálatát. Végül azonban a QDII termékek iránti kereslet is drasztikusan megcsappant a 2008-9-es világgazdasági depresszió nyomán megnövekedett kockázatkerülő és bizonytalan környezetben.

A válság következtében Kína első QDII alapját – a *Hua An International Balanced Fundot* – érte a legnagyobb veszteség, hiszen a külföldi minősített tanácsadója a krízisben összeroppant

⁸² Lásd: Hang Seng Bank: QDII – A Catalyst for China’s New Financial Landscape. *Hang Seng Economic Monthly*, 2006. szeptember.

⁸³ Ráadásul kezdeti termékek rövidtávú és fix hozamú instrumentumok voltak, amelyek még a renminbi felértékelődése nélkül is versenyképtelenek voltak a hazai tőzsde hozamához képest. Mindezen felül pedig a magas belépési költségek tovább nehezítették a program sikerét (*Ni*, 2009).

Lehman Brothers volt, amelynek számtalan strukturált termékét forgalmazta.⁸⁴ A feszült világgazdasági kondíciók fényében a hatóságok 17 hónapra, egészen 2009 novemberéig szüneteltették a QDII programba való felvételt. A globális tőkepiacok 2009 óta tapasztalt visszapattanásának fényében azonban a QDII termékek iránti kereslet is újra megélni látszik. Ezt mi sem támasztja alá jobban, minthogy 2009 első negyedében a 9 legnagyobb QDII alap értéke 43,4 százalékkal növekedett, 2009 augusztusára pedig 14,5 milliárd dollárra nőtt a külföldi befektetések összesített értéke.⁸⁵

Ma még csak találgatni lehet, hogy a világ tőkepiacai végleg kilábalnak-e a recesszióból, és ha igen, a QDII program mikor kap lendületet. Az pedig már az eddigi tapasztalatokból is látszódik – főként a 2010 nyarán újra megkezdett csúszó felértékelés fényében –, hogy a kisbefektetők nem valószínű, hogy tömegével árasztják majd el a világ tőkepiacait a QDII alapokon keresztül. Hosszú távon a 2010-ben bejelentett nyugdíjreform révén kialakuló egységes, az egész országra kiterjedő nyugdíj- és TB rendszer intézményei részéről várható majd növekvő kereslet a QDII befektetési termékei iránt.

A fentiek ismeretében úgy vélem, hogy a QDII program sikeréhez és a tőkeáramlás felgyorsulásához a nemzetközi makrokondíciók további javulására, a hazai pénzügyi intézményrendszer reformjára és a kínai háztartások megtakarítási szemléletmódjának gyökeres változására van szükség – ez utóbbit pedig a szociális háló kiszélesítése jelentősen elősegítheti. Bár a program nem csökkentette érezhető módon a külföldi jüanfelértékelési nyomást, mégis három hosszú távú előnyéről beszámolhatunk be.

A program egyrészt deviza újra-allokációt valósít meg a kormányzat és a magánszektor között az utóbbiak javára, ami hosszútávon csökkentőleg hathat a devizatartásból, valamint a monetáris sterilizációból eredő monetáris költségekre. Másodsorban, a tengerentúli befektetések diverzifikálása növelheti a nettó külföldi eszközállományon megkeresett hozamot – amely a majd 1200 milliárd dollárra rugó amerikai állampapír-állomány magas volumene miatt jelenleg meglehetősen alacsony. Harmadrészt pedig a külföldi tanácsadókkal való szoros együttműködésnek köszönhetően fejlett menedzsmentszemlélet-módot és vállalatirányítási technikát sajátíthat el Kína, ami támogatja a pénzügyi intézményrendszer hatékony szerkezetátalakítását.

⁸⁴ Lásd: *Economic Observer*: The Curse of Lehman Brothers. 2008-09-25.
http://www.eeo.com.cn/ens/finance_investment/2008/09/25/114729.html

⁸⁵ Lásd: *Chinadaily*: QDII investment limit in Taiwan boosted to \$30billion. 2009-12-29.
http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2009-12/29/content_9239426.htm

4.5. A tőkeszabályozások rendszerének összefoglalása

A tőkemérleg eddigi liberalizációja mondhatni színpadi pontossággal, a sajátos kínai reformszemlélet égisze alatt valósult meg. A szabályozási rendszer változásának, illetőleg az intézményes befektetői programok bevezetésének a fényében azok az állítások, miszerint Kína vonakodik a tőkemérleg konvertibilitásának a megvalósításától, úgy vélem nem állják meg a helyüket. A szelektív liberalizáció elvét követve, felismerve a nemzetközi tőkeáramlásban rejlő előnyöket, lépésről lépésre építették le a hosszú, majd a középtávú tőkeáramlás előtt felhúzott akadályokat. Amellett, hogy Kína ezzel a WTO csatlakozáskor vállalt kötelezettségeknek is eleget tesz, egyre közelebb kerül ahhoz a csúcshatalmi pozícióhoz, amellyel már az Egyesült Államok komoly gazdasági riválisává válhat. Az eddigi liberalizációs folyamat fényében Kína megvalósította a kondicionális konvertibilitás állapotát (a tőkeszabályozások jelenlegi rendszerét az 5. táblázat szemlélteti). A 2008–2009-es világgazdasági válság által életbe léptetett szigorúbb tőkeszabályok miatt, azonban nem lehet jelenleg megjósolni, hogy mikorra valósulhat meg a jüan teljes konvertibilitása. Egy biztos, a QDII és a QFII programok kijelölték azt az irányt, amely mellett a kínai hatóságok elszánták magukat a reformok további folytatására. A tőkeáramok folyamatos felügyelete mellett azonban mindennél nagyobb szükség van egy átláthatóbb és kiszámíthatóbb szabályozói környezetre. A befektetői és intézményi bizonytalanságokból fakadó kockázatok ugyanis nemhogy csökkentek volna, hanem tovább nőttek az elmúlt évek során. Ahhoz, hogy a tőke szabad áramlása ne okozzon további torzulásokat Kína pénzügyi rendszerében, további intézményrendszeri átalakításokra, a jüanárfolyam menedzselt lebegtetésének a fenntartására, valamint az árfolyamsáv kiszélesítésére lenne szükség.

5. táblázat
Tőkekorlátozások rendszere napjaink Kínájában

		Beáramló tőke		Kiáramló tőke	
		Devizakülföldiek által helyileg	Külföldön devizabelföldi	Helyi kibocsátás vagy eladás devizakülföldi által	Külföldi vásárlás devizabelföldi által
Adósság típusú tőke	<i>Kötvények, más adósság típusú értékpapírok és bank kölcsönök</i>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	<i>Tőkepiaci értékpapírok</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Portfólió beruházás	<i>Pénzpiaci értékpapírok</i>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	<i>Derivatív és más típusú eszközök</i>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	n.a.	<input type="checkbox"/>
Közvetlen működőtőke (FDI)	<i>Közvetlen beruházás</i>	<input type="checkbox"/> termelő <input type="checkbox"/> pénzügyi	n.a.	n.a.	<input type="checkbox"/>
	<i>FDI beruházás likvidációja</i>	<input type="checkbox"/>	n.a.	n.a.	<input type="checkbox"/>
	<i>Ingatlan tranzakciók</i>	<input type="checkbox"/>	n.a.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

<input type="checkbox"/>	SZABAD:	a tőke szabad áramlása engedélyezett, semmilyen előzetes vagy utólagos regisztrációt nem igényel
<input type="checkbox"/>	KORLÁTOZOTT:	csak minősített és felhatalmazott intézmények/vállalatok számára engedélyezett
<input checked="" type="checkbox"/>	TILTOTT:	a tőkeáramlás csak néhány kivételes esetben, rendkívül nehézkes és bürokratikus jóváhagyás folyamatot követően engedélyezett
n.a.		Nem ismert

Forrás: Saját szerkesztés a kurrens devizasabályok alapján

5. A kínai tőkekorlátozások hatékonysága

Egy olyan országban, ahol a piac erőinek mozgásteret a kereskedelmi- valamint tőkeelszámolások tekintetében megnő, emelkedik a határon átvélő nem regisztrált, avagy nem megfelelően regisztrált illegális tőkeműveletek volumene. Ez utóbbi alatt olyan határt átlépő devizamozgást értek, amely valós kereskedelmi folyamatokkal vagy jövedelem átutalással nem kapcsolható össze, de mégis a folyó fizetésimérleg csatornáján keresztül kerül lebonyolításra.

Az előző fejezet során már egy rövid gondolat erejéig szó esett a tőkekorlátozások hatékonyságának a kérdéséről. Az „ázsiai oroszlán” világgazdasági integrációja kapcsán ugyanis gyanítható, hogy a nem valós kereskedelmi tranzakciókhoz kapcsolt, valamint illegális úton áramló deviza volumene az elmúlt évtized során – a felértékelődési nyomás erősödésével – növekedett (Cheung et al., 2007; Glick et al. 2009; Goldstein et al., 2008; Ma et al., 2008; Prasad et al., 2005; Xie, 2006).

A következőkben megvizsgálom, hogy Kína tőkeszabályozásának rendszere milyen mértékben tudott hatékony maradni az elmúlt évtized alatt tapasztalt világgazdasági felzárkózás folyamata során, valamint kísérletet teszek azon csatornák azonosítására, amelyek segítségével feltételezhetően forró- illetve illegális tőkeáramlás valósulhatott meg.⁸⁶

5.1. A tőkekorlátozások hatékonyságának árfolyam alapú megközelítése

Krugman és Obstfeld (2003, pp. 410.) úgy vélekedik, hogy a fedezett kamatparitás korunk liberalizált pénzügyi piacain teljesül a különböző devizák esetén. Ha azonban a szóban forgó betétek eltérő országokban kerülnek befektetésre, a fedezett kamatparitás feltétele már nem minden esetben áll fenn. Az egyenlőség akkor sérül, amikor az aktívák tulajdonosai úgy vélik, hogy a kormányok korlátozhatják a tőke országok közötti szabad áramlását. A nemzetközi tőkeműveletek adminisztratív akadályozása esetén a paritástól számított eltérés akár több száz bázispontnyi is lehet. E megállapításra épülnek a kínai tőkekorlátozások hatékonyságát vizsgáló szakirodalmak jelentős része (Ma, McCauley 2008; Glick, Hutchison 2009).

A tőke adminisztratív korlátozásának hiányában az aktív arbitrázs tőke áramlásának

⁸⁶ Forró tőke alatt azt befektetési célú tőkét érti a szakirodalom, amely a gyors haszonszerzés céljából nagyobb kockázatot vállal, de a veszélyek megjelenésével azonnal kivonásra kerül. A forró tőke alternatívája a spekulációs célú (spekulatív) tőke. Jelen dolgozatban a forró tőke mellett megkülönböztetésre kerül az u.n. illegális tőke, aminek célja éppúgy a gyors és spekulatív jellegű haszonszerzés, azonban annak lebonyolítása a hatályos szabályok megkerülésével történik (pl.: folyó fizetési tranzakciónak álcázva, avagy a fizetési mérlegstatisztikák/szabályok teljes kijátszása mellett).

eredményként a paritástól számított eltérés csupán néhány bázispontnyi lehet. „A kockázatmentes profitlehetőségek kialakulásakor az arbitrázsörök a spot és forward árfolyamokat és kamatlábakat olyan irányban mozdítják el, hogy a kockázatmentes profitlehetőségek megszűnjenek.” (Barabás, 1996, pp. 973). E törvényszerűség az alábbi képlet formájában írható fel:

$$F = S(1+r)/(1+r^{\$}) \quad (2)$$

, ahol esetünkben F a forward árfolyamot, S az azonnali árfolyamot, r a jüaneszközök, $r^{\$}$ pedig a dolláreszközök kamatlábát jelöli. Az egyenlőség természetesen csak tökéletes tőkeáramlás mellett valósulhat meg. Ha azonban a tőke adminisztratív akadályokba ütközik, a külföldi szereplőknek csak korlátozott hozzáférése lesz Kína pénzügyi piacához, amely az offshore non-deliverable forward⁸⁷ (továbbiakban NDF) jüanárfolyam spot árfolyamtól való eltérését eredményezi.

$$\text{NDF} = S(1+i)/(1+r) \quad (3)$$

, ahol az i a jüan offshore NDF hozamrátája. Az i esetében a zéró szint nem jelent korlátot, így akár az negatív értéket is felvehet. Az adminisztratív tőkekorlátozások hatékonyságával kapcsolatban a hazai és offshore hozamok között megfigyelt eltérés nagyságából és tartósságából lehet sejtéseket megfogalmazni. Az $(r-i) > 0$ esetén felértékelési, míg a $(r-i) < 0$ esetén leértékelési nyomás nehezedik a valutára.

A 23. ábrán a három hónapos belföldi bankközi kamatláb (*Chibor*) és a három hónapos offshore NDF hozam különbsége látható 1999 és 2006, valamint 2006 és 2010 között. A teljes időtáv a rés nagysága szerint négy periódusra került felosztásra. A 2001-ig tartó első periódus igen jól szemlélteti az ázsiai válság során kialakult deflációs erők érvényesülését, valamint a leértékelődési nyomás hatását. Látható, hogy az offshore hozamok (i) átlagosan több mint 500 bázisponttal haladták meg a belföldi hozamokat (r), azaz a jüan offshore forward árfolyama gyengült. Ezzel párhuzamosan pedig megfigyelhető, hogy a jegybanki devizatartalékok növekedési üteme ebben az időszakban jóval alacsonyabb volt, mint ami a

⁸⁷ A *Non-Deliverable Forward* (NDF) piacok teszik lehetővé a határidős ügyletek kötését az olyan fejlődő piacú országok esetén, ahol a hagyományos határidős belföldi piac nem létezik, vagy csak korlátozások mellett érhető el. Éppúgy, mint a hagyományos határidős ügyletek esetében, az NDF tranzakciók által fedezhetővé válik a jövőben keletkező devizakitettségek. Az NDF ügyletek és a hagyományos határidős ügyletek között azonban a legfőbb különbség az, hogy az NDF esetén a tranzakció elszámolása USD alapú, és nincs tényleges devizakonverzió az ügylet lejáratát időpontjában. Az jüan legnagyobb NDF piacai Hong-Kongban, Szingapúrban, Londonban és New-Yorkban találhatóak meg. Az ázsiai valuták NDF piacainak fejlődéséről Ma, Ho és McCauley (2004), a kínai NDF piacról pedig Fung, Leung és Zhu (2004) tanulmányaiban olvashatunk bővebben. Az NDF-el kapcsolatos tőkemobilitásról általános áttekintő képet Frankel (1992) tanulmánya ad.

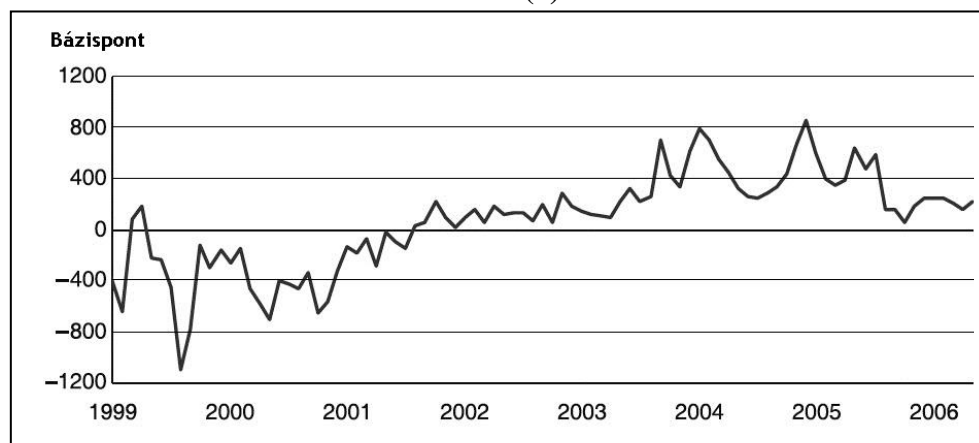
folyó fizetési mérleg többletéből következett volna.

A második periódusban – amely 2001-től egészen 2003 nyaráig tartott – átlagosan mindösszesen 150 bázispontos eltérést mérhetünk. Az alacsony hozamrés oka feltételezhetően annak köszönhető, hogy ez az időszak mentes volt a világgazdasági feszültségektől. A globális növekedési kilátások javultak a *dotcom* válságot követően, valamint a világgazdaság volatilitása is minimalizálódott.

A harmadik szakasz kezdetével, 2003 második felét követően, megélné a nemzetközi felértékelési nyomás. Ennek hatására az offshore jüanárfolyam erősödni kezdett (a belföldi kamatlábak esetenként 800 bázisponttal is meghaladták az NDF hozamokat)! E drasztikus emelkedés akkor vette kezdetét, mikor a *Charles Schumber* és *Leslie Graham* amerikai szenátorok kínai büntetővámok bevezetését kezdeményezték az amerikai Kongresszusban. A hozamrés emelkedő volatilitását feltételezhetően az árfolyam-politika szuverenitásával kapcsolatban megjelent nyilatkozatok és a növekvő piaci bizonytalanság okozhatta.

A negyedik szakaszt ezt követően mérsékelt és csökkenő hozamrés jellemezi. A hozameltérés zsugorodása 2005 közepétől figyelhető meg, éppen akkortól, amikor a jüanárfolyam menedzselt csúszó felértékelése megkezdődött.

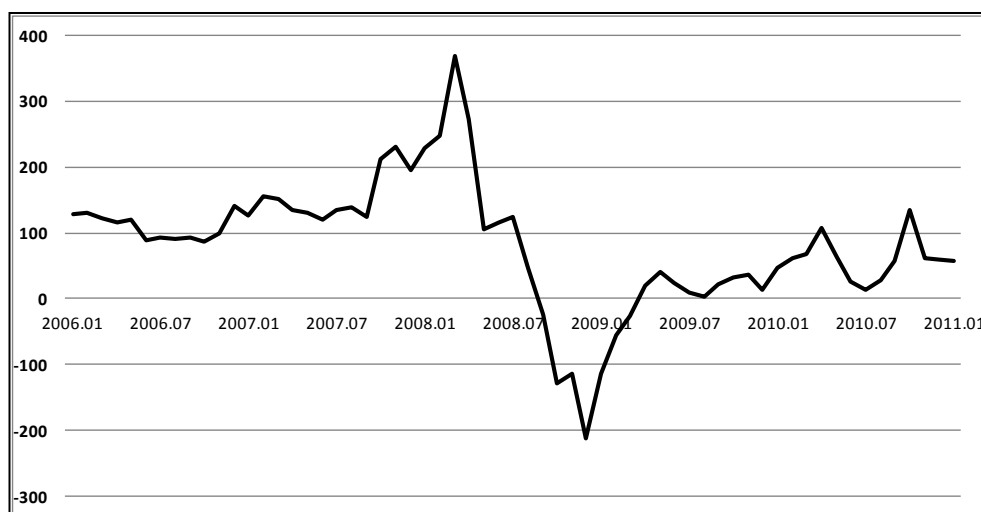
23. ábra
A belföldi és az offshore (NDF) hozameltérés alakulása 2006-ig
(a)



Forrás: Ma et al. (2008)

Megjegyzés: a szerzők a 3 hónapos CHIBOR és a 3 hónapos NDF kamatlábakat használták fel az ábra elkészítéséhez.

(b)



Forrás: Bloomberg LP.

Megjegyzés: Az NDF hozamokat az átlagos havi spot és átlagos havi NDF árfolyam és a 3 hónapos Chibor hozamokból származtattam a (3) képlet segítségével.

Azok, akik úgy gondolják, hogy a tőkekorlátozások hosszú távú hatékonysága a piaci erők mozgásterének emelkedésével erodálódik, úgy vélhetik, hogy a szűkülő hozamrés a tőkemérleg korlátozásának fenntarthatatlanságát indikálja. E rés csökkenésében azonban szerepet játszott egyrészt az amerikai hozamszintek relatív növekedése (a FED monetáris restrikcióba kezdett), másrészt pedig egy szabályozásbeli hiányosság is!

A 2005-ben létrehozott belföldi forward piacon a fedezett kamatparitás határozta meg a forward árfolyamot. Rövid időn belül azonban jelentős hozameltérések alakult ki az offshore és a belföldi forward piacok hozamai között, az utóbbiak javára. Azok az intézményes szereplők, akik megfelelő jogosítványokkal rendelkeztek mindkét – hazai és NDF – piacon való egyidejű részvételre, éltek az arbitrázs adta lehetőséggel, ami a hozamrés mérséklődését eredményezte.⁸⁸

Ezt követően, a júanra egy ellentétes irányú, leértékelődési nyomás nehezedett a 2008-2009-es pénzügyi világválság alatt (23.b ábra). A körülbelül 200 bázispontos negatív hozamrés a júan egyéves időtávon való gyengülését vetítette előre. A szigorú tőkekorlátozások mellett erre azonban nem kerülhetett sor. Helyette, 2010 közepe óta ismételten megkezdődött a júan csúszó, irányított felértékelése, amely mellett csupán minimális, átlagosan 50 bázispontos hozameltérést figyelhetünk meg. Mindez pedig annak a fényében még különösebb, hogy 2010

⁸⁸ A rövid ideig fennálló arbitrázslehetőséget egy belföldi szabályozásbeli hiányosságra lehetett visszavezetni. A bankok nettó külföldi devizapozícióira vonatkozó limitek ugyanis kezdetben csak a spot pozíciókra vonatkoztak, a forward pozíciókra nem (SAFE, 2002). E lehetőséget a nagyobb pénzügyi intézmények kihasználták, olcsón vásároltak a belföldi forward piacon, és kedvezőbben értékesítették azt az offshore NDF piacon (vagy éppen fordítva). Az arbitrázstőke hatására rövid időn belül emelkedni kezdett az NDF hozam – megközelítve a hazai hozamot – ami az eltérés szűkülésének irányába hatott. Végül a devizahatóság e hiányosságot 2006 harmadik negyedévében korrigálta, megszüntetve az extraprofit lehetőségét.

tavasza óta a nemzetközi fórumokon újra előtérbe került a jüan alulértékelttségének kérdése, továbbá a kínai hozamszintek jelentősen az amerikai hozamok fölé emelkedtek.

Összességében, a vizsgált időszak alatt tapasztalt kisebb-nagyobb hozameltérés azt a feltételezést erősíti, amely szerint Kína monetáris hatósága a tőkeszabályozás jelenlegi rendszerével képes a piaci arbitrázszerők érvényesülésének tompítására, azaz képes a kamatparitási feltételek teljesülésének magakadályozására. A 2009 után tapasztalható éles hozamrés-csökkenés nem jelenti automatikusan a tőkekorlátozások hatékonyságromlását, csupán sejtéseket enged megfogalmazni az időben vélhetőleg egyre porózusabbá váló tőkekorlátozások hosszú távú fenntarthatóságával kapcsolatban. A következőekben a fizetési mérleg egyes sorainak vizsgálatán keresztül igyekszek sejtéseket megfogalmazni az esetleges illegális tőkeáramokkal, közvetetten pedig a tőkekorlátozások hatékonyságával kapcsolatban.

5.2. A tőkekorlátozások hatékonyságának tőkeáramlás alapú megközelítése

A határt átlépő illegális tőke intenzitásából és irányából számos indirekt következtetés vonható le a hatóságok devizafelügyeleti és tőkeszabályozási gyakorlatának eredményességéről. Gyakorta találni utalásokat arra vonatkozólag a szakirodalomban, hogy a szabályokat kijátszó illegális tőkebefektetők más, kevésbé ellenőrzött fizetési csatornákat választanak (Prasad et al, 2005; Xie, 2006; Goldstein et al, 2008; Ma et al., 2008).

A kínai valuta folyó fizetési tranzakciókra vonatkozó konvertibilitása, a WTO csatlakozással vállalt kötelezettségek, valamint az egyre dinamikusabbá váló kereskedelmi kapcsolatok fényében feltételezhetően nőtt az illegális tőkeáramlás volumene az elmúlt évek során.⁸⁹

Tekintettel arra, hogy a működőtőke beruházás – amely a nettó tőkebeáramlás jelentős részét adja – hosszú távú elkötelezettséget jelent a befektetők részéről, nemigen van realitása annak, hogy a spekulációs célú tőke e csatornát választaná a szabályok megkerülésére.

Más a helyzet azonban a portfólió- és az egyéb befektetések vonatkozásában. A hirtelen tőkekivonásnak légyegesebben nagyobb kockázatát hordozza magában a rövidebb befektetési horizont. Kína monetáris hatósága épp e kockázatok ismeretében liberalizálja csupán lépésről-lépésre a tőkémérleg közép- és rövidtávú tételeit. A szelektivitás célja, hogy a kevésbé ellenőrizhető, rövidtávú és egyben nagyobb volatilitású tőkeáramokat a lehető leghosszabb

⁸⁹ Pusztán abból, ha egy országba a be- és kiáramló illegális tőke volumene növekszik, még nem lehet arra következtetni, hogy csökken az ország tőkekorlátozásának hatékonysága. Mind a forrótőke, mind az illegális tőke vizsgálata során figyelembe kell venni azt a ténytet, hogy az említett tőketételek milyen arányban állnak a folyó fizetési mérleg egyes tételeivel, valamint a gazdaság kibocsátásával.

ideig irányítás alatt tudják tartani. A tőkeszabályozás hatékonyságának vizsgálata során éppen ezért különösen nagy figyelmet kell fordítani e két utóbbi tőke mozgására.

5.2.1. Illegális tőkeáramlás a folyó fizetésimérleg tételsorain keresztül

Az adminisztratív akadályok gyakran arra ösztönzik a járadékvadász befektetőket, hogy a tiltott befektetéseket a liberalizált folyó fizetésimérleg csatornáin keresztül bonyolítsák le. Mindezek fényében, a folyó fizetési mérleg tételek részletes elemzésével rendellenességek felkutatására vállalkoztam. Az egyes mérleg tételek idősorainak vizsgálatával abnormális tőkeáramlásokat igyekeztem azonosítani. A vizsgálat kimenetelének az ismeretében pedig úgy vélem, a nettó viszonzatlan transzferek és a jövedelem kiáramlások esetében lehet rendellenes tőkemozgást felfedezni.

A Kínába utalt viszonzatlan folyó transzferek összértéke az elmúlt tíz év leforgása alatt közel meghétszereződött. E tételsor ilyen mértékű növekedése, amely javarészt a külföldön élő kínai állampolgárok hazautalásait regisztrálja, szokatlanul magas. A nettó transzferek értéke 2010-ben meghaladta a 42,9 milliárd dollárt, amely a folyó fizetési mérleg többletének a 14%-át adta (24. ábra). Habár a jegybank az ilyen típusú tőkeáramlást korábban bátorította, a növekvő transzferek fényében 2004 óta kötelezővé teszi a kereskedelmi bankok számára a nagy összegű átutalások bejelentését.

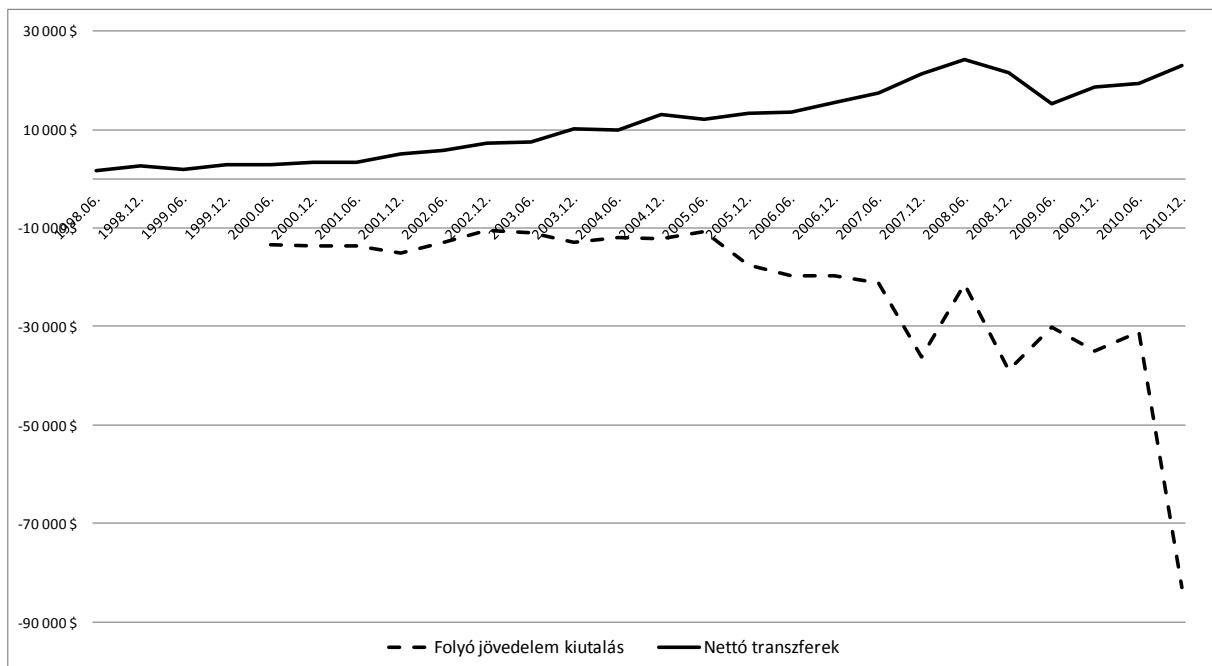
A multinacionális vállalatok és az egyéb külföldi befektetők kiutalásainak (folyó jövedelem-átutalások) évtized elején tapasztalható alacsony egyenlege is gyanakvásra adhat okot. Míg a Kínában működő vállalatok osztalék, nyereség és kamatkiutalásainak éves szintje 1995 és 2000 között megötszörözött, addig az azt követő öt évben kb. évi 25 milliárd dolláros szinten stagnált (24. ábra). E megfigyelés a jüan–dollár hozamkülönbségek 2000-től kezdődő emelkedésének, a megduplázódó külföldi devizakitettségeknek, valamint a növekvő számú külföldi intézményes befektetők kínai jelenlétének a fényében még különösebbé válik. A jövedelem-kiutalások stagnálása mögött feltételezésem szerint a jüanár-folyam erősödésére spekuláló befektetések állhatnak. E vélekedést erősíti meg az a tény is, miszerint a 2005-ben bejelentett menedzselt, csúszó felértékelés kezdetével a kiutalások volumene hirtelen megugrott – 2005 és 2008 között megduplázódott. Majd miután Kína monetáris hatósága a világgazdasági válság káros hatásainak mérséklése érdekében újból a dollárhoz rögzítette a nemzeti valutát – egészen 2010 júliusáig –, a jövedelem-kiutalások szintje ismételen stagnálni kezdett. Ráadásul 2008 második felében csökkenést regisztráltak (24. ábra)! Azon külföldi vállalatok, amelyek a jövedelmük dollárkonverzióját késleltették – amíg érdemessé

nem vált a hosszú jüanpozíciók külföldi devizaára való átváltása – jelentős extraprofitra tehettek szert.

A fentiek fényében úgy vélem, hogy a viszonzatlan folyó transzferek túlzott emelkedése, valamint a kiáramló jövedelem-átutalások növekedésének évtizedünk elején, valamint 2008 és 2010 között tapasztalható stagnálása mögött illegális tőkebeáramlás állhat.

A korlátozások kijátszásának a folyó fizetési mérleg nyitottságát kihasználó másik, gyakran alkalmazott módszere az export alulárázása (alulszámlázása), amely a tőke kimenekítését, valamint az import felülárázása (felülszámlázása), ami pedig a tőke beáramlását teszi lehetővé. A nem létező szolgáltatások kiszámlázásával is hasonló illegális tőkemozgást lehet megvalósítani (Prasad et al, 2005; Xie, 2006; Goldstein et al, 2008). E feltételezések bizonyítása azonban csak a folyó fizetési mérleg, valamint egy az áru és szolgáltatástípusokra aprólékosan lebontott részletes vámstatisztika összevetésével nyílna lehetőség – melyre a kutatás lezárásáig adatsorok hiányában nem volt alkalom.

24. ábra
Illegális tőkeáramlás a folyó jövedelem utalások és a viszonzatlan folyó transzferek egyenlegén (millió \$)



Forrás: CEIC

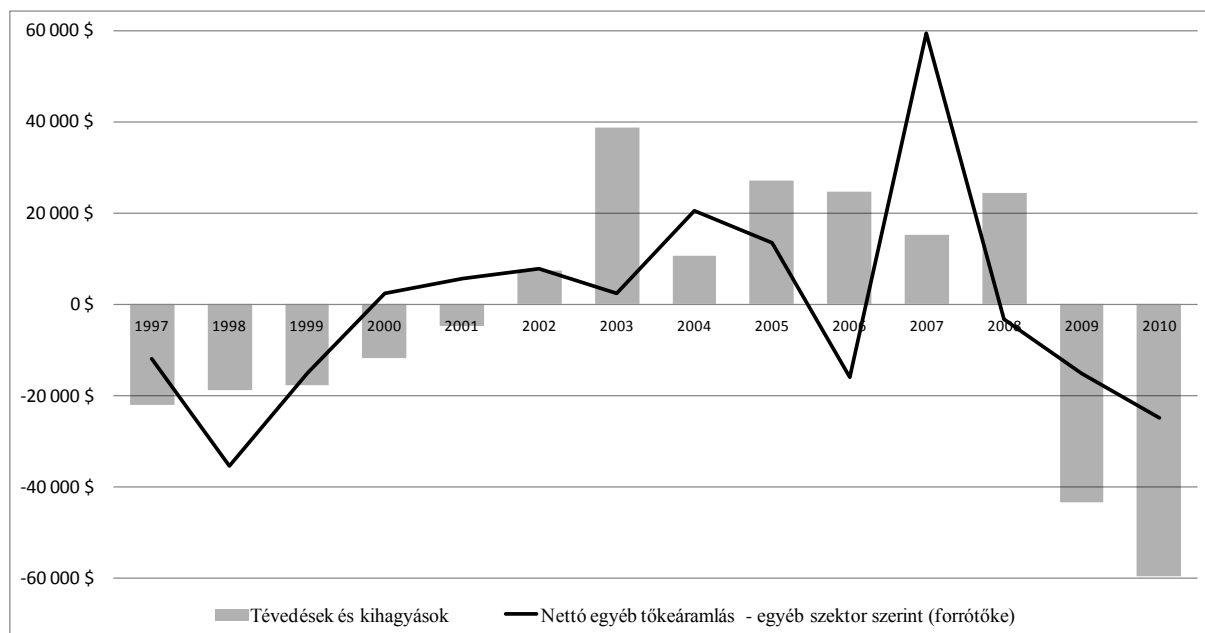
5.2.2. Illegális tőkeáramlás a tévedések és kihagyások egyenlegén, valamint a tőkémérleg sorain

A fizetési mérleg alapegyenlete, amely szerint a folyó fizetési mérleg szaldója éppen megegyezik a tőke- és pénzügyi mérleg egyenlegével, a gyakorlatban aligha érvényesül. Az egyenlőtlenség Krugman et al. (2003) szerint abból fakad, hogy a különböző forrású adatok a számbevétel, a lefedettség, az időzítés és pontosság tekintetében eltérnek. A „feszültséget” a tévedések és kihagyások egyenlege oldja fel, ami a két részmérleg különbségét korigálja. E technikai jellegű tétel összetételéről azonban legtöbb esetben semmilyen információval nem rendelkezünk. Nem lehet tudni, hogy az milyen arányban oszlik meg a folyó fizetési, illetve tőkémérleg tételei között.

Míg a fizetési mérleggel foglalkozó szakértők az áruforgalomra vonatkozó adatsorokat többségükben hitelesnek tartják (a vámstatisztikákkal való összeegyeztethetőség miatt), addig a szolgáltatások egyenlegét már óvatosabban kezelik. A legnagyobb bizonytalanság azonban az országhatáron átívelő tőkéműveletek vonatkozásában merül fel. A tőkeáramlások precíz regisztrálása és utókövetése ugyanis még a folyó elszámolásoknál is körülményesebb és időt igénylőbb feladat. A pontatlanság és a kézzelfoghatóság hiánya e mérleg sorok esetében a legszembetűnőbb. Mindezeket figyelembe véve, abból a feltételezésből indultam ki az elemzés során, hogy a tévedések és kihagyások egyenlegének túlnyomó része nem regisztrált, illegális tőkéműveleteket takar.⁹⁰

⁹⁰ Prasad et al. (2005) felhívja a figyelmet a jegybanki tartalékok könyvelési és átértékelési korrekciójából fakadó hatásaira, amit valószínűleg ugyanezen a mérleg soron tartanak nyilván. Míg a külföldi eszközállomány a hivatalos jegybanki statisztikákban devizaalapon van nyilvántartva, addig ugyanezen tételek a fizetési mérlegben hazai valutában, folyó árfolyamon kerülnek kimutatásra. E szerint a júan dollárral szembeni erősödése (gyengülése) a dollárban denominált jegybanki tartalékok júanértékének csökkenését (növekedését), így a tévedések és kihagyások egyenlegének csökkenését (emelkedését) eredményezik.

25.ábra
A feltételezett illegális és forrópénz áramlása Kínában (millió \$)



Forrás: CEIC, SAFE

A 25. ábra a tévedések és kihagyások egyenlegének, valamint az egyéb tőkebefektetések egyéb szektorok szerinti sorának időbeli alakulását szemlélteti. Ez utóbbi mérlegtétel vonatkozásában a rezidensek és nem rezidensek között lebonyolított hitelforgalom – nevezetesen a kereskedelmi hitelek, a kölcsönügyletek, a belföldi és külföld közötti betétállomány változás, valamint az egyéb kategóriába be nem sorolható tétel – kerül kimutatásra.⁹¹ Az IMF az egyéb tőkeműveleteket a monetáris hatóság, a kormányzat, a kereskedelmi bankok, valamint az egyéb szektorok által lebonyolított tőkemozgásokra lebontva tartja nyilván. E mérlegsorok tekintetében többségében rövidtávú tőkeáramlások kerülnek regisztrálásra, amelyeknek célja részben a többletlikviditás időszakos kihelyezése, részben pedig a spekuláció. Tekintettel arra, hogy az egyéb szektor szerinti alkategória mutatja a legnagyobb volatilitást, továbbá arra, hogy a monetáris hatóságok és a kereskedelmi bankok spekulációs tevékenységet – vélhetőleg – nem folytatnak, véleményem szerint az egyéb tőkeáramlás egyéb szektor során kimutatott tőkeáramlások jelentős része forrópénz befektetéshez köthető.

Abból a feltételezésből kiindulva, hogy a korlátozásokat kijátszó illegális tőkének, valamint a forrópénzének hasonló befektetési motivációja van, a tévedések és kihagyások egyenlegének, valamint a nettó egyéb tőkeáramlások sorának valamilyen fokú együttmozgást kellene

⁹¹ E befektetési kategória esetében rövid és hosszú távú tőkét is megkülönböztet a Kínai jegybank statisztikája. Megvizsgálva az egyes évek adatait azt láthatjuk, hogy főként a rövidtávú tőkemozgások dominálnak e mérlegtétel sorain belül.

mutatnia. E feltevés a vizsgált időszak közel teljes hosszában érvényesülni látszik (4 év kivételével). Látható, hogy a spekulációs célú tőke egészen az évezredfordulóig „menekült” Kína gazdaságából. Ennek háttérében az 1990-es évek inflációs környezete, az ázsiai válság regionalizációs hatása, a kínai-amerikai kamatlábelterés 1998-tól tapasztalt éles csökkenése, valamint az offshore NDF hozamnövekedés által kiváltott leértékelési nyomás állhatott.

Az ázsiai recesszió enyhülésével, a WTO csatlakozással, továbbá a jüanfelértékeléssel kapcsolatos várakozások erősödésével az illegális- és a forró-tőke áramlás iránya megváltozott: egészen 2008-2009-ig folyamatos járadékvadász devizatöbblet áramlik Kína gazdaságába, tovább fokozva a monetáris hatóságok intervenció és sterilizációs kényszerét.

A globális pénzügyi válság elmélyülése a kínai tőkeáramlásokra is jelentős hatással volt. Mind a tévedések és kihagyások egyenlege, mind pedig a nettó egyéb tőkeáramlások sora a válság globalizálódásával a tőke kiáramlását mutatja. Ennek háttérében feltételezésem szerint két ok azonosítható. Egyrészt az, hogy a külföldi befektetők igyekeztek mihamarabb megszabadulni a gyorsan likvidálható és nagyobb kockázatú feltörekvő piaci befektetéseiktől, másodsorban pedig a devizatartalékok év végi átértékelésével kapcsolatos állomány-változás állhat a háttérben.⁹²

Tekintetbe véve az illegális- és forró-tőke tranzakciókkal kapcsolatos fenti megfigyeléseket, láthatjuk, hogy a határt átlépő tőkeáramlások kontrollja nem lehet tökéletes egy olyan gazdaságban, ahol a folyó fizetések tekintetében feloldották a korlátozásokat. Az arbitrázs- és a spekulatív-tőke mindig megtalálja azokat a szabályozásbeli hézagokat, illetőleg folyó fizetési csatornákat, amelyen keresztül extraprofitra tehet szert. Az ilyen jellegű tőke áramlása ennél fogva nem védhető ki teljes egészében. Az adminisztratív tőkekorlátozás fő funkciója abban kell hogy álljon, hogy a rövidtávú és a rendkívül gyorsan irányt váltó tőke mozgását és kártékony hatását mérsékelje – ezzel pedig elkerülhetővé tegye az olyan kritikus helyzetek kialakulását, mint amit az 1997-98-as ázsiai válság (*deleveraging* krízis) során láhattuk. Természetesen mindezekből nem következik az, hogy a kínai tőkekorlátozások hatékonysága időben erodálódott, mindezzel csupán arra világítok rá, hogy a tőkeműveletekre vonatkozó hatósági szabályozás nem teljesen tökéletes.

Kína Devizahatósága (*SAFE*) első alkalommal 2011-ben hozta nyilvánosságra az elmúlt másfél évtized illegális tőkebeáramlásának becsült adatait (26. ábra). A kimutatás szerint az

⁹² A jüanfelértékelés miatt bekövetkező devizaállomány-átértékelés a 2005-2008-as időszakban is a tévedések és kihagyások egyenlegének a csökkenését eredményezhette. Mindazonáltal a mérleg sor egyenlege mind a négy év során pozitív szaldót jelez, ami a folyamatos csúszó felértékelődés fényében nem olyan meglepő: a felértékelődésben rejlő árfolyamnyereség lehetséges nagy volumenű illegális tőke beáramlását indukálhatta.

elmúlt tíz év során évente átlagosan 25 milliárd dollár értékű illegális tőkebefektetés áramlott be Kína gazdaságába a hatályos szabályok kijátszásával. Ennek eredményeként a jegybanki tartaléknövekmény 9%-ért (kb. 241 milliárd dollár) az ilyen típusú tőkebeáramlás volt a felelős 2001 és 2010 között.⁹³

A hatóságok előrejelzése szerint az USA és az európai országok masszív monetáris lazításainak, valamint a fejlett piacok alacsony hozamkörnyezetének a fényében várhatóan tovább fog nőni a beáramló illegális tőke volumene. Ezt mi sem bizonyítja jobban, minthogy a devizahatóság 1865 esetben állapított meg szabálysértést a tőkeműveletekre vonatkozóan 2011 első félévében, amely során kb. 16 milliárd dollár nem legitim tőkebeáramlásra mutatott rá. Mindezen okokból, továbbá az emelkedő inflációs várakozásokra tekintettel, a devizahatóság megerősítette felügyeleti szerepkörét, megnövelte a külső ellenőrzések számát, valamint fokozatosan átalakítja és modernizálja az export és import devizamozgásával járó ellenőrzési rendszerét.⁹⁴

A kínai jegybank kormányzója, Zsou Hsziao-csuan is elismerte 2010 novemberében, hogy a világgazdaságot elárasztó dollártöbblet-likviditás Kínára nézve is egy valós fenyegetés. Úgy nyilatkozott, hogy „a monetáris hatóságok kiemelt feladata a beáramló külföldi tőke figyelemmel kísérése, azonban megfélekedezni nem szabad arról, hogy a kapuk bezárására nincs lehetőség”⁹⁵ – ezzel részben elismerve a rendszer kisebb hibáit. Mindazonáltal, ha a fenti számokat a gazdaság volumenének fényében vizsgáljuk, láthatjuk, hogy az illegális tőke aránya nagyon minimális volt, a GDP 1%-át sem érte el az utóbbi három év során. Ez pedig megerősíti a fentiekben leírtakat, miszerint Kína a rövidtávú nemzetközi tőkeáramlásokat többé-kevésbé hatékonyan az irányítása alatt tudja tartani.

⁹³ Forrás: China Daily, February 18, 2011

⁹⁴ Forrás: SAFE: Continuously Deepening Reform of the Foreign Exchange Administration System and Actively Preventing Risks of Cross-border Capital Flows , 2010-08-04

⁹⁵ u.a. 84.

26. ábra
Illegális tőkebeáramlás Kínában, milliárd dollárban



Forrás: SAFE

6. A monetáris sterilizáció hatékonysága és költségei Kínában

Kína gazdaságpolitikájának jelenlegi berendezkedése, árfolyam-politikájának prioritásai és a globális pénzügyi egyensúlytalanságok kapcsán kialakult feszültségek jobb megértése érdekében komplexen kell vizsgálni a monetáris hatóságok cél és eszközrendszerét. Az előző fejezetek során vizsgált témakörök; a fizetési mérleg kettős többlete, a jüanár-folyam szigorú kontrollja, a jegybanki tartalékok dinamikus növekedése, valamint az arbitrázserők érvényesülését ellehetetlenítő tőkekorlátozások rendszere mind egy egymással szorosan összefüggő rendszert alkotnak.

Ahhoz azonban, hogy ez a rendszer – amely az eddigiek során garantálta Kína roppant dinamikus gazdasági teljesítményét – a történelem során egyedülállóan hosszú ideig töretlen tudjon maradni, szükség volt a pénzkínálat folyamatos menedzselésére, sterilizációjára. A monetáris sterilizáció az a folyamat, amely során a jegybank piaci és nem piaci alapú eszközökkel igyekszik semlegesíteni a devizavásárlás révén a belföldi pénzforgalomba kerülő többlet valutakínálatot.

A tradicionális gazdaságelméleti modellek szerint, ha egy jegybank az árfolyamrögzítés fenntartása érdekében devizavásárlással akadályozza meg a valuta nominális erősödését (csillapítja a felértékelődési nyomást), akkor az intervenció „melléktermékeként” keletkező többlet-valutakínálat inflációs hatása előbb vagy utóbb – az általános árszínvonal emelkedésén keresztül – a reálárfolyam felértékelődését eredményezi. A reálárfolyam erősödése pedig ilyenformán olyan folyamatokat idéz elő a fizetési mérleg elszámolások tekintetében, mint amit egy nominális valutaerősödés esetén figyelhetünk meg: az egyensúlyi árfolyam, így a nemzetközi fizetési mérleg egyensúlya felé „tereli” a gazdaságot.

E reálkiigazításra Kína esetében azonban nem kerülhetett sor az elmúlt évtizedben. A kínai jegybank ugyanis a többletlikviditás „felszívásával” megakadályozta a monetáris aggregátumok túlzott mértékű növekedését, ami a fizetési mérleg szükséges korrekciójának elmaradását, és növekvő pénzpiaci egyensúlytalanságot idézett elő a világgazdaságban. Ebben a fejezetben a devizapiaci intervenció révén kialakuló belföldi többletlikviditás sterilizációjának gyakorlatát veszem górcső alá. Kétfokozatú legkisebb négyzetek módszerének segítségével megvizsgálom, hogy a növekvő dollárbeáramlás fényében milyen mértékben tudott a monetáris sterilizáció hatékony maradni az elmúlt másfél évtized során, valamint költség-bevétel elemzéssel szemügyre veszem azt, hogy a szakirodalomban sokszor veszteségesnek vélt dollárintervenciók–sterilizációs műveletek mekkora explicit terhet jelentenek a monetáris hatóságok számára.

6.1 A sterilizáció eszköztára

A PBC az elmúlt évek során havi szinten átlagosan 40 milliárd dollárt vásárolt a shanghai devizapiacra, aminek eredményeképpen 2008 eleje óta megduplázta hivatalos jegybanki devizaeszköz-állományát. Tekintettel arra, hogy a társadalmi-szociális feszültségek egyik gyújtópontja mindig is az infláció okozta tömeges elszegényedés volt, a kínai pártvezetés rendkívül komolyan veszi az infláció elleni küzdelmet. Mindezek fényében a monetáris politika kiemelt prioritással igyekszik a jüan túlkínálatot semlegesíteni.

A jegybank a devizavásárlás során aközött választ, hogy azt a monetáris bázis emelkedése árán teszi, avagy a nettó hazai eszközállományának csökkentésével finanszírozza. Ez utóbbira a meglévő államkötvény-állomány értékesítésével, kötvények aukciójával és swap- illetve repo műveletekkel nyílik lehetőség. A monetáris hatóság a deviza-beáramlás likviditásnövelő hatását azonban nem csupán a monetáris bázist változtatva képes sterilizálni. A kötelező tartalékráta emelése a multiplikátorhatáson keresztül a szélesebb monetáris aggregátumok kínálatát is mérsékelni képes.

Az alábbiakban a jegybankmérleg tételeinek vizsgálatán keresztül kívánom bemutatni a PBC által alkalmazott sterilizációs technikákat.

6. táblázat
Kína jegybankjának szemantikus mérlege

Eszközök	Források
Pénzügyi intézményekkel szemben fennálló követelések	Monetáris bázis (forgalomban lévő készpénz + kereskedelmi bankok tartalékbetét-állománya)
Állammal szemben fennálló követelések	Az állam betétállománya
Külföldi eszközök	Külföldi kötelezettség
Egyéb pénzügyi és nem pénzügyi intézményekkel szemben fennálló követelések	Kibocsátott kötvényállomány
	Jegybank saját tőkéje
Egyéb eszközök	Egyéb kötelezettség

*Megjegyzés: **Nettó külföldi eszközök** = Külföldi eszközök – külföldi kötelezettségek*

***Nettó hazai eszközök** = Pénzügyi és egyéb pénzügyi intézményekkel, illetve a nem pénzügyi intézményekkel szemben fennálló követelések + Állammal szemben fennálló követelések + Egyéb eszközök – Kibocsátott kötvényállomány – Állam betétállománya – Egyéb kötelezettség = **Monetáris bázis** – **Nettó külföldi eszközök** + Jegybank saját tőkéje*

A 6. táblázat a PBC mérlegének egyszerűsített képét szemlélteti. A nettó hazai eszközállomány (továbbiakban *NHE*) és a nettó külföldi eszközállomány (továbbiakban *NKE*) egyszerűen kiszámítható. Mindezek ismeretében felírható a jegybankmérleg alapegyenlete, amely szerint a nettó külföldi és nettó hazai eszközállomány összege megegyezik a monetáris

bázis és a saját tőke állományának összegével.⁹⁶ Ha az NKE, azaz megközelítőleg a jegybank devizatartalék állománya emelkedik, az nyíltpiaci sterilizáció hiányában a monetáris bázis növekedését eredményezi.

Amennyiben a központi bank gátat kíván szabni a monetáris kínálat gyarapodásának, úgy azt a nettó hazai eszközállomány csökkentése, valamint a kötelező tartalékráta emelése révén tudja megtenni. A negyedévente publikált monetáris jelentés szerint a PBC sterilizációjának két fő eszköze a nyíltpiaci művelet és a kötelező tartalékráta szabályozás, mely más–más úton gyakorol hatást a pénzkínálatra. A 7. táblázat a két módszer hatásmechanizmusát szemlélteti.

7. táblázat
A sterilizáció eszközei

Módszer	Folyamat
Nyíltpiaci műveletek (kötvény kibocsátás és repo)	1. NKE állomány Δ NKE-vel nő
	2. $MB = NKE + NHE$ Δ NKE-vel növekszik
	3. NHE állomány Δ NHE-val csökken, MB pedig visszaáll az eredeti szintre
	4. $M2 = MB * mm$ változatlan
Kötelező tartalékráta emelése	1. NKE állomány Δ NKE-vel nő
	2. MB nő
	3. mm csökken a kötelező tartalékráta emelése által
	4. $M2 = MB * mm$ változatlan

Megjegyzés: mm a monetáris multiplikátor, az MB pedig a monetáris bázis rövidítése.

Míg nyíltpiaci művelet révén közvetlenül vonható ki többletlikviditás a piacról, addig a kötelező tartalékráta emelésével a pénzügyi multiplikátor csökkentésén keresztül mérsékelhető a túlkínálat. Kína kevésbé modern monetáris gyakorlatának fényében a kötelező tartalékkal történő sterilizáció azonban olcsóbb megoldást jelent a jegybank számára, hiszen az a piaci hozamoknál lényegesen kisebb kamatteherrel jár.⁹⁷

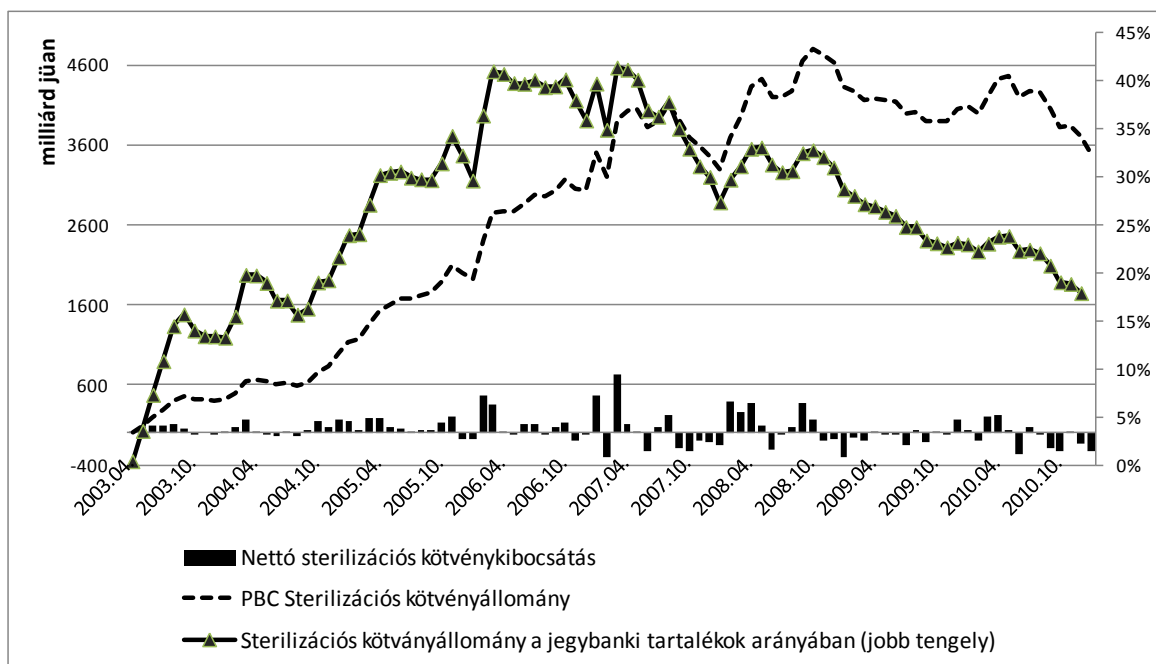
A leggyakrabban alkalmazott nyíltpiaci sterilizációs technikák a kötvénykibocsátás és a

⁹⁶ Tekintettel arra, hogy a PBC saját tőkéje – amely 2003 óta változatlan értékű – a mérlegfőösszeg arányában elhanyagolható volumenű (21,9 milliárd jüan ~ 3,3 milliárd dollár), ezért a számítás során eltekintek e mérlegtételtől.

⁹⁷ A kötelező tartalékráta növelése egy implicit adóztatási forma, amely a bankszektor csökkenő jövedelmezőségén keresztül növeli a betétek és hitelek közötti kamatmarzst és csökkentőleg hat a versenyre. A tartalékráta emelésének jóléti veszteségéről és szabályozó szerepéről bővebben Árvai (1995) írásában olvasson.

rövidtávú – többnyire 91 napos – értékpapír visszavásárlási, úgynevezett repo ügyletek.⁹⁸ A sterilizációs eszköztár harmadik csoportja a morális ráhatás politikája (*window guidance*). Ez utóbbi valójában verbális intervenciót jelent, amely során a jegybank kikényszeríti, hogy a kereskedelmi bankok működése, és rajtuk keresztül a monetáris kínálat a nemzet érdekeinek szem előtt tartása szerint (pl.: megszabja a hitelplafonokat) alakuljon. Mivel ez utóbbi hatásának számszerűsítése igen problematikus, így az nem képezi a vizsgálat tárgyát.

27. ábra
A kínai jegybank nyíltpiaci sterilizációja, 2002-2010



Forrás: CEIC, China Monetary Policy Report

A monetáris túlkínálat semlegesítése egészen 2002-ig a jegybank államkötvény állományának értékesítése révén valósult meg. Az állomány szűkösége miatt azonban a jegybank 2003 óta már saját kötvények (*central bank bill*, röviden: *CBB*) piacra vezetésével sterilizálja a többletlikviditást. Az első kibocsátásra 2003 áprilisában került sor, azóta pedig heti rendszerességgel, több alkalommal tartanak kötvényaukciót.

Leggyakoribb lejáratú papírok a három hónapos és az egyéves kötvények, de 2006 előtt több alkalommal került sor hat hónapos papírok aukciójára, míg stabilizációs céllal időszakonként

⁹⁸ A kínai jegybank swap műveletekkel is igyekszik a monetáris túlkínálatot féken tartani 2005 óta. Erre vonatkozó adatsorokkal azonban nem rendelkezünk, mivel a PBC nem hozza nyilvánosságra a swap tranzakciók részleteit.

hároméves lejáratú kötvényeket is forgalomba hoznak.⁹⁹ A pénzintézeteknél lévő sterilizációs kötvényállomány öt év leforgása alatt – 2008 októberére – 4800 milliárd jüanra duzzadt, majd 2011 év elejére 3500 milliárd jüanra mérséklődött. A nyíltpiaci műveletek háttérbe szorulását erősíti az a tény, miszerint a kötvényállomány jegybanki tartalékokhoz viszonyított aránya az utóbbi négy év során jelentősen, 40%-ról 18%-ra csökkent (27. ábra).

Bár a kötelező tartalékráta rendszeres növelésének jelentős piactorzító hatása van,¹⁰⁰ Kína monetáris hatósága mégis növekvő rendszerességgel alkalmazza ezt a gyakorlatot a monetáris kínálat féken tartása érdekében a 2000-es évek második felét követően. Az adatgyűjtés lezárásáig, 2011 júliusáig, a jegybank 21,5%-ra emelte kötelező tartalékrátát¹⁰¹ (28. ábra). Annak ellenére, hogy a kötelező tartalékráta fokozatos emelése már 2003-ban megkezdődött, a teljes tartalékráta – amely a kötelező mellett a szabad tartalékokat is tartalmazza – 12,3%-ról 10,6%-ra mérséklődött 2006 közepére! Mindez úgy valósulhatott meg, hogy a kereskedelmi bankok a kötelezően elhelyezendő betétek állományát a szabad tartalékok terhére rendezték át. Mindezek fényében a kötelező tartalékráta emelésének sterilizációs funkciója egészen 2006 első feléig hatástalan maradt.¹⁰²

A szabad tartalékok kezdeti magas szintje mögött kettős ok azonosítható. Először is, a jegybanki betéteknek a szigorú tőkekorlátozások, valamint az éretlen és nem prudens pénzügyi közvetítőrendszer fényében nem volt valós alternatívája belföldön. Másodsorba pedig, a PBC egészen 2003 novemberéig azonos, 1,89%-os kamatszolgáltatást teljesített mind a kötelező, mind pedig a szabad tartalékok után.

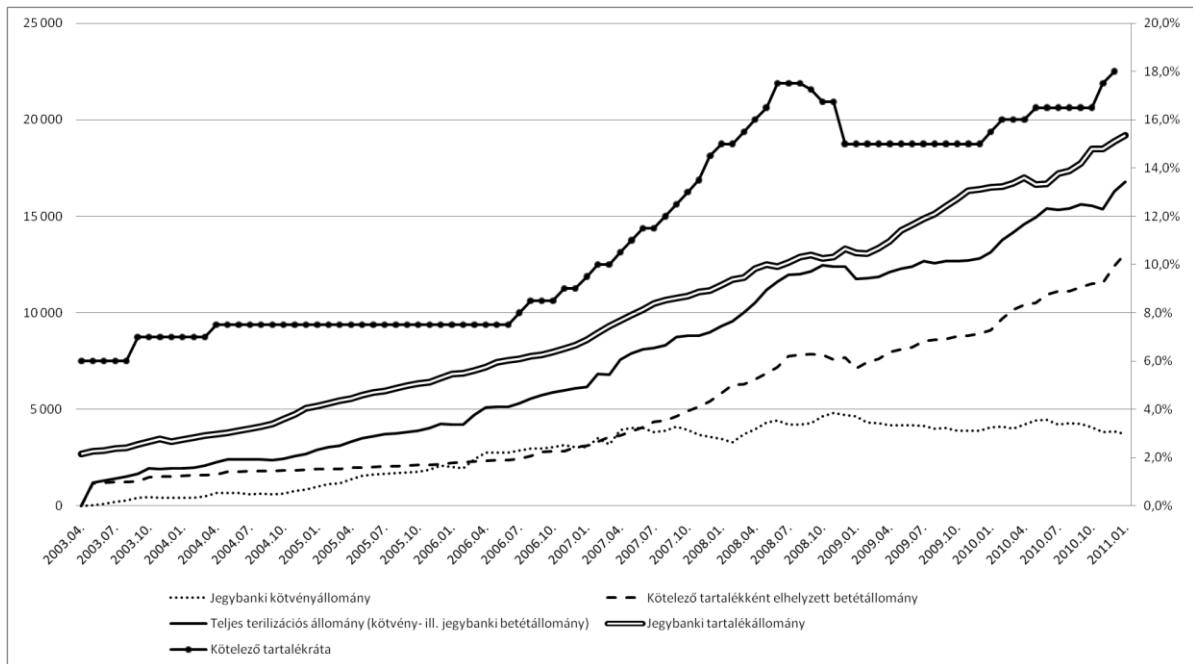
⁹⁹ A növekvő inflációs aggodalmak fényében 2010 áprilisától az év végéig több mint ezermilliárd jüan értékben vezettek hároméves lejáratú kötvényeket a piacra. A kötvények másodlagos piaca a bankközi piac.

¹⁰⁰ A feltörekvő országok – pl.: Malajzia, Korea, Fülöp-szigetek – az 1990-es években rendszeresen éltek a tartalékráta emelésének a lehetőségével az intenzív tőkebeáramlása okozta növekvő monetáris túlkínálat semlegesítése érdekében (Takagi et al., 1999).

¹⁰¹ Az adatgyűjtés lezárása után, 2011 decemberében a PBC 50 bázisponttal csökkentette a kötelező tartalékráta mértékét az inflációs nyomás enyhülésének a fényében. Piaci elemzők szerint azonban akár egy további 1-2%-os csökkenés is elképzelhető az elkövetkezendő egy évben. Összehasonlításképpen Ausztráliában, Kanadában, Svédország nincs kötelező tartalékráta, az Egyesült Királyságban önkéntességen alapuló tartalékolás működik, míg Kínánál magasabb kötelező tartalék-elhelyezési kötelezettség csak a fejletlen, pénzügyileg instabil országok, mint pl. Suriname (25%) vagy éppen Libanon (30%) esetén van.

¹⁰² A szabad tartalék-állomány kezdeti magas szintjének zsugorodása egészen 2006 első feléig tompította a növekvő tartalékráta pénzmultiplikátort csökkentő hatását. A számítások szerint az M2 multiplikátor 2003 szeptembere és 2006 júniusa közötti átlagosan 4,6 pontos értéke a kötelező tartalékráta 1,5%-os emelése ellenére sem csökkent. Véleményem szerint azonban e változások mögött nem csupán a szabad-kötelező tartalékok közötti átrendezés, hanem intézményi – készpénztartási szokásokban bekövetkező – változások is állhatnak.

28. ábra
A monetáris sterilizáció során semlegesített pénzmennyiség, a jegybanki tartalékállomány és a kötelező tartalékráta alakulása, 2003–2011, milliárd jüan



Forrás: CEIC

6.2. A hatékonyság mérésének módszertana

A külföldi tőkebeáramlás jegybanki reakcióival, illetőleg annak a monetáris és gazdasági környezetre gyakorolt hatásaival számos tanulmány foglalkozik. Az utóbbi két évtizedben pedig megszorodott azon kutatások száma, amelyek az ázsiai országok, kiemeltképpen Kína monetáris reakció-függvényét veszik górcső alá. A következőekben azon módszerek kerülnek bemutatásra, amelyek a monetáris sterilizáció hatékonyságát igyekeznek számszerűsíteni.

He et al. (2005) és Takagi et al (1999) vektor autoregresszív (VAR) modellel számszerűsítették az NHE és a NKE egymásra gyakorolt hatását. A VAR használatának előnye, hogy egyrésztől elkerülhetőek vele az endogenitásból származó problémák, másrésztől az impulzus-reakció funkcion keresztül lehetővé válik a kölcsönös hatások elemzése. Tekintettel arra, hogy a VAR késleltetett változókkal dolgozik, csak bizonyos restriktiók mellett vizsgálhatóak az egyidejű hatások. Ezen felül, mivel a VAR érzékeny a változók kialakított sorrendjére, így az egyidejű kapcsolatok feltárásánál gondoskodni kell a különböző rangsorok eredménybefolyásoló hatásának összevetéséről és elemzéséről. He et al. (2005) kontroll változóként a kamatlábat és a hazai hitelkínálatot vonta be modelljébe, amiből a devizapiaci intervenció okozta többletkínálat teljes semlegesítésére következtetett.

Az NKE és NHE közötti kapcsolat elemzésének egy *másik* módját a regressziós technikák alkalmazása jelenti. E technika két strukturális egyenlet lineáris regresszió analízisének becsléseire épül, amely során azt vizsgálják, hogy a modellbe bevont független változók milyen hatást gyakorolnak a vizsgált eredményváltozóra, azaz milyen mértékben képesek azt előre jelezni. A regressziós egyenlet általánosságban a következő:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_{i1} + \beta_2 \cdot x_{i2} + \dots + \beta_m \cdot x_{im} + \varepsilon_i, \quad i=1,2,\dots,n \text{ és } m+1 < n < N \quad (4)$$

ahol az y_i a modell eredményváltozója, x_i a független vektorai, β_m a magyarázó változók együtthatói, ε_i pedig a modell hibatagja. Az NKE koefficiense a *sterilizációs együttható*, amely azt mutatja meg, hogy a devizatartalékok egységnyi növekedése mekkora és milyen irányú változást eredményez a jegybank nettó hazai eszközállományában. Abban az esetben, ha az értéke -1-et vesz fel, az a többletlikviditás teljes semlegesítését, 0 pedig a sterilizáció teljes hiányát jelenti. A másik nevesített koefficiens a *semlegesítési együttható (offset coefficient)*, amely azt indikálja, hogy a külföldi tőkeáramlás miként reagál a hazai monetáris környezet változásaira. Az együttható -1-es értéke tökéletes tőkemobilitásra, míg a 0 értéke teljes tőkekorlátozásra utal.

Aizenman és Glick (2009) kontroll változóként a GDP negyedéves változását szerepeltették modelljükben, amely során a sterilizációs együtthatójuk -0,6 és -1,4 közötti értékeket vett fel. Wang (2009) sem vette figyelembe a nettó tőkeáramlás és a nettó hazai eszközállomány között fellépő endogenitás jelenségét. Semlegesítési együtthatóra -0,3-as értéket, míg a sterilizációs együtthatóra -0,96–ot kapott.

A lineáris regresszió alapját a *legkisebb négyzetek* módszere (*ordinary least square*, továbbiakban *OLS*) képezi, melynek alkalmazási feltétele, hogy a modell homoszkedasztikus legyen, valamint autokorreláció és multikollinearitás ne lépjen fel. Az OLS-el történő becslés azonban azért problematikus, mert nem veszi figyelembe azt a tényt, hogy a tőkeáramlásnak egyidejű hatása van a jegybank nettó hazai eszközállományára, ez utóbbi alakulása pedig visszahat a devizaáramlásra. Mivel az eredményváltozók egzogen módon kerülnek meghatározásra, az egymás kölcsönhatásaikból eredő hatások vizsgálatát az OLS modell nem teszi lehetővé.

Az OLS alkalmazásával járó problémák miatt más regressziós technikák kerülhetnek előtérbe (Brissimis et al., 2002, Kim, 2003, Ouyang et al., 2010, Wang, 2010). Ilyen például a *2SLS (two stage least square)*, azaz a kétfokozatú legkisebb négyzetek módszere,¹⁰³ ami strukturális

¹⁰³ Munkám során LeSage (1999) nyomán az általa írt JPL Econometrics Toolbox segítségével Matlabban számoltam. <http://www.spatial-econometrics.com/>

egyenlőségek egyidejű illesztésével vizsgálja a független változók függő változókra gyakorolt hatását az endogenitás probléma kiküszöbölése mellett. Ezt a technikát akkor alkalmazzák, amikor a függő változó hibatagjai a magyarázó változókkal korrelálnak. A 2SLS használatának alapja lehet, hogy az egyik magyarázó változó (NKE) korrelál a hibataggal (u), ezért a regressziós együttható (β_1) becslése torzított lesz.

$$\Delta NHE = a + \beta_1 \Delta NKE + \beta_i X_i + u \quad (5)$$

Első lépésben tehát az endogénnek tartott változót (NKE) regresszálják az instrumentális¹⁰⁴ változón vagy változókon (z):

$$\Delta NKE^* = a + \beta_1 z + v \quad (6)$$

Második lépésben az endogén változó (ΔNKE) helyett a (6)-as egyenletben prediktált érték (ΔNKE^*) használatával írják fel az egyenletet:

$$\Delta NHE = a + \beta_1 \Delta NKE^* + u. \quad (7)$$

A 2SLS módszer legnagyobb kihívása az instrumentális változók helyes megválasztása, ami lehetővé teszi a NHE és NKE változás egyidejű kölcsönhatásának figyelembe vételét. Ouyang et al. (2010) kormányzati kiadásokat használt az NHE, míg reáleffektív árfolyamot a NKE instrumentumaként. Modelljében a β sterilizációs együttható -1,02-es értéket vett fel a 2000–2008 közötti időszakban, ami a többletlikviditás teljes semlegesítését implikálja. Azon feltételezésük, miszerint a kormányzat kiadásainak nincsen közvetlen hatása a külföldi tőkebeáramlásra, azonban kétséges. Mindezekre tekintettel a becslés torzítatlansága is megkérdőjelezhető. A fiskális expanzió ugyanis hozamemelkedést eredményez az állampapírok piacán, amely bizonyosan hatással van a tőkeáramlás irányára és intenzitására is. Kim (2003) is úgy találta, hogy a magas költségvetési deficit negatívan hat a nemzetközi tőkebeáramlásra.

Zhang (2010) az NKE instrumentális változójaként az árfolyam volatilitását, míg az NHE esetén egy dummy változót¹⁰⁵ szerepeltetett a modelljében. Mindazonáltal egyik instrumentum együtthatója sem rendelkezett szignifikáns magyarázóerővel modelljében,

¹⁰⁴ Instrumentális változónak (z) nevezik azt a változót, amely nem korrelál az eredeti regressziós egyenlet hibatagjával (u), [$\text{Cov}(z, u) = 0$] ugyanakkor korrelál azzal a változóval (ΔNKE), amely a sejtés szerint u -val korrelál, tehát: [$\text{Cov}(z, \Delta NKE) \neq 0$]

¹⁰⁵ A dummy változó – mely értéke 0 és 1 lehet – 1-es értéket vett fel minden negyedik negyedévben, míg a 0-ás értéket a többiben. Zhang (2010) a kínaiak vásárlási szokásaiból indult ki. A kereskedelmi bankok az újév közeledtével növelik tartalékaikat a nagyobb likviditás érdekében. Alapfeltételezése abban állt, hogy a külföldi tőkeáramlásra az újév eljövetele nincs semmilyen hatással.

ráadásul a dummy változó együtthatója a várakozásával ellentétes előjelet vett fel.

Kutatásom során a 2SLS-es módszert választottam elemzésem keretében, amely során egy módosított regresszor és instrumentális változókészlettel igyekeztem robosztusabb becslést adni a sterilizáció hatásfokára. Arra törekedtem, hogy olyan prediktív változókat válogassak be a modellbe, amelyek egyrészt hatással vannak a külföldi tőke áramlására, másrészt a monetáris politika döntéseinek is meghatározó momentummal bírnak. A szakirodalom által használt (Brissimis et al., 2002; Kim, 2003; Ouyang et al., 2010) magyarázóváltozók mellett olyan regresszor változókat is alkalmaztam, amellyel véleményem szerint a becslés előrejelző képessége nőtt.

Instrumentális változónak a júanár-folyam 12 hónapos volatilitását, valamint a Shenzeni Composite tőzsdeindex negyedéves változását választottam. Az árfolyam volatilitása ugyanis egyszóval a nettó hazai eszközállomány változására nézve, míg enyhén pozitív irányba mozog együtt a nettó külföldi eszközállománnyal. Továbbá még a tőzsdeindex mutatója és a devizaállomány-változás között nem mutatható ki korreláció, addig a tőzsdeindex változása a nettó hazai eszközállomány változásával – 10%-os szignifikancia szint mellett – ellentétes irányú mozgást mutat (korrelációjuk -0,22).

A következőkben bemutatom, hogy az egyes kontrollváltozók hogyan tudják megragadni a tőkeáramlásokat, valamint a monetáris politika mozgatórugóit.

A kínai sterilizációjával foglalkozó szakirodalom rendszerint arra mutat rá, hogy a monetáris túlkínálat jegybank általi semlegesítése 2000 után vette kezdetét. Az elemzés során azonban a becsült együtthatók magyarázóerőjének jobb értelmezhetősége érdekében hosszabb periódus adatai kerültek feldolgozásra. Mivel a kínai statisztikai hivatal által publikált GDP adatok legrövidebb bontása negyedéves, ezért a modellezés során az 1995. 3. negyedéves és 2010. 4. negyedéves közötti periódus negyedéves adataira támaszkodtam.¹⁰⁶ A bemenő adatsorok forrásául a *CEIC China Premium Database*, a kínai jegybank és a *BIS* honlapja szolgált. A 8. táblázat a változók rövid definícióját, képletét és forrásait tartalmazza.

¹⁰⁶ A bemenő adathalmaz 62 oszlopot tartalmaz. Ez a regresszió számításához szükséges mennyiségi kritériumokat kielégíti, azonban az együtthatók értékeit kellő óvatossággal szabad értelmezni. Célszerűbb lett volna havi adatokból kiindulni, azonban az ehhez szükséges havi GDP nem álltak rendelkezésre.

8. táblázat
Felhasznált magyarázó változók leírása, képlete és forrása

Változó	Leírás	Számítási mód	Forrás
NKE_t	Jegybanki devizatartalék-állomány dollárban mínusz a jegybank külföldi kötelezettségállománya	$Külföldi\ eszközök_t * e_t^{(RMB/\$)} - Külföldi\ kötelezettségek_t$	IFS
ΔNKE^*_t	A NKE állományában bekövetkező változás nagysága, a külföldi eszközökön megkeresett hozamokkal és az árfolyamhatásokkal korrigálva; a GDP arányában	$\frac{\Delta \left\{ NKE_t - \left(\frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} \right) NKE_{t-1} - \frac{i_s}{4} \left(\frac{NKE_t + NKE_{t-1}}{2} \right) \right\}}{GDP_t}$	PBC, CEIC
ΔNHE^*_t	Az NHE állományában bekövetkező változás nagysága a GDP arányában	$\frac{\Delta MB_t}{GDP_t} - \Delta NKE^*_t$	CEIC
mm_t	M2 pénzügyi multiplikátor	$M2_t / MB$	CEIC
Δmm_t	Multiplikátor változása	$Ln(mm_t) - Ln(mm_{t-1})$	CEIC
ΔRR_t	Kötelező tartalékrátának változása	$Ln(RR_t) - Ln(RR_{t-1})$	CEIC
ΔCPI_{t-1}	Fogyasztói árindex késleltetett változása	$Ln(CPI_{t-1}) - Ln(CPI_{t-2})$	CEIC
ΔNEX_t	Nettó export változása a GDP arányában	$\frac{(NEX_t - NEX_{t-1})}{GDP_t}$	CEIC, IFS
ΔG_{t-1}	Kormányzati kiadások változása a GDP arányában	$\frac{G_{t-1} - G_{t-2}}{GDP_{t-1}}$	CEIC
$\Delta SZSE_t$	A Szhenzeni Composite Index értékében bekövetkezett változása	$Ln(SZSE_t) - Ln(SZSE_{t-1})$	CEIC
$\Delta REER_t$	A reáleffektív árfolyam változása	$Ln(REER_t) - Ln(REER_{t-1})$	BIS
$\Delta R_{\$t}$	A három hónapos amerikai pénzügyi hozamokban bekövetkezett változás	$Ln(i_{\$t}) - Ln(i_{\$t-1})$	CEIC
Y_{ct}	Ciklikus kibocsátás. A negyedéves GDP trendtől (HP trend) való eltérése	$\frac{GDP_t - GDP_t^T}{GDP^T}$	CEIC
$vol_exch_{12,t}$	A júan dollárárfolyamának változékonysága	$\frac{\sum_{i=0}^{12} (e_{t-i} - \bar{e}_{t-12,t})^2}{12}$	PBC

Az NKE, NHE, NEX és G változását az adott periódusban kibocsátásának arányában vizsgáltam, míg a többi változó többsége logaritmusban lett kifejezve. *Hodrick–Prescott* szűrőt¹⁰⁷ alkalmaztam a reál-GDP hosszú távú trendjének meghatározására, amelynek segítségével meghatároztam a ciklikus kibocsátást.

A monetáris hatás nettó külföldi eszközállományának meghatározásánál a szakirodalomhoz hasonlóan nem a jegybanki mérleg külföldi eszköz sorának adataiból indultam ki, hanem az IMF IFS által publikált devizatartalék-állomány értékeit vettem alapul. Továbbá figyelembe vettem a NKE állomány azon jellegű változásait, amelyek nem hozhatóak a külföldi tőke be-

¹⁰⁷ A HP szűrő egy népszerű simítási technika az ökonometria eszköztárában. Egy idősor hosszútávú-trend komponensének becslését adja meg. A simításhoz $\lambda=1600$ -at használtam.

és kiáramlásával összefüggésbe. Aizenman et al. (2009) nyomán kiszűrtem a devizatartalék-állomány árfolyam-átértékelődés hatására bekövetkező változásait az alábbiak szerint: $NKE_{t-1} \left(\frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} \right)$, ahol e_t a jüan-dollár t-edik időpontbeli nominális árfolyama.¹⁰⁸ Mindezen felül a jegybank külföldi befektetésein megkeresett hozammal is korrigáltam az NKE értékét. A számítás során az egyszerűsítés kedvéért azt feltételeztem, hogy a devizatartalékot teljes egészében tízéves amerikai államkötvényekbe fektették be.¹⁰⁹ A negyedévente megkeresett hozamot az átlagos NKE állomány és az amerikai államkötvény-hozam negyedévre vetített értékének szorzatából kaptam meg.

A korrigált NKE* értékét a következő képlettel számítottam ki:

$$\Delta NKE^* = \frac{\Delta \left\{ NKE_t - \left(\frac{e_t - e_{t-1}}{e_{t-1}} \right) NKE_{t-1} - \frac{i_{\$}}{4} \left(\frac{NKE_t + NKE_{t-1}}{2} \right) \right\}}{GDP_t} \quad (8)$$

Az ΔNHE állományt a monetáris bázis változásának és a nettó külföldi eszközállomány változásának különbségként kaptam meg.

A regresszió analízis során futatott egyenleteim a következők:

$$\Delta NKE = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta NHE + \alpha_2 \Delta mm_t + \alpha_3 \Delta ARR_t + \alpha_4 \Delta CPI_t + \alpha_5 \Delta NEX_t + \alpha_6 \Delta G_t + \alpha_7 \Delta REER_t + \alpha_8 \Delta R_{\$t} + \alpha_9 y_{ct} + \alpha_{10} vol_exch_{t-12,t} + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$\Delta NHE = \beta_0 + \beta_1 \Delta NKE + \beta_2 \Delta mm_t + \beta_3 \Delta ARR_t + \beta_4 \Delta CPI_t + \beta_5 \Delta NEX_t + \beta_6 \Delta G_t + \beta_7 \Delta REER_t + \beta_8 \Delta R_{\$t} + \beta_9 y_{ct} + \beta_{10} \Delta SZSE_t + \eta_t \quad (10)$$

,ahol a Δmm a M2 pénzpiaci multiplikátor, ΔARR a kötelező tartalékráta, ΔCPI a fogyasztói árindex, ΔNEX a nettó export, a ΔG kormányzati kiadások, $\Delta REER$ a jüan reáleffektív árfolyam, $\Delta R_{\$}$ pedig a 3 hónapos amerikai pénzpiaci kamatláb változása, valamint a y_c a ciklikus kibocsátás. Instrumentális változók a jüanár-folyam 12 hónapos volatilitása (vol_exch), valamint a shenzeni tőzsde composite indexének változása ($\Delta SZSE$).

A β_1 sterilizációs együttható esetén negatív értéket várok, hiszen a tőkebeáramlás eredményeként keletkező többletlikviditás nyíltpiaci műveletekkel való semlegesítése

¹⁰⁸ Mivel a devizatartalék összetételére vonatkozóan nem publikál adatokat a PBC, így az árfolyamhatások pontos kiszűrése nem lehetséges. A szakirodalom úgy becsüli, hogy a tartalékállomány domináns része – több mint 70%-a – dollár-alapú, ezért a számítás során azt az egyszerűsítést tettem, hogy a teljes állományt dollár-eszköz alapúnak vettem.

¹⁰⁹ Ezzel a feltételezéssel nem állunk messze a valóságtól, hiszen az amerikai államkincstár (US Treasury TIC) által közzétett éves kimutatás szerint 2010.06.30-án a kínai kézben lévő amerikai befektetések összértéke 1611 milliárd dollár volt, melynek 92%-a hosszú távú eszközökben volt lekötve.

csökkentőleg hat a jegybank nettó hazai eszközállományára. Ouyang et al. (2010) szerint egy 0 közeli semlegesítési együttható és egy -1 -hez közeli sterilizációs együttható a monetáris politika nagyobb függetlenségét indikálja.

A *pénzpiaci multiplikátor* α_2 együtthatója esetén is negatív előjel valószínűsíthető. A növekvő multiplikátor expanzív gazdaságpolitikára, és csökkenő kötelező tartalékrátára utal, ami az alacsonyabb hozamszinteken keresztül a tőke kiáramlását eredményezheti. A β_2 esetén már kevésbé egyértelmű a helyzet. A multiplikátor nettó hazai eszközállományra gyakorolt hatása annak a függvénye, hogy a monetáris restriktiót nyíltpiaci műveletekkel, avagy kötelező tartalékráta emelésével valószínűsítik-e meg. Az előbbi esetben a β_2 negatív előjelet vesz fel, azaz csökken a NHE állománya, míg az utóbbi esetben az NHE akár nőhet is (lásd 7. táblázat felül). A pénzkínálat gyorsuló növekedése ráadásul banki hitelplafonok és szigorúbb tőkekorlátozások bevezetését is kiválthatja, ami a β_2 negatív irányú elmozdulását eredményezheti.

A *kötelező tartalékráta* emelése egyik oldalon a kamatfelárak növekedését váltja ki, ami motiválja a külföldi tőke beáramlását, másik oldalon pedig növeli a monetáris bázist. Arra számítok, hogy az RR együtthatói – α_3 és β_3 – enyhén pozitívak lesznek. Az *infláció* elszabadulásának veszélye, mint Damoklész kardja lóg a jegybank feje fölött évtizedek óta. A monetáris hatóság ezért minden eszközt bevet az infláció megfékezése érdekében. Ennek fényében az együttható (α_4) negatív előjele valószínűsíthető a (9) egyenlet esetén, hiszen a leértékelődéstől és a tőkeveszteségtől való félelem a külföldi befektetőket általában tőkekivonásra ösztönzi. A kérdés mindkét esetben azonban az, hogy az infláció és az annak következtében kiváltott gazdaságpolitikai-, illetőleg befektetői reakciók között mekkora időtáv telik el.

Míg a *nettó export*, így az exportbevétel növekedésekor az NKE emelkedése prognosztizálható, addig az NHE állományra gyakorolt hatása nem egyértelmű. Tekintettel azonban Kína exportorientált gazdaságpolitikájára, az export túlzott mértékű növekedése – mint a gazdaság túlfűtöttségének egyik jele – akár restriktív lépéseket kiváltását is eredményezheti.

A kormányzat túlköltekezése miatt feltételezhetően romlik az ország kockázati megítélése, ami növeli a felárakat/hozamokat. A magasabb hozamok fényében a kereskedelmi banki források egyre nagyobb hányada kerül a jegybanknál elhelyezésre, ami a nettó hazai eszközállomány zsugorodását idézi elő (negatív β_6 együttható). Bár növekvő hozamok a másik oldalon tőkebeáramlást indukálnának, az országgkockázat romlása – ami kiáramlást eredményez – azonban sokkal fajsúlyosabb tényező a befektetési döntések meghozatalakor.

Mindezekből kifolyólag, a devizaeszköz-állomány (NKE) esetén is csökkenést várok.¹¹⁰

A *reáleffektív-árfolyam* változásának a jegybanki tartalékokra gyakorolt hatása feltételezésem szerint kétirányú lehet. Az árfolyam-erősödés egyik oldalon a devizatartalékok csökkenését vonhatja maga után a romló folyó fizetési mérlegen keresztül, míg a másik oldalon a tartalékállomány gyarapodását idézheti elő az erősödő árfolyam-felértékelődési várakozások fényében – valamint a forrótőke beáramlásának felgyorsulásával. Mivel egy ország devizaárfolyamának felértékelődése gazdasági expanzióval, azaz a hazai pénzkinálat bővítésével ellensúlyozható, erre tekintettel a β_7 esetén pozitív előjelet várok.

A *külföldi hozamemelkedés* hatása a fedezetlen kamatparitási feltételek ismeretében becsülhető. Az amerikai kamatlábak emelkedésével kedvezőbbé váló külföldi befektetési lehetőségek növelik a tőkekiáramlást,¹¹¹ így valószínűleg csökkentik az NKE állományt. A jegybank erre kamatemeléssel és monetáris restriktiókkal válaszolhat, amely pedig az NHE állományának zsugorodását eredményezheti.

A *ciklikus kibocsátás*¹¹² jegybaki tartalékokra gyakorolt hatása – hasonlóan a reálárfolyamhoz – kettős lehet. A gazdasági boom okozta reál-GDP növekedés a jövedelmi hatáson keresztül rontja a folyó fizetési mérleg egyenlegét, amely a tőkebeáramlás mérséklődéséhez vezethet. Az élénk reálgazdasági bővülés ugyanakkor növelheti a kínai gazdasággal szemben kialakult befektetői bizalmat, ami motiválhatja a tőke beáramlását. A gazdasági konjunktúra a monetáris politika részéről általában restriktív lépések kiváltását eredményezik, így a másik esetben negatív együttható várható.

¹¹⁰ Olyan eset is előfordulhat azonban, amikor az állam növekvő finanszírozási igénye következtében mind a devizaeszköz-állomány, mind pedig a jegybanki forrásoldal növekedése egyidejűleg megy végbe, pl.: állami devizahitel felvétel esetén.

¹¹¹ Az amerikai pénzpiaci hozamok helyett indokolt lehetett volna a kínai–amerikai hozamkülönbséget (*spread*) szerepeltetni magyarázó változóként a modellbe. Ezt azonban két ok miatt nem volt célszerű kivitelezni. Egyrészt a belföldi kamatszintek alakításában még mind a mai napig mérvadó a kínai monetáris politika szerepe az irányadó betéti- és hitelkamatlábak meghatározásán keresztül. Másrészt az érvényben lévő szigorú adminisztratív tőkekorlátozások csökkentik az arbitrázstőke áramlásának mozgásterét, amely limitálja a kamatparitási feltételek érvényesülését. E két tényező következtében a kínai hozamok amerikai hozamokkal történő összehasonlítása problematikus lehet. Wang (2009) rámutatott arra, hogy a kamatkülönbséget együtthatója a regresszióban gyakran nem szignifikáns, illetőleg rossz irányt vesz fel.

¹¹² Ciklikus kibocsátás vagy jövedelem alatt a gazdaság növekedésének hosszú távú trendjétől való pozitív vagy negatív eltérését értem.

6.2.1. Empirikus eredmények

A változók stacionaritásáról kibővített Dickey-Fuller-próbával (*augmented Dickey-Fuller*, ADF) győződtem meg. Az egységgyök-probléma (*unit-root*) csökkentése érdekében a magyarázóváltozók többségénél az elsőfokú differenciákat – azaz a t és $t-1$ -edik periódus változását – vizsgáltam a modellben. Késleltetést a hibatagok autokorreláltságának csökkentése, illetőleg a modell magyarázóerejének növelése érdekében alkalmaztam. Az egyes magyarázóváltozók késleltetését egy optimalizációs eljárás eredményeként kaptam meg. Az optimalizáció MATLAB-ban lett elvégezve. Nullától három időszak késleltetésig visszamenőleg vizsgáltam meg mind a nyolc exogén változó együtthatóinak hatását, valamint szignifikancia szintjét. A modellenként $4^8=65536$ lehetséges kombinációból úgy választottam meg a késleltetések nagyságát, hogy az esetleges autokorrelációs probléma minimalizálása (2 közeli értéket felvevő Durbin-Watson) mellett a lehető legjobb magyarázóerőt (R^2 legyen nagyobb, mint 70%), illetőleg a legtöbb szignifikáns együtthatót (a szignifikancia szint érje el az 1%, 5% vagy 10% értéket) kapjak. Az NKE egyenlet esetén alkalmazott késleltetések: NEX: -2 időszak; CPI és y_{ct} : -1 időszak, míg az NHE egyenlet esetén REER, RR, CPI és y_{ct} : -1 időszak és NEX: -3 időszak.

Mindkét egyenlet magyarázó ereje bőven a közgazdasági modellezésnél javasolt 70%-os küszöbérték felett van. Míg a (9) egyenletben az R^2 -re 0,875-öt, addig a (10) egyenletben 0,962-öt kaptam.¹¹³ Ennek megfelelően az egzogén változókészlet 87,5%, illetve 96,3%-ban jelzi előre a NKE és a NHE állományának változását. Az autokorreláció tesztelésére a Durbin-Watson teszt¹¹⁴ kimenetére támaszkodtam. Az Δ NKE regressziója esetén a DW értéke 1,69, az Δ NHE esetén 1,92 értéket vett fel. Eszerint az előbbi esetén elhanyagolható, az utóbbinál pedig teljes mértékben kizárható az autokorreláció. A 2SLS futtatásának kimeneteit az 1. és a 2. számú melléklet tartalmazza.

A 9. táblázatban a regresszió illesztése során kapott béta (α , β) együtthatók, azok standard hibái, valamint az alkalmazott késleltetések számai láthatóak. A β_1 sterilizációs koefficiens szignifikáns és -0,945-ös értéket vesz fel, ami a monetáris túlkínálat igen nagyfokú semlegesítését mutatja a vizsgált periódus alatt. A kapott becslés közel azonos a szakirodalom

¹¹³ R^2 többszörös determinációs együttható a modell magyarázóerejét mutatja. A kapcsolat erősségét jelzi arra vonatkozóan, hogy a független változók, mekkora mértékben jelzik előre a függő változó értékét.

¹¹⁴ Durbin-Watson teszt segítségével tesztelhetjük a reziduálisok elsőrendű autokorrelációját. Autokorreláció esetén a független változó i -edik megfigyeléséhez tartozó hibatagja függ ugyanazon független változó $(i-1)$ -edik megfigyeléséhez tartozó hibatagjától. Autokorreláció esetén sérül az a feltételezés, miszerint a megfigyelések függetlenek.

hasonló típusú eredményeivel. A semlegesítési együttható, melynek értékére 1%-os szignifikancia szint mellett $-0,897$ -et kaptam, azonban jelentősen eltér a hasonló tanulmányok számaitól. Míg Wang (2009) a tőkeáramlás rugalmasságát is számszerűsítő együtthatóra $-0,3022$ -t, addig Zhang (2010) $-0,65$ -t, illetve Ouyang et al. (2010) $-0,63$ és $-0,71$ közötti értékeket kapott. A -1 -hez közeli semlegesítési koefficiens a külföldi tőke Kína monetáris környezetében bekövetkező változásaira történő gyors és rugalmas reakcióját mutatja. Az eltérés vélhetőleg abból fakadhat, hogy az általam vizsgált modell egy hosszabb, egészen 2010 végéig tartó időszakot dolgoz fel. A kisebb együttható jelentheti az állam szigorú szabályozói, a tranzakciókat jóváhagyói jelenlétének enyhülését is, amely a válságot követő kínai monetáris politika új, korábban bemutatott prioritásainak fényében részben érhető is. A kapott semlegesítési együtthatónak a szakirodalom hasonló értékeitől való ilyen mértékű eltérése azonban nem indokolható tejes egészében a monetáris politika célrendszerének változásával. Feltételezésem szerint a nagyobb tőkemobilitás hátterében egyrészt az egyoldalú jüanátértékelődéssel kapcsolatos várakozások, másrészt a kiáramló belföldi tőke rugalmasságának növekedése állhat. Goodfriend és Prasad (2006) rámutattak arra, hogy Kína világgazdasági nyitásával párhuzamosan feltételezhetően a kínai tőkekorlátozások hatékonysága is idővel erodálódik, amint a hazai és nemzetközi befektetők megtalálják azokat a csatornákat, amellyel az akadályok kijátszhatóvá válnak.

9. táblázat
A 2SLS modell becsült béta paramétereit és standard hibái

		9. egyenlet	10. egyenlet
	Magyarázó változó	ΔNKE_t	ΔNHE_t
	konstans	0,047*** (-0,003)	0,042* (-0,023)
endogén változók	ΔNKE_t	- -	-0,945** (-0,402)
	ΔNHE_t	-0,897*** (-0,240)	- -
exogén változók	Δmm_t	-1,137*** (-0,253)	-1,222*** (-0,104)
	ΔRR_t	0,071* (-0,038)	0,001 (-0,072)
	ΔCPI_t	-0,307 (-0,221)	-0,132 (-0,241)
	ΔNEX_t	0,062* (-0,139)	-0,268* (-0,151)
	ΔG_t	-0,191*** (-0,073)	-0,268* (-0,146)
	$\Delta REER_t$	-0,065 (-0,120)	0,108 (-0,104)
	$\Delta R_{\$t}$	-0,026* (-0,013)	-0,032*** (-0,010)
	y_{ct}	-0,122*** (-0,046)	-0,181** (-0,082)
magyarázó erő	R²	0,875	0,962
	D-W teszt	1,66	1,922

Megjegyzés: A (*),(**),(***) a 10%, 5% és 1%-os szignifikancia szint jele.

A (9) egyenlet esetén alkalmazott késleltetések: NEX 2, míg a CPI és y_{ct} 1 időszak. A (10) egyenletben pedig a REER, RR, CPI és y_{ct} esetében 1, míg a NEX 3 időszak.

Az igen magas magyarázóerő mellett a modell használhatóságát az is erősíti, miszerint a regresszor változók esetén kapott együtthatók jelentős hányada szignifikáns. 10%-os szignifikancia szint mellett számottevő hatása van mindkét esetben a multiplikatornak, a nettó exportnak, a kormányzati kiadásoknak, a dollárhozamoknak, továbbá a ciklikus kibocsátásnak (valamint a kötelező tartalékrátának a (9) egyenlet esetén).

A multiplikatör és az árszínvonal növekedése az eredményváltozók általam feltételezett negatív irányú mozgását váltják ki. Az infláció esetén mindkét egyenletben egy időszaknyi késleltetést alkalmaztam. Erre azért volt szükség, mert mind a külföldi befektetők, mind a jegybank csak egy időszak elteltével tud érdemben reagálni a megváltozott inflációs környezetre. Ezen felül az árszínvonal változásának sokkal közvetlenebb hatása van a nettó

külföldi eszközállományra. A kötelező tartalékráta együtthatója is többnyire a várakozásoknak megfelelően alakult. A ΔRR pozitív irányú szignifikáns hatással van a ΔNKE eredményváltozóra – azaz a ΔRR növekedése *ceteris paribus* ΔNKE emelkedését okozza, amit a növekvő hozamszinteken keresztül megtestesülő erősödő árfolyam-várakozások indokolhatnak. A ΔRR a másik oldalon azonban elhanyagolható hatással van a jegybank eszközállományára.

Szignifikáns hatás fedezhető fel a ciklikus kibocsátás és a dollárkamatlábak eredményváltozókra gyakorolt hatásának vizsgálatakor is. Az amerikai pénzpiaci hozamok növekedése egyrészt csökkenti a beáramló tőke volumenét, másrészt restriktív lépéseket vált ki a jegybank részéről.

A gazdasági növekedésnek (y_{ct}) a potenciális kibocsátástól való pozitív eltérése esetén a megugró importkereslet – és azon keresztül a romló folyó fizetési mérleg egyenlege – a devizatartalékok csökkenését váltja ki. A gazdaságpolitika válasza is szignifikáns a kibocsátási rés (output gap) növekedésére, a gazdaság túlhevülését ugyanis restriktív lépések követik. Mindkét esetben a hatás egy időszak eltolásával erősödik fel. E „csúszás” okát az utóbbi esetben abban látom, hogy a gazdasági tervezés és végrehatás alapját képező pontos statisztikai adatsorok csak néhány hónappal megkésve állnak a döntéshozók rendelkezésére. Hasonló késleltetett válasz-reakció figyelhető meg a nettó exportbevétel növekedése kapcsán. A *NEX* együtthatója két időszak késleltetés esetén a devizatartalékok enyhe, pozitív irányú, míg három időszak késleltetés mellett szignifikáns, negatív irányú változását eredményezi. Véleményem szerint a fenti késleltetett időbeli reakció oka abban keresendő, hogy míg a modellben használt IMF IFS által publikált adatsorok a regisztrált kereskedelmi tranzakciók adatait mutatják, addig az ügyletek pénzügyi ellentételezése csak egy későbbi időpontban kerül rendezésre.

A költségvetési kiadások növekedése estében azt találtam, hogy mind a monetáris politika, mind a befektetők még ugyanabban az időszakban restriktívval, illetőleg tőkekivonással válaszolnak. E hatás mindkét esetben szignifikáns, a devizatartalékok vonatkozásában azonban lényegesen erősebb.

A reáleffektív árfolyam változása a várakozásoknak megfelelően pozitívan hat a nettó hazai eszközállományra. A júan reálárfolyamának túlzott mértékű erősödésére a monetáris hatóság lazítással válaszol. A devizatartalékokra gyakorolt hatás azonban kettős. Míg az erősödő reálárfolyam a romló folyó fizetési mérlegen keresztül a devizatartalékok csökkenését eredményezi az első periódusban, addig egy időszakkal később annak emelkedését

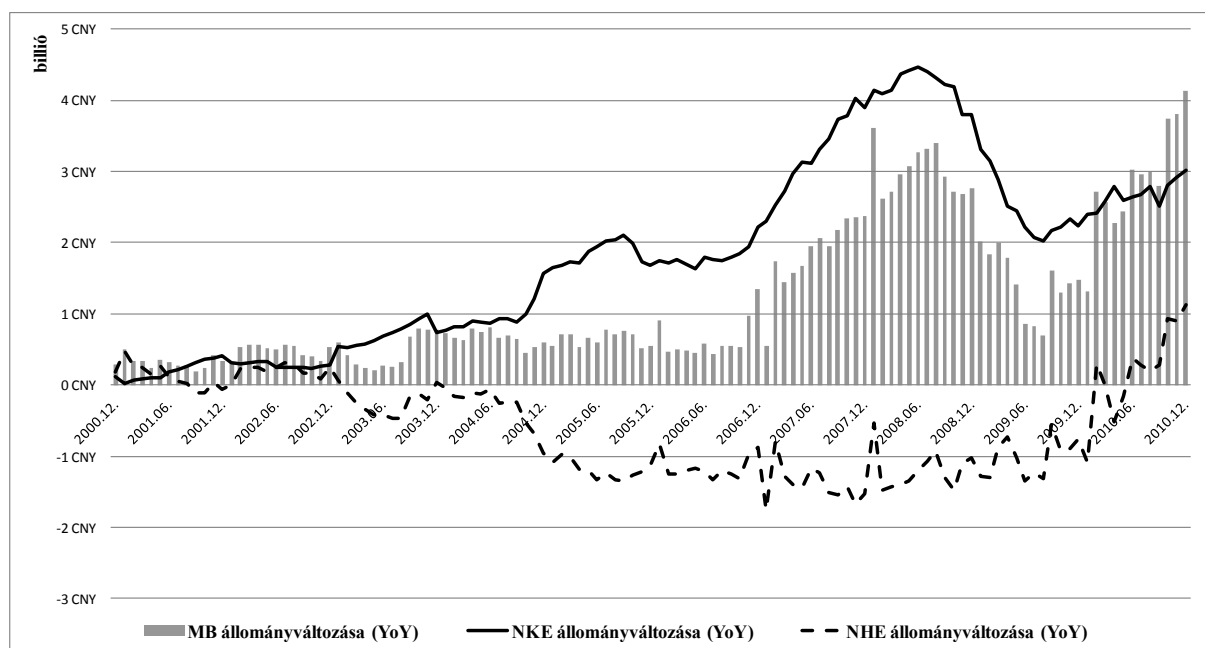
eredményezi. Álláspontom szerint ennek háttérében a külföldi befektetők lassabb reakcióideje és óvatossága állhat.

6.2.2. Sterilizáció hatása a szélesebb értelemben vett monetáris kínálatra

A fentebb bemutatott módszertan a monetáris bázis vonatkozásában vizsgálta a sterilizáció hatékonyságát. A nettó hazai és külföldi eszközállomány, valamint a modellbe bevont magyarázó makróváltozók értékeire illesztett regressziós technikával megállapításra került, hogy a jegybank a külföldi tőkebeáramlás likviditásnövelő hatásának 94%-át hatástalanította a monetáris bázis szintjén.

29. ábra

Sterilizáció a monetáris bázis szintjén: az NKE és az NHE állomány, illetőleg a monetáris bázis havi növekményének változása az előző év azonos időszakához képest



Forrás: People's Bank of China

A 29. ábra a NKE és az NHE állomány, illetőleg a monetáris bázis éves alapú változását szemlélteti. Látható, hogy a monetáris bázis a globális pénzügyi válságot megelőző két évben, valamint 2010 eleje óta gyorsuló ütemben növekszik. Véleményem szerint e dinamika mögött az alábbi tényezők állhatnak.

Egyrészt, a monetáris hatóságok 2006 második fele óta a monetáris kínálat (M2) növekedésének féken tartása érdekében nagyobb hangsúlyt helyeznek a kötelező tartalékráta politikára. Ennek eredményeként a sokáig 7,5%-on álló kötelező tartalékráta kevesebb, mint két év leforgása alatt megduplázódott. Mivel a tartalékráta emelkedése bizonyos eseteken a

kereskedelmi bankok jegybanki betétállományának növekedésével jár együtt, ezért a monetáris bázis gyarapodása mögött részben e változások állhatnak.¹¹⁵

Másodszor, úgy tűnik, hogy sterilizációs kötvényaukciók szerepe csökkent az utóbbi időben. A sterilizációs kötvényállomány 2008 októberében érte el 4800 milliárd jüanos csúcspontját, ami az ezt követően két év alatt több mint 20%-al csökkent. Ezt a súlyeltolódást hivatott szemléltetni a 27. ábra, amelyen látható, hogy a kötvényállomány jegybanki tartalékokhoz viszonyított 40%-ot is meghaladó aránya napjainkra 18%-ra zsugorodott! Ennek háttérében kamatpolitikai célok is állhatnak. Ha ugyanis a jegybank a kötelező tartalékrátát rendszeresen emeli, az a bankközi likviditás impulzusszerű kiszáradását és a piaci hozamok emelkedését eredményezheti.¹¹⁶ Ennek elkerülése végett a PBC a tartalékráta emelésével párhuzamosan kevesebb lejáráó kötvényállományt újít meg, így a felszabaduló források megteremtik a fedezetet a magasabb tartalékelvárás teljesítésére.¹¹⁷

Harmadik ok a hitelexpanzióban keresendő. Az évtized második felétől robbanásszerűen felduzzadó új hitelállomány a kötelező tartalékráta emelése nélkül is a monetáris bázis növekedését eredményezte volna. Bár a pénzügyi világválság a sajátos gazdasági berendezkedése miatt nem érintette oly mértékben Kínát, mint a fejlett, nyugati országokat, az exportpiacok beszűkülése és a globális hitelezés hirtelen leállása okozta recessziós aggodalmak enyhítése – és egyben a belső kereslet élénkítése – érdekében intenzíven megnyitották a kereskedelmi bankok „hitelsapjait”. Míg 2009-ben kétszer annyi (9600 milliárd jüan), addig 2010-ben pedig másfélszer annyi (7950 milliárd jüan) új hitelt teremtett a bankrendszer Kínában, mint 2008-ban.

Negyedszer, a monetáris bázis növekedése mögött a monetáris hatóság egyéb kötelezettségének 2009 második negyedéve óta tapasztalt változása áll.¹¹⁸ Az egyéb kötelezettségek markánsan csökkenő állománya miatt a nettó hazai eszközállomány (NHE)

¹¹⁵ A tartalékráta emelése abban az esetben növeli a monetáris bázist, ha a pótlólagos tőkeszükséglet fedezetét a kereskedelmi bankok a jegybanki kötvényállomány felszabadításával, avagy deviza eladásával teremtik meg. A szabad jegybanki betétek terhére történő átrendezés nem növeli a monetáris bázist.

¹¹⁶ A kontrollálatlan hozamemelkedés azért is kényes terület a PBC számára, mert az az így is igen jelentős felértékelési nyomást tovább fokozza.

¹¹⁷ A jegybank a kötvényaukciót 2011. első felében két alkalommal – februárban és júniusban – is felfüggesztette a növekvő tartalékkötelezettség okozta pénzpiaci kínálat túlzott mértékű szűkülése, és az emelkedő hozamok miatt. Forrás: Xinhua: China's central bank suspends bill issue, 2011.06.23

¹¹⁸ A nettó egyéb eszközállomány értéke 2001 januárja és 2005 áprilisa között nőtt, majd ezt követően az egyéb kötelezettségek nagyobb mértékű – 2.600 milliárd jüanos – emelkedésének eredményeként 2009 áprilisára elérte -2.010 milliárd jüanos mélypontot. A rákövetkező 15 hónap alatt azonban az egyéb kötelezettségek drasztikus esésének következményeként a nettó egyéb eszközök egyenlege ismét pozitívvá vált.

2010 decemberére éves alapon 1100 milliárd jüannel nőtt (29. ábra). Úgy vélem, hogy a monetáris bázis 2010. eleje óta tartó növekedésének háttérben javarészt e változás állhat. Mivel a kínai jegybank az egyéb eszközök és kötelezettségek összetételére vonatkozóan nem publikál adatokat, így nem állapítható meg, hogy mi okozza az egyéb kötelezettségek ilyen mértékű fluktuációját.

A sterilizációs politika súlyponteltolódásának fényében nem célszerű pusztán a monetáris bázis szintjén vizsgálni a többletlikviditás semlegesítésének hatását. A kötelező tartalékráta, valamint a morális ráhatás (*window guidance*) politikával a jegybank a monetáris aggregátumok szélesebb dimenzióiban is képes a devizabeáramlás okozta valuta-túlkínálat tompítására. Az előbbi esetében a pénzüpiaci multiplikátor csökkentése, az utóbbinál pedig a hitelkontingensek meghatározása révén. Mindezek figyelembevételével egy egyszerű OLS modell segítségével vizsgáltam meg az M2 monetáris aggregátumot alakító tényezőket az előzőekben bemutatott változóhalmazra építve. Bár a modell magyarázó ereje ($R^2 = 47,6\%$) nem olyan erős, mint amekkora értékeket a korábbi regressziók esetében kaptam, a kimenete azonban így is alkalmas lehet – kellő fenntartás mellett – néhány következtetés levonására. Az M2 regressziós egyenletben már a becsült béta paraméterek értékeit is szerepeltetem:

$$\Delta M2 = 0,180^{***} + 0,584^{**} \Delta NKE_t + 0,973^{***} \Delta mm_t + 0,302^{**} \Delta RR_t - 0,077 \Delta CPI_{t-1} + 0,053 \Delta G_{t-1} + 0,035 \Delta SZSE_t + 0,529 \Delta REER_{t-1} - 0,153^{***} \Delta R_{\$}_t + 0,008 y_{ct} \quad (11)$$

Az alacsony magyarázó erő, valamint a szignifikáns változók kisebb száma vélhetőleg arra vezethető vissza, hogy az M2 és a monetáris bázis közötti kapcsolat nem stabil!¹¹⁹ Ennek részben az lehet oka, hogy a jegybankok igen ritkán kötik a pénzaggregátumok alakulásához közbülső céljaikat.¹²⁰

A ΔNFA M2-sterilizációs együtthatója 5%-os szignifikancia szint mellett 0,584 –es értéket vesz fel. Ennek megfelelően a nemzetközi devizatartalékok 1 egységének növekedése az M2 0,58 egységgel történő emelkedését eredményezte, vagyis a jegybank az elmúlt 15 év alatt a külföldi tőkebeáramlásnak csupán 42%-át sterilizálta sikeresen az M2 kínálat szintjén. A multiplikátor, illetőleg az dollárhozam együtthatója a várt szignifikáns irányt vette fel. A kötelező tartalékráta esetén csak a második differenciák során kaptam negatív értéket. A magasabb tartalékképzési kötelezettség a bankok hitelezési mozgásterének beszűkülése révén

¹¹⁹ Az M2 és MB aránya nagyban függ a reálgazdasági szereplők portfólió-allokációs döntésétől, amelyre a jegybankoknak csak korlátozott befolyása van.

¹²⁰ A PBC végső célja – a legtöbb jegybankhoz hasonlóan – a valuta vásárlóerejének megőrzése.

egy periódus elteltével eredményezi az M2 zsugorodását. Az inflációnak, a kormányzati kiadásoknak, a tőzsdeindexnek, a reáleffektív árfolyamváltozásnak, valamint a ciklikus kibocsátásnak az együtthatója bár nem szignifikáns, azonban a fentiekben leírt irányt veszik fel.

Összefoglalva az eddigieket, azt találtam, hogy a jegybank a külföldi tőkebeáramlás likviditásnövelő hatásának elmúlt másfél évtizedben tapasztalt gyorsuló növekedését a monetáris bázis esetében közel 94%-ban, az M2-t tekintve azonban csupán 42%-ban hatástalanította.

6.3. A monetáris sterilizáció költségei

Az előzőkben bemutatott gazdaságpolitikai gyakorlat és az árfolyamrezsím szigorú fenntartása komoly költségteherrel jár. Az utóbbi évtized növekvő dollárbeáramlása azonban nem pusztán a devizatartalékok, hanem éppúgy a sterilizációt betöltő jegybanki források felhalmozódásáért is felelős. E lépések kamatterhe a külföldi eszközállomány – javarészt amerikai államkötvény-állomány – után járó hozammal mérsékelhető.

A monetáris sterilizáció költségoldalának két fő komponense a jegybanki kötvényállomány, valamint a kötelező tartalékként elhelyezett jegybanki betétállomány után teljesítendő kamatszolgálat. Nemrégiben a rövidtávú visszavásárlási (repo) ügyletek is feltűntek a monetáris politika sterilizációs eszköztárában, azonban a nyíltpiaci műveleteken belüli alacsony aránya miatt eltekintettem az ezzel kapcsolatos költségek számbavételétől.

A következőkben a monetáris sterilizáció közvetlen költségeinek,¹²¹ valamint a devizatartalék-állományon megkeresett hozamok becslésével próbálok választ adni arra kérdésre, hogy a monetáris túlkínálat semlegesítése vajon mekkora explicit költséggel jár a monetáris hatóságok számára.

6.3.1. A sterilizálás kamatterhe

A különböző lejáratokhoz tartozó kötvényhozamok, illetőleg az állomány összetételének ismeretében könnyedén kiszámítható a sterilizációs kötvényállomány kamatterhe. A 3 és 6 hónapos, illetve az 1 és 3 éves sterilizációs kötvények (továbbiakban CBB, mint *central bank bond*) bankközi piacon jegyzett hozamai 2005 szeptemberétől álltak rendelkezésre a

¹²¹ Ha a közvetett, a jegybank számára explicit kiadásként fel nem merülő költségeket is számba vennénk, akkor figyelembe kellene venni a magas tartalékráta miatt a bankok által a társadalomra áthárított költségeket, a felértékelés miatt bekövetkező árfolyam-veszteséget, valamint az árfolyam-menedzselés következtében kialakult magasabb infláció költségét.

Bloomberg LP adatbázisából. Tekintettel arra, hogy az idősor elemzést 2003 áprilisától, az első CBB kötvényaukciótól kezdtem, a 2005 szeptemberéig tartó időszak esetében az egyéves kínai államkötvények hozamával számoltam.¹²²

Korábban említésre került, hogy a PBC mind a kötelező, mind a szabad tartalékok után fizet kamatot. Mivel a kamatszolgálat szintje 2003-ig mindkét betét esetén azonos volt, továbbá a köztük lévő hozamrés egészen 2005 elejéig nem növekedett jelentős mértékben, a kötelező tartalékráta-politika monetáris túlkínálat szűkítő hatása az emelés első pár évében hatástalan maradt a szabad tartalékok terhére történő átrendezés következtében. E felismerés végül oda vezetett, hogy a jegybank csökkenteni kezdte a szabad tartalékok kamatszintjét, amely a szabad tartalék állomány fokozatos mérséklődéséhez vezetett.¹²³ 2008 novembere óta a kötelező tartalékbetétek után 1,62%-ot, míg a többlettartalékok után 0,72% kamatot fizet a jegybank. Tekintettel arra, hogy a kötelező-, illetőleg a szabad tartalékok állományi bontását nem publikálja a jegybank, így nem lehetséges a kötelező tartalékráta-politika pontos költségterhének meghatározása. E probléma kiküszöbölésére egy felső és egy alsó költségszintet határoztam meg, amely azt a két extrém esetet feltételezi, amikor a teljes jegybanki betétállomány kötelező-, máskor pedig szabad tartalékokból áll. A tartalékok után fizetett kamat valahol a kettő érték között helyezkedik el.¹²⁴ A tartalékállomány költségének elemzésekor a jegybankmérleg forrásoldalán található betétgyűjtő pénzügyi intézmények által elhelyezett betétállományi adatokra, illetőleg a PBC által publikált kötelező és szabad tartalékok után fizetett kamatszintekre támaszkodtam.

A monetáris hatóság teljes sterilizációs költségterhének feltételezett alsó és felső szintje az előző két módszer során kapott kamatszolgálat összegével egyezik meg (30. ábra).

6.3.2. A külföldi befektetések hozama

A sterilizáció közvetlen költsége a devizabefektetéseken megkeresett hozammal csökkenthető. E tőkejövedelem pontos számszerűsítése nagy kihívás, ugyanis a kínai hatóságok a devizatartalék összetételére vonatkozó adatokat nem hozzák nyilvánosságra. A szakirodalom úgy tartja számon, hogy a devizatartalék-állomány többségében dollár-, euró- és

¹²² A nyiltpiaci sterilizáció első éveiben az egyéves papírok domináltak a CBB kötvényaukciókon, ezért 2005 szeptemberéig az azonos lejáratú állampapír hozamokat használtam a CBB hozamok helyettesítésére.

¹²³ A szabad tartalékok után fizetett kamatszint mérséklésének következtében a 2003-ban átlagos 4,5%-os szabad tartalék ráta 2010-re 1,9%-ra csökkent.

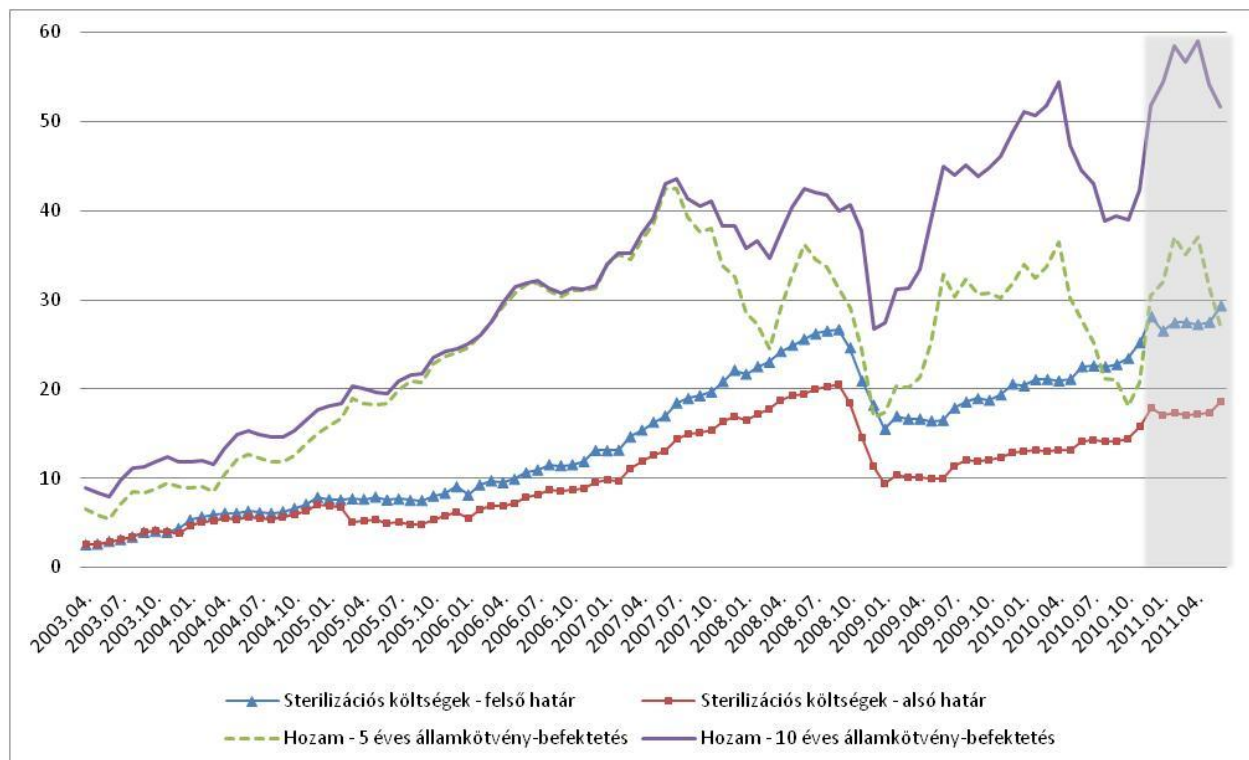
¹²⁴ A valós kamatteher vélhetőleg a sterilizációs költségek felső határa felé konvergál, hiszen a szabad tartalékok kötelező tartalékállományhoz viszonyított aránya 2003 eleje óta folyamatosan csökkent.

jenalapú eszközökből áll. A vélemények egyhangúlag megegyeznek abban, hogy a tartalékok döntő része dollárban denominált. Annak kapcsán azonban, hogy a dolláreszközök aránya mekkora a teljes állományon belül, nincs konszenzus. Scissors (2011) úgy véli, hogy ez a szám körülbelül 58 % és 72% közé tehető. Tekintettel Kína döntőrészt dollár alapú tartalékolási politikájára, az elemzés során abból indultam ki, hogy a teljes devizaeszköz-állomány dolláralapú. A megfelelő eszköz kiválasztásánál segítségemre volt az Egyesült Államok államkincstárának adatbázisa, ahol a külföldiek által tartott amerikai államkötvény-állományadatok havi rendszerességgel frissülnek. Ebből kiderül, hogy Kína tartalékolta a tengerentúliak által birtokolt amerikai államadósság 27%-át, 2011. szeptember végén számszerűen 1270 milliárd dollárt. Figyelembe véve a kínai devizatartalékok 2010. decemberi 2847 milliárd dolláros állományát, az amerikai állampapírok teljes tartalék-állományon belül aránya kb. 40%-ra tehető. Ha a más országokon keresztül lebonyolított állampapír vásárlást és az egyéb amerikai szövetségi intézmények által birtokolt állományt is figyelembe vesszük, úgy ez az arány körülbelül 60%-ra emelkedik.

A kínaiak teljes amerikai befektetésállományán belül az elmúlt nyolc év során a rövidtávú befektetések részaránya átlagosan csupán csak 8%-ot képviselt. E megfigyelés fényében azt feltételezem, hogy a jegybank külföldi portfóliójának lejáratú összetétele is hasonló képet mutat, mint a kínaiak által tulajdonolt teljes dolláreszköz-állomány esetében. A vizsgálat során ezért az öt- és tízéves amerikai állampapír hozamokból indultam ki. Az átlagos havi júan-dollár árfolyamon történő konverzióval a hozamok szembeállíthatóvá váltak a sterilizáció költségeivel. Ezenfelül azt feltételeztem, hogy a jegybank a kamatbevételeket nem tőkésíti, hanem azt a sterilizációs költségek fedezésére fordítja. Mindezek figyelembevételével 2003 áprilisa és 2010 decembere között a devizatartalékokon megkeresett éves hozam átlagosan 3,32% volt az ötéves, míg 4% volt a tízéves államkötvények esetén.

A 30. ábra a PBC devizatartalék-állományának becsült havi hozamát és a monetáris sterilizáció költségének időbeli alakulását mutatja 2003 áprilisa és 2011 júniusa között. Az exponenciálisan növekvő tartalékállománynak és a – 2008 őszéig – növekvő dollár hozamszinteknek köszönhetően látható, hogy a bevételek közel a teljes periódus alatt fedezeték a sterilizációs költség felső küszöbértékét.

30. ábra
A sterilizációs költségek és a devizatartalékon megkeresett hozam alakulása, 2003-2011,
milliárd jüan



Forrás: saját szerkesztés a CEIC, US. Treasury, Bloomberg LP adatsorai alapján

Megjegyzés: A sterilizációs költségek esetében a 2011. év első hat hónapjának adatai – adatsor hiányában – becsült értékek. Azt feltételeztem, hogy a CBB kötvényekre fizetett hozamok emelkedése révén a sterilizációs kötvények költségterhe – a 2010. évi növekedés átlagával azonos mértékben – évente 33%-al gyarapszik. A kötelező és a szabad jegybanki betétekre fizetett hozamok változatlansága mellett, a jegybanki betétállomány esetén a teljes periódus során megfigyelt átlagos évi 29%-os növekedést vetítettem előre.

A 30. ábrán a bevételek és költségek közötti rés 2007 őszeig tartó növekedése látható. Ezt követően, az amerikai másodlagos jelzáloghitel-válság okozta pénzügyi feszültségek eredményeként a FED 2007 második felétől agresszív lazításba kezdett, amely a piaci hozamok esését indukálta. A globálisan csökkenő hozamszintek hatása 2008 utolsó negyedében Kínába is begyűrűzött, aminek következtében a sterilizáció költségterhe mérséklődött. Az európai államadósság-problémák eszkalálódásával 2010 második felében, valamint 2011 júniusától azonban tovább mérséklődik a deviza-felhalmozás jövedelmezősége, amely abban nyilvánul meg, hogy az ötéves hozamok esetén a becsült bevételek már nem fedezik teljes egészében a sterilizáció költségének becsült felső határát. E képet tovább árnyalja az elmúlt évben tapasztalt fogyasztói árindex gyorsuló növekedése, aminek fényében a kötelező-tartalékráta további emelése sem zárható ki.¹²⁵

¹²⁵ A kötelező tartalékrátát a jegybank 2010 óta tizenkét alkalommal, 650 bázisponttal, 21,5%-ra emelte. Egy 50 bázispontos emeléssel a piaci elemzők szerint kb. 350-400 milliárd jüan pénzkínálat vonható ki a piacról.

A várható bevételek és költségek alakulására 2014 decemberéig készített prognózis¹²⁶ szerint a sterilizációs költségek felső határa egyre növekvő mértékben haladja meg a külföldi eszközállományon megkeresett hozam alsó sávját – 2014 végére már több mint 40%-al. A felső hozamszint azonban az idő előrehaladtával is kellő fedezete nyújt a sterilizáció költségeire.

Megvizsgáltam egy olyan esetet is, amikor a kínai devizatartalék-állomány döntő részét rövidebb futamidejű – egy- illetve kétéves – amerikai államkötvényekbe helyeznék el. Egy ilyen forgatókönyv esetén a teljes periódus alatt 2,4%, illetve 2,6% lenne az átlagos éves hozamráta, aminek következtében a bevételek már 2008 márciusa után nem fedeznék a sterilizációs költségek alsó határát.

A költségek elemzése során nem hagyható figyelmen kívül az a tény sem, hogy Kína jelentős veszteségeket volt kénytelen elkönyvelni az amerikai eszközfedezetű értékpapír-állományon a válság során, ami a sterilizáció általam bemutatott terhét bizonyára tovább növeli.

A 2010 év végi árfolyamot és az állampapír-piaci hozamokat a jövőben konstansnak feltételezve, a devizatartalékok 41%-os csökkenésére lenne szükség ahhoz, hogy a bevételek alsó sávja a sterilizációs költségek alsó sávját értsék. Egy ilyen forgatókönyv a jelenlegi árfolyam- és kereskedelem-politikai prioritások mellett azonban aligha képzelhető el a közeljövőben.

A monetáris sterilizáció vizsgálata során az eddigiekben pusztán a pénzkínálatot szűkítő intézkedések közvetlen költségeinek terhét számszerűsítettem. Nem vettem figyelembe azokat a közvetett költségeket, amelyek a sterilizációs politika pénz- és reálpiacon egyensúlyt eltérítő hatásaiból származtathatóak. Így példának okáért az alulértékelt jüan okozta kapacitástöbbletek káros hatásait, a magas tartalékráta magánszektorra áthárított költségeit, a felértékelés miatt bekövetkező árfolyam-veszteség mértékét,¹²⁷ valamint a növekvő devizatartalék okán kialakuló alacsonyabb belföldi keresletet.

Eltekintve e közvetett költségektől, azok a tévhitek, miszerint a monetáris sterilizáció fenntarthatatlan folyamatot szült a kínai gazdaságban, úgy hiszem, nem állják meg a helyüket. A szó szoros értelemben vett költség–haszon elv értelmében legalábbis biztosan nem, hiszen

¹²⁶ A bevételek extrapolálása során a 2011. júniusi amerikai államkötvény hozamokat változatlanok tekintettem a devizatartalék-állomány évi 32%-os növekedését feltételezve. A sterilizációs költségek esetében a CBB költségteher évi 33%-os, míg a jegybanki betétállomány évi 29%-os növekedését vetítettem előre. A kötelező és a szabad jegybanki betétekre fizetett hozamokat változatlanok vettem.

¹²⁷ Bár az árfolyam veszteség nem egy explicit kiadás a jegybank számára, annak mértéke nem elhanyagolható. A két felértékelési periódus során (2005-2008, valamint 2010-) ugyanis kb. 2935 milliárd jüan árfolyamveszteséget volt kénytelen elkönyvelni a jegybank.

az egyre növekvő devizaeszköz-állomány tőkejövedelme bőven elégségesnek mondható fedezetet nyújtott a monetáris sterilizáció költségeinek fedezésére az elmúlt évtized során.

6.4. A sterilizáció hatékonyságának és költségoldalának összefoglalása

A fentiekben arra kerestem a választ, hogy az árfolyam-szabályozás fenntartása érdekében folytatott sterilizációs intézkedések milyen hatásfokkal semlegesítették a devizabeáramlás likviditásnövelő hatását, valamint e gazdaságpolitikai gyakorlat mekkora költséget rótt a monetáris hatóságra. Az elvégzett kétfokozatú legkisebb négyzetek regresszió eredményeképpen láthattuk, hogy a jegybank a monetáris bázist tekintve közel teljes, míg az M2-kínálatot nézve csak fél sikerrel volt képes a valutakínálat növekedését semlegesíteni. Napjaink gyorsuló inflációjának, illetve a sterilizáció korlátainak ismeretében azonban kérdéses, hogy a monetáris politika hosszú távon is képes lesz-e a társadalmi feszültségek egyik leggyakoribb kiváltó okát, az árszínvonal emelkedését megfékezni a jelenlegi árfolyamrendszer fenntartása mellett.

Mindezek fényében, továbbra is nyitott marad a sokak által feltett kérdés, hogy a nagyhatalmi státuszra és – talán – kulcsvaluta pozícióra törekvő egyre nyitottabb gazdaság miképpen lesz képes fenntartani a szigorúan szabályozott árfolyamrendszerét úgy, hogy közben növekvő teret enged a külföldi tőkének. A jelenlegi stabilizációs-sterilizációs gyakorlat nem tűnik fenntarthatatlan folyamatnak, ha csak a sterilizációs politika explicit költségeit vesszük számításba. Ha azonban a közvetett, társadalmi-politikai költségeket is figyelembe vesszük, már egészen más kép rajzolódik ki. Éppen ezért szükség van az olyan típusú kutatásokra, amelyek az implicit költségek számszerűsítését tűzik ki célul annak érdekében, hogy a kínai sterilizáció fenntarthatóságának a kérdését pontosabban meg tudjuk válaszolni.

7. Kína jegybankjának monetáris függetlensége: a Trilemma

A jüanárfolyam menedzselése a monetáris sterilizáció hatékonyságának, valamint költségoldalának elemzésén túl felveti a monetáris függetlenség kérdését is. Az árfolyam szigorú koordinációja ugyanis folyamatos cselekvésre kényszeríti a jegybankot. Egyik oldalon a devizapiaci intervenció, másik oldalon pedig a sterilizáció tartja készenlétben a monetáris döntéshozókat. Ha a jegybank a többletlikviditást nem semlegesítené a jegybanki források felduzzasztása révén, az komoly eszközár-növekedést, valamint inflációt eredményezne. Annak ellenére, hogy az explicit költségek és bevételek tekintetében a sterilizáció nem jelent közvetlen terhet a jegybank számára, a közvetett költségeken keresztül azonban rendkívüli módon kiegyensúlyozatlanná és torzzá teszi Kína reálgazdaságát. A magas tartalékráta miatt a magánszektorra áthárított terheken, az árfolyamrögzítés inflációs költségén, valamint a devizaállományon elszenvedett árfolyamveszteségeken túl feltételezhetően a monetáris politika mozgásterét is szűkül.

Tekintettel a tőkeliberalizáció eddigi folyamatára, valamint a külföldi felértékelési nyomás miatt az országba beáramló illegális- és forrótőkére, a rendkívül szűk sávban menedzselte valutaárfolyam fényében felmerülhet a kérdés, hogy a jegybanki intézkedések monetáris transzmissziója milyen mértékben hatékony – azaz Kína monetáris függetlensége sérült-e az elmúlt évek során? Kína monetáris politikájának részletes elemzése során éppen ezért elengedhetetlennek tartottam a kutatás ez irányú kiterjesztését. A monetáris célok érvényesítésének hatékonyságromlása ugyanis alááshatja a jelenlegi gazdaságpolitika berendezkedését, amely alapjaiban veszélyeztetheti a kínai gazdaság dinamikus növekedését, áttételesen pedig a globális gazdaság bővülését.

A 90-es évek válságsorozata rávilágított a pénzügyi integráció és az árfolyamrögzítés együttes kombinációjának az árnyoldalaira.¹²⁸ A pénzügyi piacok globális színterén komoly turbulenciát okozó, a feltörekvő országok egész sorát érintő válságsorozat¹²⁹ közös jellemzője a nemzeti valutákat kisebb–nagyobb mértékű rögzítése és a tőkeliberalizáció felgyorsítása volt. A válság tanulságait levonva a feltörekvő gazdaságok intenzív devizatartalék-

¹²⁸ Míg az árfolyamrögzítés a kezdetekben jelentős anti-inflációs eredménnyel járt, hosszabb távon azonban a pénzügyi integráció erősödésével egy „csapdát” jelentett. A menekülő tőke előbb-utóbb mindenhol az árfolyamrögzítés eltörlését eredményezte, komoly reálgazdasági válságot és gazdasági depressziót eredményezve (Obstfeld, Rogoff; 1995; Eichengreen, 1999).

¹²⁹ 1994 Mexikó, 1997 Tájföld, Indonézia és Korea, 1998 Oroszország és Brazília, 2000 Argentína és Törökország

felhalmozással igyekeztek nemzetközi kereskedelmi pozícióikat megerősíteni és egyfajta védelmet, puffert képezni a nem várt, jövőbeli pénzügyi sokkokkal szemben. A legtöbb esetben gyenge árfolyamon rögzített valuta egyrészt jelentős versenyelőnyt, másrészt kiszámíthatóbb, tervezhetőbb kereskedelmi kondíciókat teremtett az azt alkalmazó országok számára. E merkantilista típusú gazdaságpolitikai gyakorlat azonban kényszerhelyzetet is szül. Az intenzív devizaintervenció révén bővülő hazai pénzkínálat ugyanis komoly inflációs kockázattal jár, amely alapjaiban veszélyezteti a jegybankok többsége által végső célnak tartott pénzügyi stabilitást.

7.1. A „lehetetlen szentháromság”

A monetáris trilemma, azaz a „*lehetetlen szentháromság*” tézise szerint egy ország a monetáris függetlenség, az árfolyamrögzítés és a tőkepiac nyitottsága (liberalizált tőkemérleg) közül csak kettőt képes egyidejűleg megvalósítani.¹³⁰ A trilemmából eredő választási lehetőségeket a 31. ábrán látható háromszöggel illusztráltam. A csúcsok egy-egy gazdaságpolitikai berendezkedést testesítenek meg, amik a hozzájuk tartozó oldalak által szimbolizált monetáris gyakorlat mellett valósíthatóak meg.

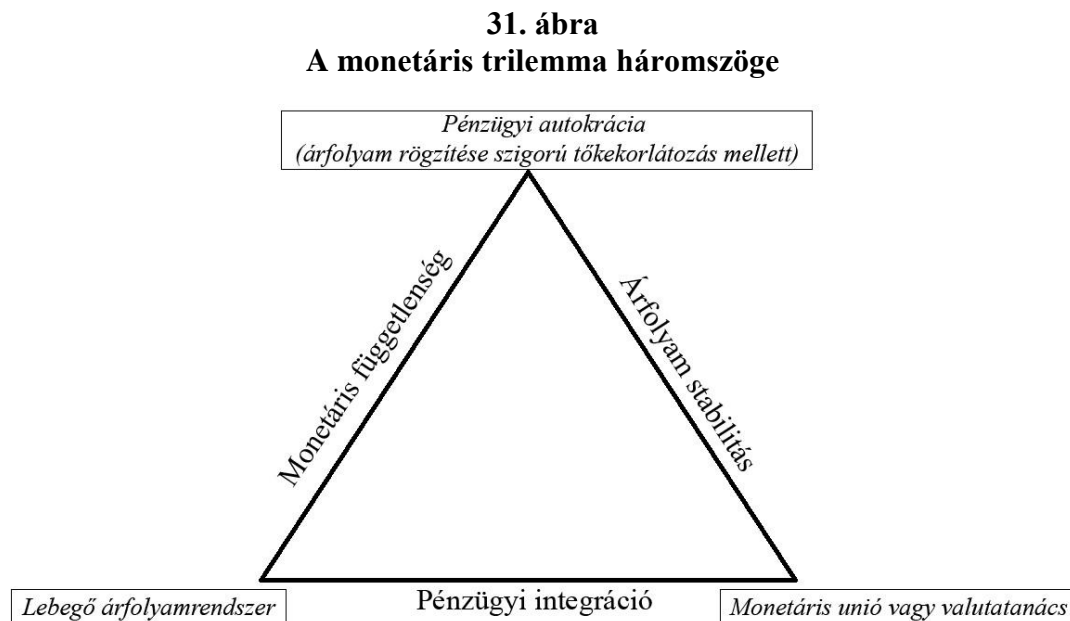
A legfelső csúcs zárt pénzügyi piacot, pénzügyi autokráciát szimbolizál, amely lehetővé teszi a devizaárfolyam rögzítését (*soft peg*) a monetáris függetlenség elvesztése nélkül. Mindezek érdekében a határon átnyúló tőkeáramlást szigorú kontroll alatt kell tartani. Ilyen típusú gazdaságpolitikai gyakorlat jellemezte a fejlődő országok csoportját az 1980-90 –es években, valamint jellemzi Kínát napjainkban.

A baloldali a csúcson lebegő árfolyamrendszert ábrázoltam, amelyek a monetáris függetlenség megőrzése mellett szabad (liberalizált) tőkeáramlást tesz lehetővé. Kiváló példája az Egyesült Államok, valamint Nagy Britannia elmúlt három évtizedének gazdaságpolitikája.

Végezetül, a háromszög harmadik, jobboldali csúcsának választásával egyaránt lehetőség nyílik a nemzetközi tőkeáramlás nyújtotta kedvező lehetőségek kihasználására, valamint az árfolyamkockázat eliminálására a rögzített árfolyamrendszeren (*hard peg*) keresztül. Ez utóbbi gazdaságpolitikai berendezkedés azonban a monetáris politika mozgásterének teljes

¹³⁰ A „lehetetlen szentháromság” témakörét a magyar gazdaság vonatkozásában Magas (2011) fejti ki részletesen. Cikkében egy precízen kimunkált makroökonómiai modellel támasztja alá a nemzeti gazdaságpolitikák alkalmazkodásának dilemmáit, valamint rámutat a magyar gazdaság külső és belső egyensúlya között kialakult feszültségekre az elmúlt évek gazdaságtörténeti eseményeinek a fényében.

feladásával jár. Az eurózóna monetáris uniója, valamint Argentína valutatanácsa sorolható e csoportba.



Forrás: saját szerkesztés

A „lehetetlen szentháromság” hármas képtelensége eredetileg *Robert Mundell* és *Marcus Fleming* által egymástól függetlenül, az 1960-as évek elején felvázolt (azóta a szakirodalomban *Mundell-Fleming* néven emlegetett) modelljéből származtatható, amelyben a makroökonómiában közismert *IS-LM* egyensúlymodellt terjesztették ki egy kicsi, nyitott gazdaságra. Azt vizsgálták, hogy a zárt gazdaságra érvényes megfigyelések milyen mértékben módosulnak a külföld, mint „szereplő” kritériumrendszerbe való beemelésével, továbbá, hogy az árfolyamrezsim és a tőke liberalizáció fokának megválasztása miképpen hat a monetáris politika hatékonyságára.

A következőkben bemutatom, hogy mi történik a Mundell-Fleming modellben, egy olyan esetet feltételezve, ahol az árfolyamrögzítés mellett a tőke szabad áramlását preferálja egy a világgazdasági viszonylatban nem meghatározó méretű nyitott gazdaság. Ez a forgatókönyv a trilemma háromszög jobboldali csúcsának választásának felel meg. A fedezetlen kamatparitási feltételek érvényesülésének fényben a hitelesen rögzített árfolyamrendszerben – ahol a belföldi és külföldi államkötvények tökéletesen helyettesítik egymást és ahol a szereplők nem várnak árfolyam-változást – a hazai és külföldi kamatszintek kiegyenlítődnek. Abban az esetben, ha a jegybank a gazdasági növekedés felpörgetése érdekében a monetáris

kínálat bővítése mellett dönt, az a kamatlábak kezdeti csökkenése miatt egy eladási hullámot generál a hazai valutapiacra a kedvezőbb hozamú (külföldi) eszközök megnövekedett keresletén keresztül. A jegybank a fellépő arbitrázserek eredményeként a külföldi valutával szemben megnövekedett többletkereslettel (és ezzel együtt a hazai valuta többletkínálatával) kénytelen szembenézni. Tekintettel arra, hogy a belföldi valuta külföldi pénzben denominált értéke rögzített, a devizaintervenció következtében megnövekedett valutakínálatot (amelyet kezdeti lépésként a jegybank maga szándékozott megnövelni) a jegybanknak – a hazai valutára nehezedő leértékelődési nyomás csillapítás érdekében – semlegesítenie kell. Mindezek eredményeként a monetáris hatóság elveszíti a pénzkínálat – és közvetetten a kamatláb – feletti irányítást. A rögzített árfolyamrendszer és a tőkemérleg egyidejű liberalizálása ezért a monetáris függetlenség elvesztésével jár. A nyíltpiaci műveletek nem alkalmasak a monetáris kínálat és a kamatlábak befolyásolására, azok pusztán a jegybanki mérleg hazai és külföldi eszközeinek átcsoportosítását eredményezik. A belföldi hozamszint a horgonyország monetáris politikájának célrendszerétől és annak kamatpolitikájától válik kiszolgáltatottá. Ennek a konfigurációnak talán egyik legtokéletesebb történelmi példája az aranystandard rendszere volt. A rögzített árfolyamrendszer és a nagyfokú pénzügyi nyitottság a monetáris függetlenség teljes hiányát eredményezte, amely a kamatlábak és az infláció gyors tovaterjedésén keresztül öltött alakot. Árfolyam-kiigazításokra csakis rendkívüli esetekben és nemzetközi kooperációval kerülhetett sor.

Ha a fenti példában említett gazdaság nagyfokú pénzügyi integráció mellett kívánná megőrizni a monetáris politikájának függetlenségét, azt a valuta lebegtetésével tudná megvalósítani (a háromszög baloldali csúcsa). Folytatva az előző gondolatmenetet, rugalmas árfolyamrendszer esetén a megnövekedett monetáris kínálat a csökkenő kamatlábakon keresztül a járadékvadász tőke országból való kiáramlását eredményezi, amely a valuta leértékelődésével jár. Ez esetben azonban a monetáris politika hatékony marad. A csökkenő kamatlábak ugyanis ösztönzőleg hatnak a beruházásokra, a kiáramló tőke okozta leértékelődés pedig a növekvő exportbevételeken keresztül pozitívan hat a gazdaság bővülésére. A feltörekvő gazdaságok többsége az 1990-es évek válságsorozatának lecsengését követően rugalmasabb árfolyam-politikai gyakorlatra tért át a tőkeliberalizáció folyamatának körütekintőbb folytatása mellett. Azt is mondhatjuk, hogy a nemzetközi monetáris gyakorlatban a trilemma háromszög jobb alsó csúcsából a bal alsó csúcsa felé történt elmozdulás.

Harmadik forráskönyv szerint, a monetáris függetlenség és a rögzített árfolyamrendszer fenntarthatósága érdekében szigorú kontroll alatt kell tartani a nemzetközi tőkeáramlásokat

(háromszög felső csúcsa). A tőkemérleg tételeinek adminisztratív szabályozása ugyanis tompítja az arbitrázstőke szabad áramlását, így a belföldi kamatlábak alakulása függetleníthető a külföldi kamatoktól. A monetáris politika ez esetben úgy működik rövidtávon, mint egy zárt gazdaság esetén: a jegybank szabályozza a monetáris kínálatot. Annak emelésével közvetetten csökkenteni tudja a piaci kamatlábakat. A Bretton Woods rendszere és a kínai gazdaság nyitott kapuk politikáját megelőző periódusa (és részben napjaink gyakorlata) jó példája ennek a monetáris berendezkedésnek.

Az előzőekben bemutatott példák csupán tankönyvi esetek voltak. A valóságban nem képzelhető el olyan speciális eset, amikor a gazdaságpolitika a trilemmából eredő választás szó szerinti kényszere alá kerülne. Ráadásul a függetlenség, mint monetáris cél, nem is szerepel a jegybankok explicit céljai között. A monetáris hatóságok valójában a pénzügyi integráció és az árfolyamlebegtetés egy bizonyos kombinációjának megvalósítására törekcszenek, ami a hatékonyságot, azaz a monetáris függetlenséget *ex post* határozza meg. Árfolyamrendszerek tekintetében sem beszélhetünk pusztán lebegtetett vagy szigorúan rögzített árfolyamról. Nagyon ritka a valutaunió szó szerinti értelmezése, és éppúgy nem gyakoriak a tisztán lebegtetett¹³¹ rendszerek, hiszen a központi bankok diszkrecionális jelleggel beavatkoznak a devizapiacokon, amely a menedzselt (piszkos) lebegtetés különböző formáinak létrejöttét eredményezi.

A pénzügyi integráció terén is széles az átmenet. Teljesen nyitott tőkepiacú gazdaság valójában nem létezik.¹³² A tőke korlátozásának valamilyen formája minden ország esetében megfigyelhető. Mindezek fényében a trilemmából eredő három tiszta eset csupán elméletben létezik. Ennek ellenére a neo-keynesi irányzat egyik fő paradigmájaként számon tartott monetáris trilemma implikációit mind az akadémikusok, mind a gazdaságpolitikai döntéshozók elfogadják és figyelembe veszik.

Az árfolyam-történelmi tapasztaltok fényében a monetáris trilemma célváltozóinak fordított arányossága figyelhető meg. Aizenman et al. (2008) regresszió analízissel vizsgálta az indexek változásának egymásra gyakorolt hatását. Eredménye szerint a trilemma változóinak különböző együtthatókkal súlyozott összege mindig konstans volt, ami a három monetáris cél

¹³¹ Calvo és Reinhart (2002) a „Félelem a lebegtetéstől” című sokat citált tanulmányukban rámutattak arra, hogy a feltörekvő piaci válságokat követően azon gazdaságok esetén, ahol *de jure* szabad lebegtetést (*free float*) jelentettek be, a valóságban rövid időn belül egy intervenciókkal koordinált piszkos lebegtetésre került sor. Ennek oka véleményük szerint a szabad lebegtetéstől való félelemre vezethető vissza. Ez is azt a feltevést támogatja, hogy szabad lebegtetés csak nagyon kevés valuta (dollár, euró, jen) esetén valósul meg.

¹³² Az AREAER 2009-es kiadványa szerint még a világ egyik legnyitottabbnak tartott gazdasága – az Egyesült Államok – esetében is a tőkemérleg nyitottságát mérő 13 vizsgált feltétel közül 7 esetben valamilyenfajta korlátozás volt érvényben.

trade-off hatását verifikálta.

A „lehetetlen szentháromság” legfőbb üzenete a gazdaságpolitikai mozgástér szűkösségében rejlik. Ha a monetáris hatóságok a célok meghatározása során a trilemma egyik változóját, példának okáért a pénzügyi integráció mélységét kívánják növelni, akkor az a másik két változó, azaz a monetáris függetlenség és a rögzített árfolyam, egyidejű – de nem egyforma arányú – gyengülésével jár.

A reform és nyitás politikájának kezdetével, majd a 2000-es évek elején meghirdetett *Go Global* stratégia égisze alatt Kína monetáris politikájának cél- és súlyrendszere jelentős átrendeződésen ment keresztül. A növekvő fizetésimérleg aktívum és a magánszektor devizakiáramlásának korlátozása jelentős devizatartalék-felhalmozást tett szükségessé, ami a másik oldalon folyamatos sterilizációs kényszer alatt tartotta a jegybankot. A menedzselt árfolyam és a fokozatos tőkepiaci nyitás fényében arra kerestem a választ, hogy a monetáris trilemma implikációja érvényes tudott maradt-e e Kína esetében az elmúlt bő másfél évtized során.

7.2. A trilemma változóinak mérése: a módszertan

A trilemma változóinak számszerűsítése nagy kihívást jelent a közgazdászok számára, hiszen nincs egyetlen olyan széles körben elfogadott módszertan, amellyel az árfolyam rugalmassága, a monetáris politika hatékonysága, valamint a pénzügyi integráltság foka pontosan, összehasonlítható módon mérhető lenne. A következőekben, a szakirodalomban által használt módszerek, valamint a kutatás alapjául szolgáló technikák bemutatására kerül sor. Az árfolyam-rendszerek kategorizálása során többnyire a valutaárfolyam volatilitásának foka alapján vonhatóak le következtetések. Leggyakrabban normalizált – 0-tól 1-ig terjedő – mutatószámokkal írják le az árfolyamrendszer karakterisztikáját, de nem ritka a bináris indikátorok használata sem. Az is lényeges, hogy a vizsgálat alapja az árfolyam *de facto*, vagy *de jure* besorolása.¹³³ Egy gazdaság valódi árfolyamrendszere ugyanis gyakran eltér az előre bejelentett, hivatalos árfolyamcélától. Mindezek fényében a monetáris politika aktuális lépéseinek eredményeként kialakuló árfolyammozgások, és nem az előre meghatározott és kihirdetett árfolyamcélok – azaz a *de facto* árfolyam *de jure* árfolyammal szembeni – vizsgálata a célszerű (Obstfeld, Rogoff, 1995; Calvo, Reinhart, 2002; Reinhart, Rogoff,

¹³³ Míg *de facto* árfolyamról utólag, a múltbeli árfolyam alakulásának ismeretében beszélhetünk, addig a *de jure* árfolyam a hatóságok által deklarált árfolyamcélok tükrében értelmezendő. Kína azonban csak ritka kivétellel (2005-2008 között és 2010 nyarat követően) hozta nyilvánosságra árfolyamcéljait.

2004).

Az árfolyamstabilitás méréséhez az USD/CNY átlagos havi árfolyamok éves standardizált eltérését használtam fel az alábbi formában, amely formula értékei 0 és 1 közé esnek. Minél nagyobb értéket vesz fel az ERS mutatója, annál stabilabb az árfolyam.

$$ERS = \frac{0,01}{0,01 + stdev(\Delta(\log(exch_rate)))} \quad (12)$$

Ha a megfigyelt devizaárfolyam egy szűk csatornában mozogva esetenként fel- vagy leértékelődést mutat, az az ERS értékének túlzott mértékű csökkenését eredményezhetné, ami az árfolyam volatilitásának téves értelmezését jelentené.¹³⁴ Annak érdekében, hogy a torzítást elkerüljem, Shambaugh (2004) módszertanához hasonlóan egy küszöbértéket vezettem be. Eszerint, ha az árfolyam havi változásának mértéke nem haladta meg a +/-0,3%-os sávot, akkor az árfolyamot rögzítettnek vettem, azaz az ERS értéke 1-et vett fel.¹³⁵

A monetáris politika hatékonyságának mérése kapcsán már megosztottabb a szakirodalom. Rose (1996) különböző fundamentumok – pénzkínálat, kibocsátás és a kamatláb – változásainak a devizaárfolyamra gyakorolt hatásait vizsgálta. Arra kereste a választ, hogy két gazdaság monetáris politikájának divergenciája mennyire nő az árfolyam változékonyságának növekedésével. A modelljét azonban csak rendkívül gyengén sikerült igazolnia.

A monetáris aggregátumok véleményem szerint nem alkalmasak a monetáris függetlenség vizsgálatára, ugyanis nehéz a pénzkínálatra ható kínálati- és keresletoldali sokkokat megkülönböztetni. A monetáris függetlenség számszerűsítésének talán egyik leghatékonyabb módja a hazai pénzügyi kamatlábnak egy másik – a kereskedelem szempontjából kiemelt jelentőségű – ország pénzügyi kamatlábjával való összehasonlítása (Ghost et al. 1997, Obstfeld et al, 2005; Cheung et al., 2007; Aizenman et al., 2008). A jegybankok többségének célkitűzései között ugyanis valamilyen formában (operatív célként) megjelenik egy megvalósítani kívánt kamatcél. Ha a kamatláb nem is elsődleges fontosságú a gazdaságpolitika célrendszerében szempontjából, arra a monetáris politika lépései közvetetten mindenképpen hatással vannak. Mindezek fényében a kamatláb tűnik a legalkalmasabbnak a monetáris transzmisszió hatékonyságának elemzésére. A vizsgálat tárgyát éppen ezért a hazai

¹³⁴ Még, ha a havi árfolyamváltozás mértéke jelentéktelennek is tűnik, az a standardizált eltérés értékét olyannyira megnövelheti, amely jelentősen csökkenti az ERS mutató értékét.

¹³⁵ Mindezekon felül abban az esetben is rögzítettnek vettem az árfolyamot a teljes év során, ha a 12 hónapból csak egy alkalommal változott a deviza kurzusa, ezzel is kiküszöbölve az egyszerű átértékelések téves értelmezését. Ha az árfolyam három egymást követő hónapból legalább kettő esetben le-, vagy felértékelést mutatott és a maradék 10 hónapból legalább egy alkalommal változott, akkor abban az esetben az ERS mutató 12. képlet szerinti érte került rögzítésre.

és a horgonyország rövidtávú pénzpiacrd5i hozamának korrelációja képezi. Minél nagyobb az eltérés, annál függetlenebb a hazai monetáris hatóság, azaz annál nagyobb a jegybank mozgásterének céljainak elérésére. Az elemzés során választani kellett mindenekelőtt aközött, hogy nominális avagy reálkamatlábak képezzék-e az összehasonlítás alapját. Szabad tőkeáramlás esetén a rögzített árfolyamrendszerben a hazai nominális kamatlábak a bázis ország nominális kamatlábaihoz igazodnak. A fedezetlen kamatparitás a reálkamatlábak esetén azonban hasonló kiegyenlítődéset már nem eredményez automatikusan. A reálárfolyamban bekövetkező változások a monetáris autonómiával nem rendelkező országok esetén is okozhatnak reálkamatláb eltéréseket. Tekintettel az előző megállapításokra, az elemzés során az amerikai pénzpiac és a kínai pénzpiac (*Chibor*) három hónapos kamatlábának korrelációját vizsgáltam éves bontásban.

$$MI = 1 - \frac{1 + \text{corr}(i_{China}, i_{USA})}{2} \quad (13)$$

, ahol az *iChina* a három hónapos kínai pénzpiaci, míg az *iUSA* a három hónapos amerikai pénzpiaci kamatláb, az *MI* pedig a monetáris függetlenség mutatója, amely 0 és 1 közötti értékeket vehet fel.¹³⁶ A magasabb *MI* értéke nagyobb monetáris függetlenséget implikál. Tekintettel az *MI* index havi értékeinek volatilitására, az éves *MI* indexet mozgóátlaggal – a $t-6$, a t és $t+6$ időpont értékeinek átlagát véve – simítottam.

A harmadik változó, amely a tőke szabad áramlásának – és egyben a tőkekorlátozások hatékonyságának – a fokát hivatott mutatni, minden bizonnyal a legnehezebben számszerűsíthető index. A legtöbb ezzel foglalkozó szakirodalom az *IMF Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions* című kiadványában használt táblázat bineáris (0/1) indexeinek átlagolásából indul ki (Johnson et al, 1998; Quinn, 1997; Miniane, 2004; Chinn et al, 2008). Az évente kiadott tanulmányban országonként kerül bemutatásra, hogy az egyes folyó– és tőkemérleg tételek tekintetében van-e bármiféle korlátozás érvényben a vizsgált időszakban.¹³⁷ Az ilyen technikára épülő mutatók *de jure* mutatók, hiszen a hatóságok tőkeszabályozási szándékát tükrözik, és nem vizsgálják a

¹³⁶ Az *MI* mutató értéke a következőképpen értelmezendő. A vizsgált hozamok tökéletes együttmozgásakor (korreláció = 1) az index 0, míg teljes divergencia esetén (korrelációjuk = -1) 1-es értéket vesz fel. A 0 korrelációs együtttható esetén ($MI=0,5$) nem mutatható ki függőségi viszony a vizsgált országok kamatszintjei között. Mindezek fényében a 0,5 fölötti érték a monetáris függetlenséget jelentheti. A függetlenség annál erősebb minél közelebb van a mutató az 1-hez. Mindazonáltal óvatosan kell bánni a 0,5 közeli értékkel, hiszen ha a monetáris hatóság a kamatpolitika helyett egyéb eszközökkel igyekszik céljait megvalósítani (tartalékráta politika, window guidance), az akár a monetáris függetlenség téves értelmezését is eredményezheti.

¹³⁷ A működőtőke-áramlás, a portfólióbefektetés, a banki és egyéb hitelezési tevékenység mentén tizenhárom kategóriába sorolta az IMF a tőkeáramlások lehetséges kategóriáit.

tőkeáramlás valós időbeli alakulását. Prasad et al. (2003) is erre a hiányosságra hívta fel a figyelmet. Úgy véli, hogy az ilyen típusú indexek nem alkalmasak a tőkekorlátozások intenzitásának és végrehajthatóságának mérésére.

A szabályozási környezet keretrendszerét mérő *de jure* mutatóktól merőben eltérnek a kamatparitási feltételek érvényesülését elemző módszerek. Kína tőkeszabályozásának hatékonyságát vizsgáló korábbi, 4. fejezetben láthattuk, hogy az adminisztratív tőkekorlátozások esetén miként sérül a fedezett kamatparitás feltétele. Mindazonáltal e technika csak feltételezéseket enged megfogalmazni számunkra, hiszen a szűkülő hozamrés nem feltétlenül a szabályokat kijátszó tőkeáramlás intenzitásának növekedését jelenti. A 23. ábrán láthattuk, hogy 2003 és 2005 között, valamint 2009-et követően a hozameltérés csökkent, miközben az illegális tőkebeáramlás (26. ábra) mennyiség időben nem nőtt – sőt arányaiban inkább csökkent!

A nemzetközi tőkeáramlás intenzitásának foka statisztikai eszközökkel is számszerűsíthető. A sterilizáció hatékonyságát vizsgáló korábbi fejezetben alkalmazott regresszióanalízissel úgynevezett *semlegesítési együtthatót* becsültem, amely a külföldi tőkebeáramlás hazai pénzkínálat változásaira történt reakcióját számszerűsítette. E szerint minél intenzívebben és szignifikánsabban változik a jegybank nettó külföldi eszközállománya – azaz közvetetten a deviza be- és kiáramlása – a hazai monetáris környezet változásainak fényében, annál nyitottabbnak mondható egy ország gazdasága. A kapott semlegesítési együttható szerint a külföldi tőke mozgása a monetáris kondíciókban bekövetkezett változásokat 89%-ban lekövette, ami a tőke kellőképpen nagy rugalmasságát jelezte. Az eredményt azonban csak fenntartással szabad kezelni, hiszen az nem csupán a tőkeműveleteket, hanem az összes – így a folyó elszámolások – devizamozgását is tartalmazza. Mindazonáltal az elemzés során kapott becslés csak egy megadott intervallumra (jelen esetben 15 évre) értelmezhető. Az semlegesítési koefficiens időbeli változásához szükséges gördülő (*rolling*) regresszióhoz azonban lényegesen csökkenteni kellene az elemszámot, amit azonban a becslés robusztusságának és megbízhatóságának a kárára lehetne csak kivitelezni.

Xiao et al. (2006) a tőkeáramlások időbeli alakulására fókuszált a gazdaság méretének függvényében, továbbá annak volatilitásából vont le következtetéseket a tőkekorlátozások hatékonyságáról. E módszer sem tökéletes azonban, hiszen – mint láthattuk – egy ország kereskedelmi nyitottságának növekedésével feltételezhetően megnő annak a valószínűsége, hogy a tőkekorlátozásokat kijátszó tőke a folyó fizetésimérleg tételein keresztül jut be és áramlik ki – például túl- és alul számlázással – az országból.

Chinn et al. (2008) a pénzügyi nyitottságot mérő mutató kialakítása során a tőkemérleg

korlátozásán túl figyelembe vette a folyó fizetésimérleg restrikción, a kettős árfolyamrendszer esetleges létezését, valamint az exportbevételek deviza-beszolgáltatással kapcsolatos kötelezettségeit. Vizsgálatuk egyedülállóan hosszú időintervallumra (1970 – 2005) és széles körre (181 országra) terjedt ki.

A fentiekben említett problémák és hiányosságok ismeretében úgy került kialakításra a pénzügyi nyitottságot mérő mutató, hogy figyelembe vettem egyrészt a Chinn-Ito-féle tőkeliberalizációs index segítségével a monetáris hatóságok tőkeszabályozási szándékát (*de jure*), másrészt pedig a tőkeáramlás nagyságának alakulását (*de facto*) a GDP arányában¹³⁸. A tőkeáramlás esetén a tőkemérleg tételein túl a szabályokat kijátszó tőkét is igyekeztem számításba venni.¹³⁹

7.3. A trilemma érvényessége a felhalmozódó jegybanki tartalékok fényében

Mielőtt az ismertetett módszertan segítségével bemutatásra kerülne a monetáris trilemma változóinak időbeli alakulása, megvizsgálom a jegybanki tartalékok és a trilemma háromszög lehetséges összefüggéseit.

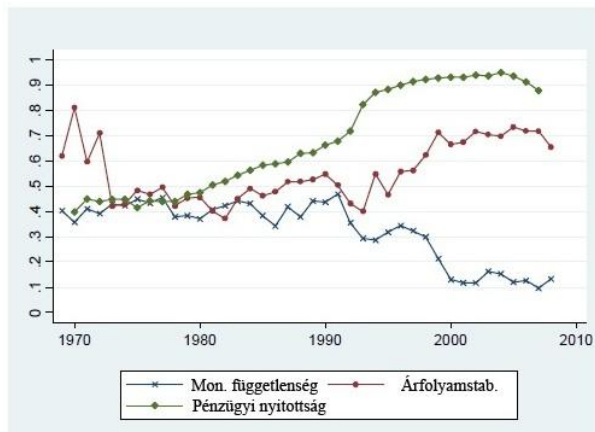
Aizenman et al. (2008, 2010) arra a következtetésre jutott, hogy a jegybanki devizatartalékok GDP-hez viszonyított arányának növelésével a trilemmából eredő kötöttségek mérsékelhetőek. E megállapításra egy több mint 100 országra kiterjedő vizsgálat során mutatott rá, amelyben országonként vizsgálta a trilemma mutatóinak alakulását. A kutatási eredményének egy részét a 32. ábra mutatja.

¹³⁸ A két megközelítés során kapott mutatót egyenlő súllyal alkalmaztam.

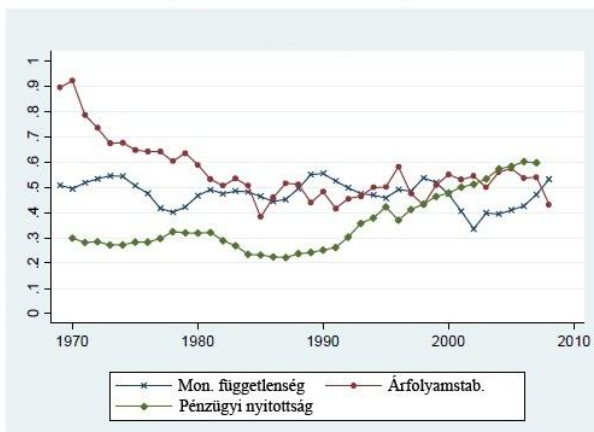
¹³⁹ A következő tételeket vettem figyelembe tőkeáramlás alatt bruttó módon: a tőkemérleg egyes sorai (FDI, portfólió tőke, egyéb tőke) plusz az export és import összegének 7,6%-a, valamint a nettó hibák és kihagyások egyenlege. Ez utóbbit Prasad et al. (2005b) nyomán az illegális tőkeáramlás egyik csatornájának vettem. Kína Devizahatósága 2011 óta teszi közzé számításait a korlátozásokat kijátszó illegális tőke becsült volumenével kapcsolatban. Kalkulációjuk szerint 2009 óta a devizatartalék-növekmény 7,6%-a származtatható az ilyen típusú tőkebeáramlásból. Mivel erre vonatkozóan más nyilvánosan elérhető adat nem elérhető, így a vizsgált időszak alatt azt feltételeztem, hogy a folyó kereskedelmi csatornán regisztrált tőkeáramlás 7,6%-a illegális tőke. Forrás: People Daily, <http://english.peopledaily.com.cn/90001/90778/90862/7291917.html>

32. ábra: Monetáris trilemma indexek időbeli alakulása az iparosodott és feltörekvő országokban

(a) Iparosodott országok



(b) Feltörekvő országok



Forrás: Aizenman et al, (2010)

A fejlett, iparosodott országok csoportja esetén érvényesülni látszik az a fordított arányosság, amely a trilemma téziséből következik (32.a. ábra). A pénzügyi nyitottság mutatójának a 2008-2009-es pénzügyi világválság kirobbanásáig tartó növekedése azt az „új” liberalizációs szemléletmódot tükrözte, amely a huszadik század utolsó, és a huszonegyedik század első évtizedének túlnyomó részét jellemezte. Az árfolyamstabilitás emelkedését egyrészt az eurózóna létrejötte, másrészt az alacsony volatilitású globális makrókörnyezet tette lehetővé. E két változó növekedésével ellentétben, a monetáris függetlenség indexe azonban folyamatos csökkenést mutat az 1990-es évek kezdete óta.

Más a helyzet azonban a feltörekvő gazdaságok esetén. Míg az árfolyamstabilitás és a monetáris függetlenség mutatója az elmúlt két évtized során vízszintes mozgást írt le, addig a pénzügyi integráltság indexe emelkedett (32.b. ábra). E növekedés a másik két mutató értékének érdemi esése nélkül valósult meg, amely ellentmond a monetáris trilemma tézisének. Abból, hogy az elmúlt évtized során a trilemma mindhárom mutatója az ábra közepe felé konvergált, arra lehet következtetni, hogy a monetáris trilemmából eredő kötöttségek e gazdaságok csoportja esetében nem érvényesülnek.

E megfigyelés a monetáris trilemma keretrendszerének – új változóval történő – kiterjesztését teszi szükségessé.

7.4. Tartalékfelhalmozás: biztonsági öv a nemzetközi turbulenciák ellen

A globális pénzügyi integrációt elősegítő kooperációs folyamatok alaposan átalakították a világ geopolitikai térképét. A korábbi három csúcshatalom – USA, EU és Japán – mellett Kína és a feltörekvő országok csoportja új súlyponti entitásként került a világgazdaság

erőterébe.¹⁴⁰ A pénzügyi globalizáció a termelés dinamikus bővülése mellett azonban számos nem kívánt hatást eredményezett. A tőke szabadabb áramlása rendkívüli módon megnövelte a pénzügyi instabilitásból – a pénzpiaci források hirtelen elapadásából, a tőkemenekülésből (*deleveraging*) – származó kockázatokat a fejlődő világban. Az 1994-95-ös mexikói, az 1997-98-as ázsiai és orosz, és a 2001-2-es argentin válság rávilágított az „új” pénzügyi világrend buktatóira. A kereskedelmi devizaáramlások volatilitása ellen védelmet nyújtó jegybanki tartalékok korábbi szintje a legtöbb fejlődő és feltörekvő országban – Kína erős kivételével – nem bizonyult elegendőnek a leértékelődési válságok elkerülése ellen.

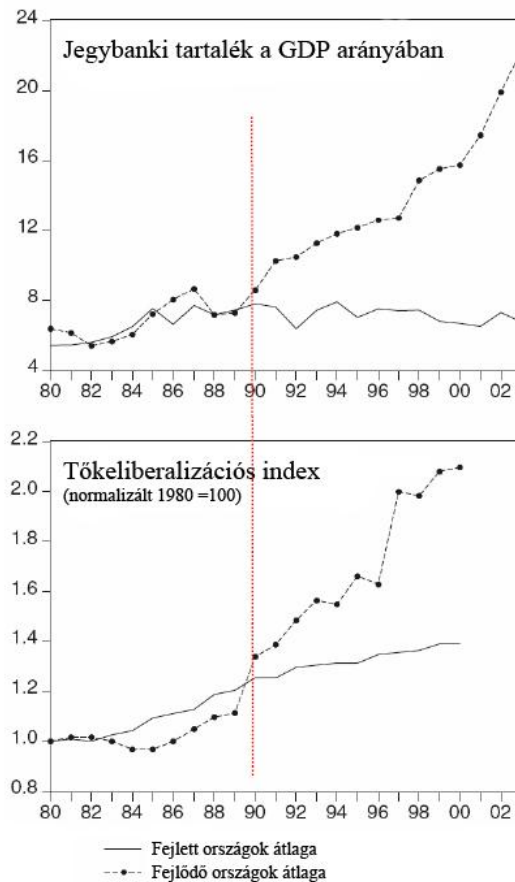
A recesszió múlásával a feltörekvő országok a tőkemérleg korlátozások további leépítésével, rugalmasabb árfolyam-politikai célok előtérbe helyezésével, valamint jegybanki tartalékfelhalmozással igyekeztek ellenállóbbá válni a jövőbeni, nem várt világgazdasági turbulenciákkal szemben. A fejlődő és feltörekvő országok csoportjának devizafelhalmozása közötti különbséget a 33. ábra szemlélteti. Míg az iparosodott országok csoportjának átlagos jegybanki devizaeszköz-állománya a gazdaság kibocsátásának 6%-a körül alakult, ez az arány a fejlődő és a feltörekvő csoport esetén dinamikus ütemben emelkedni kezdett a tőkeliberalizációs folyamatok felgyorsulásával. Bár az említett ábra csupán 2002-ig mutatja a devizatartalékok alakulását, a szakirodalom szerint az átlagos tartalékráta jelenleg kb. 27-30% között helyezkedhet el a fejlődő és feltörekvő országok csoportja esetén. Mindent egybevéve ezek az országok birtokolták a globális tartalékok 65%-át 2010-ben!¹⁴¹

A feltörekvő országok jegybanki tartalékállományának szignifikáns növekedése mögött a nemzetközi tőkeáramlás intenzívebbé válása és a tőkeliberalizációs folyamatok felgyorsulása állhat, amely feltételezést a tőkemérleg-liberalizációs index és a devizatartalék-állomány egyidejű emelkedése támaszt alá (33. ábra).

¹⁴⁰ PPP árfolyamon számolva a feltörekvő és fejlődő országok a világ össztermésének már több mint a felét adták 2010-ben!

¹⁴¹ Forrás: IMF COFER

33. ábra
Tartalék-felhalmozás és a tőke liberalizáció kapcsolata



Forrás: Aizenman et al. (2007)

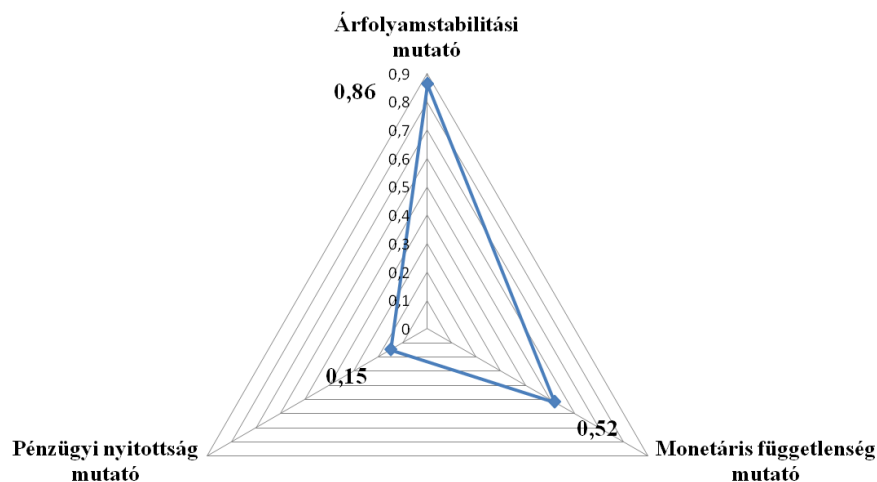
A liberalizációs folyamatok felerősödésével a rövidtávú, járadékvadász tőkeáramlással járó instabilitási kockázatok fedezése a korábbi konvencionálisnak tartott szinteknél¹⁴² lényegesen intenzívebb tartalékfelhalmozást tesz szükségessé a feltörekvő gazdaságok részéről. A megfigyelések szerint azoknál az országoknál magasabb ez az arány, ahol a jegybank az árfolyam menedzselése érdekében rendszeres sterilizációs műveleteket folytat. Ennek legkiválóbb példája Kína és India esete. Az okok között domináns szerepe van annak, hogy a pénzügyi kultúra hiánya és a pénzügyi közvetítőrendszer infrastrukturális fejletlensége nem teszi lehetővé az olyan swap megállapodások létrejöttét, amik pufferként szolgálhatnak a

¹⁴² Egy klasszikus hüvelykujj szabály szerint egy gazdaság akkor ellenálló a külföldi sokkokkal szemben, ha devizatartalékainak mértéke 3-6-szorosan haladja meg az egyhavi import teljes költségét. Kína devizatartaléka pedig bőven elégségesnek mondható ahhoz, hogy külső források bevonása nélkül is akár két évig finanszírozza az áruk és szolgáltatások importjának költségeit. Az 1990-es évek válságsorozatát követően a hangsúly azonban egyre inkább a tartalékok és a nettó külföldi kötelezettség-állomány közötti arányra helyeződött át. Mindez azt jelenti, hogy napjainkban a devizatartalékok egyre inkább a pénzügyi, és nem a kereskedelmi tőkeáramlások fedezésére szolgálnak. Dáni és Törös (2011) is hasonló véleményre jutott. Rámutattak arra, hogy Kína devizatartaléka 2003 óta minden tekintetben meghaladja az „önsegélyezés” szükséges mértékét.

pénzügyi zavarok által keltett likviditáshiány idején.

Kína devizatartalékának volumene, valamint növekedésének intenzitása a 2000-es évek eleje óta növekvő nemzetközi érdeklődéssel járó figyelmet vált ki. Az 1980-ban a gazdaság alig 1%-át elérő tartalékok szintje 2010 végére 46%-ra bővült. E dinamika pedig még meglepőbb a kínai gazdaság elmúlt 30 évében tapasztalt átlagosan évi 10%-ot meghaladó gazdasági növekedésének a fényében!

34. ábra
Kína trilemma változóinak sematikus képe 2010-ben



Forrás: saját szerkesztés

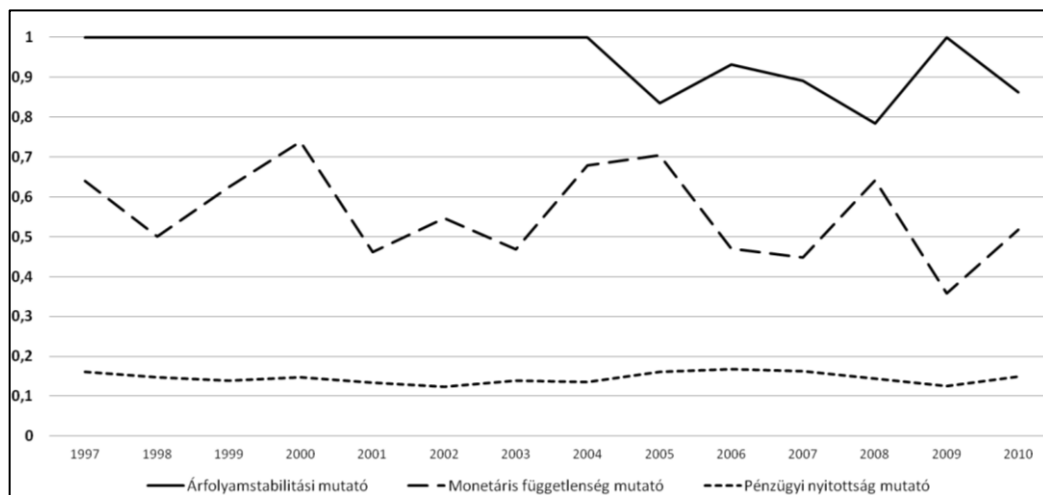
Megjegyzés: a vizsgált hozamszintek korrelációs együtthatója $MI=0,5$ fölött már negatív irányú mozgást mutat, ezért 0,5 felett már monetáris függetlenségéről beszélhetünk.

A bemutatott mérési módszertan segítségével számszerűsítettem a 2010-es évre a monetáris trilemmából eredő kötöttségeket Kína esetében (34. ábra). Első ránézésre a „lehetetlen szentháromság” implikációja érvényesnek tűnik, hiszen a többé-kevésbé rögzített jüanárfolyam a monetáris hatóságok nagyfokú függetlensége mellett a pénzügyi nyitottság igen alacsony szintjével párosult. Ahhoz azonban, hogy a trilemma változók fordított arányosságának érvényessége időben is megerősítést nyerjen, évente kellett szemügyre venni az indexek értékeit 1997 és 2010 között. Kiindulópontnak azért 1997-et választottam, mert a kettős árfolyamrendszer 1994-es egyesítését követően a jüan 1996. december 1-ével vált konvertibilissá a folyó elszámolások tekintetében.

A vizsgálat eredménye szerint a pénzügyi nyitottság mutatója szűk sávú (0,12 – 0,17) mozgást írt le, miközben a monetáris politika függetlenségét megtestesítő korrelációs mutató majdnem a teljes időszak alatt divergenciát jelzett (a hozamok gyenge együttmozgására csak egy

kivétellel, a 2008-9-es pénzügyi világválság idején volt példa), míg az árfolyamrögzítés indexe mindvégig a 0,8 fölötti, szigorúan menedzselt tartományban tartózkodott (35. ábra).¹⁴³

35. ábra
A trilemma indexek alakulása 1997 és 2010 között Kínában



Forrás: saját szerkesztés

Aizenman et al. (2007) feltörekvő országok csoportjával kapcsolatban tett megállapítása, miszerint a devizatartalékok volumene a tőkepiaci nyitással lineáris kapcsolat áll, az általam választott módszertannal nem került megerősítésre Kína estében. A bővített trilemma háromszög – amely egy negyedik változóval, a jegybanki tartalékok/GDP aránnyal került kiegészítésre – igen szemléletesen mutatja azt, hogy a pénzügyi nyitottság indexében a jegybanki tartalékok dinamikus emelkedése ellenére sem következett be növekedés a vizsgált három periódus (1997-2000, 2001-2006 és 2007-2010) alatt (36. ábra). Sőt, mind a monetáris függetlenség, mind az árfolyamstabilitás tekintetében némi csökkenés tapasztalható. Míg az előbbi a piaci mechanizmusok növekvő szabadságfokának, az utóbbi a 2005 nyarától 2008 nyaráig tartó, majd 2010 közepén újra bevezetett lazább árfolyamrendszernek a következménye.

Az eredmény megerősíti Mundell és Fleming egyensúlyi logikáját. A globális pénzügyi folyamatokhoz alkalmazkodni szándékozó gazdaságpolitikai döntéshozóknak egyszerre kell három olyan célra figyelniük, amelyek együttes érvényesülése nem lehetséges. Úgy kell lavírozni az egyes célok megválasztásakor, hogy azok a lehető legjobban szolgálják az ország belső és külső egyensúlyát a folyamatosan változó világgazdasági környezet új kihívásainak

¹⁴³ A hozamok pozitív enyhe együttmozgása nem jelenti egyértelműen az amerikai kamatok begyűrűződésének hatását, hiszen a gazdasági válság okozta globális keresletszűkülés és likviditáshiány szinte kivétel nélkül a legtöbb gazdaság esetén expanzív lépéseket – így hasonlóan kamatvágásokat – váltott ki a monetáris hatóságok részéről.

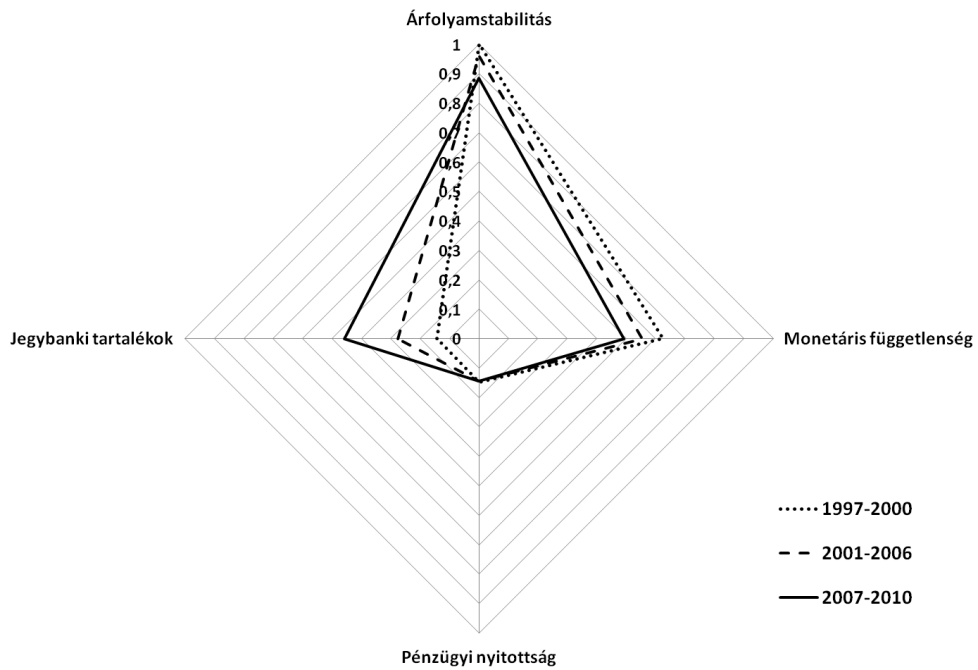
megfelelve.

Bár nem sikerült verifikálni Aizenman et al. (2008, 2010) következtetését, miszerint a jegybanki devizatartalékok arányának növelésével a trilemmából eredő kötöttségek mérsékelhetőek, azonban nem is cáfoltam meg. Megjegyzendő ugyanis, hogy a trilemma indexek közül a pénzügyi nyitottságot jelző mutató előállításának módszertana tűrheti talán a legnagyobb vitát. A folyó megközelítés (kereskedelmi és pénzügyi áramlások vizsgálata) és az IMF tőkekorlátozások kategóriáit bemutató táblázata ugyanis csak kettő a sok fogódzkodóból, amely segítő jobbot nyújthat a pénzügyi nyitottság fokának számszerűsítéséhez. Az a tény, hogy a pénzügyi integráltság mutatója időben közel állandó értékeket vett fel a vizsgált periódus során, véleményem szerint két dologra vezethető vissza. Egyrészt úgy vélem, hogy a Nemzeti Valutalap osztályozása (amelyre az általam is figyelembe vett Chinn-Ito mutató épül) túlzottan felszínesen vizsgálja a tőkemérleg tételeinek korlátozásait. Másrészt a tőkeáramlások GDP-hez viszonyított aránya a kínai gazdaság elmúlt évtizedének rekord ütemű gazdasági bővülése mellett aligha tudott volna szignifikánsan emelkedést produkálni. Úgy vélem, hogy már az is a nyitás jeleként értékelhető, hogy a bruttó tőkeáramlások növekedése lépést tudott tartani a kínai gazdaság féktelen emelkedésével.

Ha figyelembe vesszük a tényt, hogy a monetáris hatóságok által az intézményes befektetők részére jóváhagyott befektetési limitek nagysága az elmúlt négy év során évente átlagosan 54, valamint 21%-al növekedett (előbbi a hazai intézményes befektetők, az utóbbi a külföldi intézményes befektetők esetén, lásd 22. ábra), az azt a következtetést engedi megfogalmazni, hogy Kína pénzügyi integrációja elkezdődött, és gyorsulni látszik. E feltételezés pedig konzisztens lehet azzal az állítással, miszerint a jegybanki tartalékok emelkedésével Kína pénzügyi nyitottsága egyenesen arányosan növekszik. Ehhez azonban egy olyan pontosabb mérési technikára lenne szükség, amely figyelembe venné a határt átlépő tőkeáramlások *de jure* szabályozását, és annak időbeli változását is.¹⁴⁴

¹⁴⁴ Az aggregált limitek, mennyiségi korlátok, a deviza-beszolgáltatási kötelezettség aránya, valamint a befektetett tőkére vonatkozó türelmi idő hosszának változása például egy jó kiindulási alapot adhat a pénzügyi nyitottság változásának mérésére.

36. ábra
A bővített trilemma háromszög



Forrás: saját szerkesztés

Megjegyzés: A jegybanksi tartalékok a GDP arányában értendők.

Eredmények összefoglalása

Az a precíz és óvatos tervezési folyamat és gazdaságpolitikai gyakorlat, aminek köszönhetően Kína a tervgazdaságból a piacgazdaság felé, az extenzív fejlődési útról az intenzív irányába lépett, teljességgel egyedülálló és újszerű a világgazdaság történelmében. A bámulatos eredmények és a roppant dinamikus állam által koordinált gazdasági szerkezetátalakítás mindazonáltal komoly költségekkel és társadalmi hatásokkal jár a másik oldalon. Az exportorientált gazdasági növekedés érdekében menedzselt jüanár-folyam és a társadalmi nyugalom megőrzése érdekében folytatott monetáris sterilizáció és hatósági árszabályozás mesterséges akadályát képezik azoknak a piaci automatizmusoknak, amelyek a Balassa-Samuelson hatás néven ismertté vált reálfelértékelődési folyamatokat megindíthatnák. Bár Kína a reálkiigazítást indukáló folyamatok tompításával képes arra, hogy világgazdasági versenyelőnyét megőrizze, továbbá az évi átlagosan közel kétszámjegyű növekedését fenntartsa, az azonban már kétséges, hogy hosszú távon képes lesz-e a reálgazdaságban kialakuló jövedelemaránytalanságok kezelésére. Mindezek eredményeként az exportszektorban megfigyelt dinamikus beruházási hullám egy kialakuló eszközár-lufi jövőbeni kidurranásának a lehetőségét hordozza magában, miközben a hazai fogyasztásra épülő ágazatok, legfőképpen a terciér szektor alulfejlettsége természetes akadályát képezi annak, hogy Kína gazdaságának jelenlegi exportorientált motorját a hazai fogyasztás váltsa fel.¹⁴⁵ E piactorzító folyamatok fényében a gazdaság stabilizálását és nominális lehorgonyozását szolgáló árfolyamrögzítés fenntartása napjainkra megkérdőjeleződött. A jüan szigorúan menedzselt, ám a felértékelődésnek fokozatosan teret engedő árfolyamrendszere azonban úgy tűnik, hogy megteremti a lehetőséget a relatív árak fokozatos kiigazítására. E reálpiaci torzulások mérséklését pedig úgy hiszem, a támogatott hitelkonstrukciók fokozatos kivezetése és a hatósági árak liberalizációja gyorsíthatná fel.

E ponton azonban lényeges kihangsúlyozni, hogy Kína felelőssége a nemzetközi feszültségek kapcsán csupán az érem egyik oldala. A fejlett államok fogyasztási szokásai, az ultra liberális és deregulált pénzpiaci szabályozás, továbbá napjaink alacsony hozamkörnyezete mind hozzájárultak a problémák felerősödéséhez.

A kutatás során vizsgált egyes részterületek – így Kína és Amerika gazdasági

¹⁴⁵ Ezen állítást mi sem támasztja alá jobban, mint a kínai GDP felhasználás oldali komponenseinek alakulása. Az elmúlt húsz év során a hazai fogyasztás kezdetben 50%-ot meghaladó aránya 35%-ra mérséklődött! A legnagyobb esés 2000 és 2009 között figyelhető meg, amely során közel 10%-al csökkent a belső fogyasztás súlya.

egymásrautaltságának, a tőkebeáramlás motivációinak, a kettős külgazdasági többlet okainak, a jüan reál és nominális árfolyamának, a tőkekorlátozások rendszerének, a monetáris sterilizációnak, valamint a monetáris trilemmának – bemutatásával azokra a momentumokra igyekeztem rávilágítani, amelyek közvetetten, valamint közvetlenül járultak hozzá a piaci aránytalanságok kifejlődéséhez, valamint a globális pénzügyi egyensúlytalanságok elmélyüléséhez.

Az értekezés során jelentős időt szántam a jegybanki, devizahatósági és értékpapír-felügyeleti rendeletek és szabályzatok tanulmányozására, amely során rámutattam arra, hogy Kína napjainkra megvalósította a jüan kondicionált konvertibilitását. E szerint a folyó fizetések, valamint a hosszú- és középtávú tőkeáramlások tekintetében az akadályok többségében felszámolásra kerültek, a rövid távú – főként spekulatív és arbitrázs jellegű – tőkét azonban továbbra is szigorú megfelelési szabályokhoz kötik. A minősített külföldi és a hazai intézményesített befektetői programok ezredforduló utáni elindítása fordulópont volt a nemzetközi tőkeáramlások liberalizációjának folyamatában, hiszen ezen úttörő programok először teremtették meg a lehetőséget a hazai és külföldi magánszektor között megvalósuló megtakarítási célú portfólió-befektetések lebonyolítására. Mindazonáltal rávilágítottam arra is, hogy a tőkeáramok folyamatos felügyelete mellett szükség volna egy sokkal átláthatóbb és kiszámíthatóbb szabályozói környezetre. A befektetési és intézményi bizonytalanságokból fakadó kockázatok ugyanis nemhogy csökkentek, hanem tovább nőttek a pénzügyi világválság során.

A tőkeliberalizáció és a pénzügyileg egyre nyitottabbá váló kínai gazdaság fényében megvizsgáltam a tőkekorlátozások rendszerének hatékonyságát is. A folyó fizetési mérleg bizonyos sorainak, így a viszonzatlan folyó transzferek és a folyó jövedelem-átutalások sorának, rendellenes alakulása azt a feltételezést erősíti, miszerint az illegális tőkebefektetők a kevésbé ellenőrzött folyó fizetési csatornákat használják a szabályok kijátszására. Összességében azonban az illegális tőkebeáramlás volumene rendkívül alacsonynak mondható, hiszen az a gazdaság éves kibocsátásának még az 1%-át sem éri el! A tőkekorlátozások hatékonyságát támasztja alá az offshore NDF és a hazai spot hozamok elemzésére épülő vizsgálat is, ami alapján megállapítható, hogy Kína monetáris hatósága az elmúlt tíz év során sikeresen tompította az arbitrázs- és spekulációs célú piaci erők érvénysülését.

A válság legfőbb következménye, hogy kínai pártvezetés felismerte a döntőrészt exportra alapozott gazdasági növekedésben rejlő veszélyeket, aminek következtében a 12. ötéves tervben (2011-2015) már kiemelt hangsúlyt helyeztek a belföldi keresletösztönzésre, és

kijelölték a strukturális reformok helyes irányát.

Kína kettős külgazdasági többlete valójában Kín-Amerika szimbiózisának a mellékterméke. A kínai reformszemlélet-módra jellemző szelektivitás és fokozatosság ugyanis megköveteli a rövid- és középtávú tökemérleg tételek adminisztratív szabályozását, valamint a jüanárfolyam folyamatos menedzselését. Mindezen feltételek teljesülése nélkül Kína ki lenne szolgáltatva a külföldi tőke áramlásának, ami alapjaiban veszélyeztetné a reformok ütemezett végrehajtását. A globális termelési struktúrák hálózatosodásának, a fejlett gazdaságokra jellemző alacsony hozamkörnyezetnek, valamint Kína szigorú szabályozói keretrendszerének a fényében nem meglepő, hogy a növekvő intenzitással Kínába beáramló külföldi tőke a jegybank devizatartalékait gyarapítja.

Az alábbiak során a disszertáció tézisei kerülnek összefoglalásra:

1. Tézis:

A kínai gazdaság nemzetközi feszültségektől mentes hosszútávú dinamikus fejlődését és szerkezetátalakítását a jüan szűksávú, menedzselte csúszó felértékelése és a termelési tényezőárak fokozatos liberalizálásának együttes és párhuzamos megvalósítása biztosítja. E két reform egyidejű végrehajtása azért szükséges, mert a fokozatosan erősödő jüanárfolyam deflációs hatása kedvező feltételeket teremt az tényezőár-liberalizáció inflációs hatásainak tompításához.

Kína gazdaságpolitikai döntéshozói 2005 nyarán döntöttek a jüanárfolyam akkor 11 éve tartó *de facto* dollárhoz való rögzítésének felfüggesztéséről, és a kínai deviza egy nem publikált valutakosárral szembeni irányított lebegtetéséről. A döntés háttérében egyrészt – feltételezhetően – a növekvő nemzetközi felértékelési nyomás, másrészt pedig a gazdasági szerkezetátalakításra irányuló reformfolyamat állhatott. Az irányított lebegtetés, mely kezdetben $\pm 0,3\%$ -os, majd 2007 júniusa óta $\pm 0,5\%$ -os sávban engedi a valuta fokozatos csúszó erősödését,¹⁴⁶ valamelyest csillapította a nemzetközi diplomáciai nyomást. Mindezek mellett a fokozatosan erősödő jüanárfolyam deflációs hatása az infláció elleni küzdelem egyik leghatékonyabb piaci alapú eszköze válhat.

A kínai gazdaság felzárkózásának, valamint modernizálódásának további, elengedhetetlen feltétele a jelenleg igen széles körben és szigorúan szabályozott nyersanyag- és termelési tényezőárak hatósági szabályozásának fokozatos kivezetése, liberalizálása. Tekintettel arra,

¹⁴⁶ Fontos megjegyezni, hogy 2008 és 2010 nyara között a menedzselte lebegtetés felfüggesztésre került a pénzügyi világválság káros hatásainak elszigetelése érdekében.

hogy az árreform árszínvonal növelő hatásának a monetáris sterilizáció során használt nem piaci alapú eszközökkel történő tompítása további reálpiaci torzulásokat eredményezne, ezért az árak liberalizálása piaci alapon, azaz az júanárfolyam erősödése révén generált deflációs erőkkel hatástalanítható. Mivel az árfolyam- és az árreform bizonyos esetekben helyettesíti, bizonyos esetekben pedig kiegészíti egymást, azok együttes, egyidejű megvalósítása biztosítja a legkisebb gazdasági feszültséggel járó szerkezetátalakítást Kína számára.

2. Tézis:

Kína nemzetközi versenyképességének első számú forrása a feldolgozóipar rendkívül dinamikus termelékenység-növekedésében keresendő. A relatív egységnyi munkaerőköltség változások fényében a kínai valuta a nominális felértékelés ellenére is kb. 30%-al vált a dollárhoz képest gyengébbé az elmúlt másfél évtized alatt, ami tovább növelte a kínai és az amerikai gazdaság között kialakult versenyelőnybeli aránytalanságokat.

Tekintettel arra, hogy a fogyasztói árindex alapú reálárfolyamok vizsgálatára épülő versenyelemzések nem konkrétan az exportszektorok közötti összefüggéseket veszik górcső alá, olyan mutatót használtam az elemzés során, amely egyszerre veszi figyelembe a bérköltségekben és a kibocsátásban történő változásokat. Az egységnyi munkaerőköltségek (ULC), más néven a termelékenységre jutó bérköltségek időbeli változásainak összehasonlítása egy jó kiindulási alapot jelentett Kína és Amerika feltételezett versenyelőny-átrendeződésének számszerűsítésére. Az elemzés szerint a kínai valuta 1995 és 2010 között a dollárral szemben az egységnyi munkaerőköltség változások fényében körülbelül 30%-al vált gyengébbé az e periódus alatt tapasztalt 22%-os nominális valutaerősödés ellenére. E gyengülés pedig annak ellenére következett be, hogy mind a feldolgozóipari alkalmazottak száma, mind az órabérek dinamikus emelkedést mutattak a vizsgált időszak alatt Kínában. Mindezek ismeretében tehát nagy bizonyossággal állítható, hogy az egyre fejlettebb technológiát alkalmazó kínai feldolgozóipar termelékenység bővülése áll a két ország versenyelőny átrendeződésének a háttérben.

3. Tézis:

Azt állítom, hogy Kína monetáris sterilizációjának hatékonysága időben nem csökkent. Kína monetáris hatósága ugyanis a külföldi tőkebeáramlás likviditásnövelő hatásának közel 94%-át semlegesítette a monetáris bázis esetén az elmúlt 15 évben.

A tévhit, amely szerint a kínai sterilizáció hatékonysága időben erodálódik, azon a feltevésen alapszik, miszerint a növekvő deviza-beáramlás jegybank általi semlegesítése egyre nagyobb kihívás elé állítja a monetáris hatóságokat a piactorzító hatások növekedésének és az

emelkedő költségek fényében. Ennek tesztelését a monetáris mérleg egyes soraira, valamint külső egzogénnek feltételezett makrováltozókra illesztett regressziós technikával végeztem el. A kétfokozatú legkisebb négyzetek módszere – az endogenitás probléma kiküszöbölése mellett – lehetőséget adott a modellbe bevont változók együttthatóinak becslésére. Azt vizsgáltam, hogy a strukturális egyenlőségek egyidejű illesztése esetén a modellbe bevont független változók változásai milyen hatást gyakoroltak a nettó hazai és nettó külföldi eszközállomány változására. A becslés során kapott, úgynevezett sterilizációs együtttható – amely megmutatta, hogy a devizatartalékok egységnyi növekedése mekkora és milyen irányú változást eredményezett a jegybank nettó hazai eszközállományában – szerint a jegybank az elmúlt 15 év során a dollárintervenció jüankínálat növelő hatásának közel 94%-át semlegesítette a monetáris bázis szintjén. A becslés megbízhatóságát erősíti, hogy a regressziós modell futtatása során kapott magyarázóerő rendkívül magas, 96%-os lett!

A sterilizáció hatékonyságát az M2 monetáris kínálat esetén is megvizsgáltam. Az alacsony magyarázó erő ($R^2=0,42$), valamint a szignifikáns változók kisebb száma vélhetőleg arra vezethető vissza, hogy az M2 és a monetáris bázis közötti kapcsolat nem stabil! Ennek részben az lehet oka, hogy a kínai jegybank nem köti a pénzaggregátumok alakulásához közbülső céljait. A modell szerint a sterilizáció a szélesebb értelemben vett monetáris kínálat (M2) esetén csupán csak 42%-ban volt sikeres, azaz külföldi tőkebeáramlás likviditásnövelő hatásának csak kevesebb, mint a felét sikerült semlegesíteni.

4. Tézis:

A monetáris sterilizáció, azon belül is a tartalékráta-politika, valamint a nyíltpiaci műveletek költsége nem haladta meg a devizaeszköz-állományon megkeresett hozamot az elmúlt évtized során, aminek fényében a sterilizáció nem jelent explicit költségterhet a jegybank számára.

Tekintettel arra, hogy a jegybanki devizaeszköz-állomány összetétele és lejárat szerkezete nem ismert, lehetetlen pontos becslést készíteni a tartalékeszköz-állományon megkeresett hozam nagyságáról, ezért csak rendkívül kevés írás foglalkozik a monetáris sterilizáció explicit költségeinek számszerűsítésével. A kutatás során egy közelítő számítással igyekeztem becslést készíteni a jegybanki devizabefektetések tőkejövédelméről, aminek segítségével lehetőség nyílt a monetáris sterilizáció explicit költségeinek ábrázolására. A devizaeszköz-állomány becsült tőkejövédelme esetén meghatároztam egy alsó és egy felső küszöbértéket, amelyek esetében azt feltételeztem, hogy a teljes tartalékállomány dolláralapú és öt-, valamint tízéves amerikai államkötvényekben került elhelyezésre. A sterilizáció költségei esetében is

bevezetésre került egy alsó, illetve egy felső sáv. Erre azért volt szükség, mert a jegybank nem hozza nyilvánosságra a szabad és kötelező tartalékállomány pontos volumenét és arányát. Ennek fényében azzal a feltételezéssel éltem, hogy a teljes jegybanki betétállomány egyszer szabadtartalék-állomány (alsó sáv), máskor pedig teljes egészében kötelező tartalékállomány (felső sáv). Úgy találtam, hogy devizabefektetések tőkejövedelmének alsó sávja egy kivétellel – 2010 utolsó negyedében – a teljes periódus alatt meghaladta a sterilizációs költségek felső határát. A 2014 végéig elkészített prognózisból azonban már látható, hogy tovább mérséklődhet a deviza-felhalmozás jövedelmezősége az alacsony globális hozamkörnyezet következtében, ami abban nyilvánul meg, hogy az ötéves hozamok esetén becsült bevételek már nem fogják fedezni teljes egészében a sterilizáció becsült költségének felső határát (a felső hozamszint azonban az idő előrehaladtával is kellő fedezete nyújt!). E képet tovább árnyalja az 2010-2011-ben tapasztalt kínai fogyasztói árindex növekedése is, aminek fényében akár a kötelező-tartalékráta további emelése sem zárható ki. Eltekintve a közvetett költségektől, azok a tévhit, miszerint a monetáris sterilizáció fenntarthatatlan jegybanki folyamatok születt a kínai gazdaságban, úgy hiszem, nem állják meg a helyüket. A szó szoros értelmében vett költség-haszon elv értelmében legalábbis biztosan nem, hiszen a növekvő devizaeszköz-állomány tőkejövedelme bőségesen elégséges fedezetet nyújtott a monetáris sterilizáció explicit költségeinek finanszírozására. A 2010 év végi árfolyamot és az akkori amerikai állampapír-piaci hozamokat a jövőben konstansnak feltételezve, a devizatartalékok 41%-os csökkenésére volna szükség ahhoz, hogy a bevételek alsó sávja a sterilizációs költségek alsó sávját érintsék. Egy ilyen forgatókönyv azonban a jelenlegi árfolyam- és kereskedelem-politikai prioritások mellett aligha képzelhető el a közeljövőben.

Figyelembe véve a 3. és a 4. tézisben leírtakat, valamint a monetáris trilemma változóinak számszerűsítése során kapott eredményeket, megállapítható, hogy a globális pénzügyi egyensúlytalanságokat részben kiváltó devizafelhalmozás és monetáris sterilizáció gazdaságpolitikája a jegybank számára nem fenntarthatatlan folyamat. Az árfolyam védelme érdekében kialakított – sok tekintetben nem piaci alapú – gazdaságpolitikai berendezkedés hatékonyan és különösebben megterhelő költségek nélkül semlegesítette mind a folyamatos kettős külgazdasági többletet eredményeként beáramló devizát, mind pedig a jüantöbblet-kínálatot.

Mindazonáltal a Kínai Népi Kongresszus által elfogadott 12. ötéves terv (2011-2015) fő célkitűzései – a gazdasági egyenlőtlenségek (vidéki-városi térség) mérséklése, fenntartható

növekedés feltételeinek megteremtése, méltányosabb jövedelem redisztribúció, szociális háló kiterjesztése és a belső fogyasztás élénkítése – a jelenlegi monetáris folyamatok változatlan folytatása mellett aligha megvalósíthatóak. A reálgazdaság aránytalanságaiért felelős jegybanki eszköztáron belül szükség lesz a nem piaci és piaci módszerek közötti súlypontok áthelyezésére – az utóbbiak javára. Mindenekelőtt pedig a betéti és hitelkamatláb jegybanki szabályozásának visszaszorítására, az állami tulajdonú vállalatok részére nyújtott kedvezményes hitelek megszüntetésére, valamint az agresszív és a bankok jövedelmezőségét jelentősen befolyásoló tartalékráta-politika háttérbe szorítására volna szükséges.

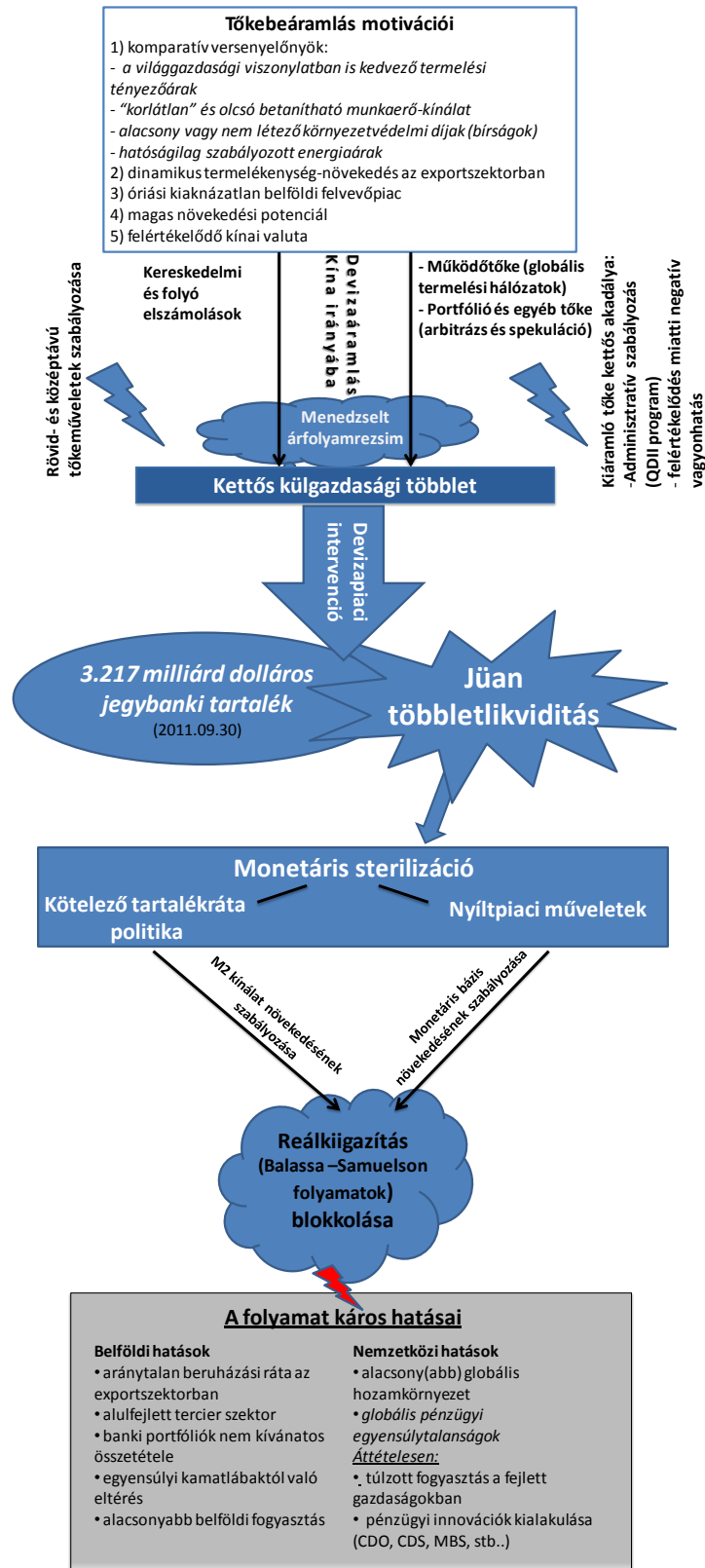
A kínai gazdaság további szerkezetátalakításának, világgazdasági integrációjának, valamint egy esetleges jövőbeni – akár regionális, akár globális – kulcsvaluta pozíció kialakításának elengedhetetlen feltétele az árfolyam- és árreform ütemezett végrehajtása. Ennek pontos időzítése és tervezése azonban nagy kockázatokkal jár egy olyan gazdaságban, ahol az utóbbi évek növekedése javarészt a magasra szökő ingatlanárak által ösztönzött nagyszabású építkezési-beruházási fellendülésére alapozott,¹⁴⁷ és amely emiatt magán viseli a buborékgazdaság valamennyi klasszikus jegyét. A monetáris politika patthelyzetét a világgazdaságban tapasztalt folyamatok sem mérsékelhetik egyhamar. Tekintettel ugyanis a fejlett gazdaságokat napjainkban sakkban tartó likviditási csapdára, és a rendszeres amerikai és európai mennyiségi lazításokkal járó monetáris expanzióra, nem várható rövidtávon, hogy a hozamvadász, spekulációs célú forrótőke motivációja csökkenjen. Mindezek fényében Kínának nem marad más választása, mint a rendszeres devizapiaci intervenció és a többletlikviditás folyamatos sterilizálása.

A külföldi tőkebeáramlás jegybanki tartalékokat növelő, piactorzító, valamint a globális pénzügyi egyensúlytalanságokat elmélyítő hatását, azaz a monetáris politika patthelyzetét az 37. ábra szemlélteti.

¹⁴⁷ A kínai gazdaság növekedésének bő 50 százalékát az ingatlan- és infrastrukturális beruházások, alig több mint 30 százalékát pedig a részben hitelből finanszírozott lakossági fogyasztás biztosítja! Összehasonlításképpen, az Egyesült Államokban a beruházások kevesebb, mint 20%-al, míg a magfogyasztás 70%-al járul hozzá a GDP-hez!

37. ábra

A kínai tőkebeáramlás nem kívánat hatásai a jelenlegi gazdaságpolitikai berendezkedés fényében: a monetáris patthelyzet



Forrás: saját szerkesztés

A globális pénzügyi egyensúlytalanságból eredő problémák bilaterális úton történő megoldására a két ország (USA és Kína) között kialakult igen feszült diplomáciai viszony miatt nemigen van lehetőség. A feszültség feloldása véleményem szerint csakis multilaterális módon képzelhető el, amely során feltétlen szükség lesz a nemzetközi szervezetek (IMF, WTO) bevonására. A piaci aránytalanságok csökkentése pedig egy a mindkét fél részéről egyidejűleg megvalósított strukturális reformok végrehajtásával valósítható meg.

KínAmerika gazdasági szimbiózisa a 2008-2009-es pénzügyi világválság következtében alapjaiban kérdőjeleződött meg. A gazdasági riválisok számára stabil növekedési pályát biztosító, és a nemzetközi egyensúlytalanságokat kétségtelenül elmélyítő kölcsönös kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatrendszer olyan mértékű strukturális aránytalanságok kialakulását eredményezte, ami a megtakarítások és beruházások globális rendszerét rendkívüli módon kiegyensúlyozatlanná tette. A válság, amely rávilágított a rendszerszintű problémák gyökereire, sokak szerint paradigmaváltást hozott a közgazdaságtani gondolkodásban. Ezen oknál fogva a pusztán gazdasági ciklikusságból eredő problémák mérséklését megcélzó reformok már nem elegendők. Olyan átfogó és mélyreható strukturális változásokra van szükség a fejlett és a feltörekvő világ – és kiemelten az USA és Kína – részéről, amely a 20. század utolsó két, valamint a 21. század első évtizedében a tőkeáramlásokkal kapcsolatban kialakított neoliberais nézeteket alapjaiban gondolja át.

A nagyhatalmak által presszionált követelés, miszerint a jüanárfoiyam felértékelése a globális feszültségek orvosolása végett elengedhetetlen, szükséges, azonban nem elégséges lépés a világgazdaság pénzügyi egyensúlytalanságának csillapítására – az csupán az Egyesült Államok és részben az európai gazdaságok rövidtávú problémáit mérsékelné.

Peking úgy tűnik, hogy burkoltan igyekszik is megfelelni a „nyugat” elvárásainak, részben pedig saját gazdasági szerkezetátalakítással kapcsolatos tervének, hiszen 2010 nyara óta újra teret enged a jüan csúszó, irányított erősödésének. Ráadásul a kínai-amerikai inflációs rés utóbbi két évben tapasztalt növekedése, és ezáltal a reálértéken még intenzívebb ütemben felértékelődő kínai valuta feltételezhetően tovább csökkenti a két ország között kialakult feszültségeket. Mindezek ellenére az amerikai politika továbbra sem vette le napirendről a „jüanügyet” – jelenleg az erősödés túlzottan lassúnak tartott ütemével kapcsolatosan adnak hangot aggályaikat. Véleményem szerint azonban a felértékelés jelenlegi sebessége Kína számára optimális választás. A mérsékeltten erősödő jüanárfoiyam ugyanis fokozatosan alakítja át Kína belső erőforrás allokációját (a fogyasztás irányába), és csökkenti egy eseteleges Kínával szemben bevezetendő amerikai büntetővám-rendszer kialakításának esélyét. A rugalmasabbá váló, ámbár nem lebegő árfoiyamrendszer lehetővé teszi, hogy mind

a bankrendszer, mind pedig a magánszektor megismerje az árfolyamkockázatban rejlő veszélyeket és lehetőségeket. A kockázatokat lefedő instrumentumok szélesebb körű ismerete és alkalmazása pedig megteremtheti a lehetőséget az árfolyamcsatorna jövőbeni kiszélesítésére. Éppen ezért a jelenleg csupán napi $\pm 0,5\%$ -os az intervenció sáv további 0,5–1%-os szélesítésére számítok a közeljövőben.

Kína további gazdasági felzárkózásának az értekezés során megfogalmazott lehetséges (és szükséges) lépései – nevezetesen a tényezőár árreform végrehajtása és az árfolyamcsatorna további szélesítése, a tőkeliberalizáció óvatos, ütemezett folytatása, a szociális háló kiterjesztése, az állami hitelek visszaszorítása és végül a pénzügyi kultúra és intézményrendszer további fejlesztése és támogatása – mind-mind külön-külön és együttesen is olyan pozitív egyensúlyjavító folyamatok kialakulását eredményezhetik Kína gazdaságában, amelyek a belső keresletorientáció erősödésén keresztül mérsékelhetik a világgazdasági aránytalanságokat.

Hu Csin-tao államelnök a reformok és nyitás politikának 30. évfordulóján a Párt kongresszusán így fogalmazott: „...semmiképp sem fogjuk a megcsontosodott elzárkózás régi útját járni, de semmiképp sem fogunk a zászlócsere tévújtjára tévedni, hanem eltökélten haladunk a sajátosan kínai színezetű szocializmus útján”.¹⁴⁸ Kína elszánta magát a reformok folytatása mellett és hajthatatlanul elutasít mindenfajta kívülről érkező, a szuverén gazdaságpolitikáját érintő kérést. Tekintettel pedig arra, hogy a válság Kína „hangjának” felerősödését eredményezte, az államelnök elhíresült mondasának második része, miszerint „Kína fejlődése elképzelhetetlen a világ nélkül, és a világ fejlődése is igényli Kínát”, egyre valószínűbbé válik. Figyelembe véve azokat a becsléseket és prognózisokat, miszerint Kína 2020-ra – vásárlóerő paritáson számolva – a világ legnagyobb gazdaságává válhat, továbbá azt a tényt, hogy hazánk Kína nyugati terjeszkedésében egyfajta híd szerepet tölthet be, Kína gazdaságpolitikájának pontosabb megértése és ismerete elengedhetlenné vált a közgazdászok és a politikai döntéshozók számára.

¹⁴⁸ Juhász (2010) fordítása alapján.

Hivatkozott irodalom

- ARTNER A. (2009): A kínai működőtőke-kivitel és Kelet-Európa, *Közgazdasági Szemle*, LVI. évf., 11. sz., 1041–1056. o.
- AIZENMAN, J., CHINN M., ITO, H. (2008): Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time. *NBER Working Paper Series No. 14533*.
- AIZENMAN, J., GLICK R. (2009): Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration, *Review of International Economics*, Volume 17, Issue 4, pp. 777–801.
- AIZENMAN, J., CHINN M., ITO, H. (2010): Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma, *NBER Working Paper 15876* (April)
- ÁRVAI ZSÓFIA (1995): A kötelező tartalékráta szabályozásának átalakulása, *Közgazdasági Szemle*, XLII. évf., 1995. 2. sz. (201-214. o.)
- BALASSA BÉLA (1964): The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *Journal of Political Economy* 72 (6). pp. 584–596.
- BANISTER J. (2005): Manufacturing Earnings and Compensation in China, *Monthly Labor Review*, August 2005, pp. 22-40.
- BANISTER J., LETT E. (2009): China's manufacturing employment and compensation costs: 2002-06, *Monthly Labor Review*, April 2009, pp. 30-38.
- BANISTER J., COOK G. (2011): China's employment and compensation costs in manufacturing through 2008, *Monthly Labor Review*, March 2011, pp. 39-52.
- BARABÁS GYULA (1996): Kamatparitás lebegő és csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben, *Közgazdasági Szemle*, XLIII. évf., 1996. november, pp. 972-994.
- BÁNFI TAMÁS, KÜRTHY GÁBOR, BÁNFI ATTILA (2011): Szabályozás a pénzügyi válság(ok) után (között): kényszer és lehetőség, *Pénzügyi Szemle*, LVI. évf., 2011/2.
- BERGSTEN F. C. (2007): *Currency Misalignments and the US Economy*, Peterson Institute for International Economics, May 9, 2007
- BERGSTEN F. C. (2010a): Correcting the Chinese Exchange Rate: An Action Plan, Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, March 24, 2010.
- BERGSTEN F. C. (2010b): Beijing is key to creating more US jobs, Op-ed in *Foreign Policy*, Peterson Institute for International Economics, April 14, 2010.
- 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.
- BOTOS KATALIN (2007): Árfolyamok és egyensúlytalanság. *Külgazdaság*, LI. évf., 2007.

november- december

BRISSIMIS, S.N., GIBSON, H.D. , TSAKALOTOS, E. (2002): A Unifying Framework for Analysing Offsetting Capital Flows and Sterilisation, *International Journal of Finance & Economics* Volume 7, Issue 1, pages 63–78, January 2002

CADWALADER (2007): PRC's CSRC Officially permits overseas securities investment by Qualified Domestic Institutional Investors, Cadwalader Clients & Friends Memo, július 3.

CALVO, G., A., REINHART C. M. (2002): Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics* 117 (May): 379–408.

CAPPIELLO, LORENZO – FERRUCCI, GIANLUIGI (2008): The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalisation. *ECB Occasional Paper Series, No 82*, March.

CHANG T. K. (1998): SAFE and Sound. *China Business Review*, július–augusztus.

CHEUNG Y-W., TAM D., YIU M. S. (2007): Does the Chinese interest rate follow the US interest rate?, *CESifo Working Paper* No. 1943., March

CLINE W. R. (2005): The Case for a New Plaza Agreement, *Peterson's Institute for International Economics Policy Brief* 05-4.

CLINE W. R., WILLIAMSON J. (2009): Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, *Peterson Institute for International Economics Policy Brief* 09-10.

CSRC (2006): Circular of China Securities Regulatory Commission on the Relevant Issues Concerning the implementation of the Measures for the Administration on Securities Investment within the Territory of China by Qualified Foreign Institutional Investors. Augusztus 24.

CSRC (2007a): Tentative Measures for the Administration of Securities Investment Outside the Territory of China by Qualified Domestic Institutional Investors. Issued by CSRC on 18. June 2007.

CSRC (2007b): Circular of China Securities Regulatory Commission concerning the Issues about the Implementation of the Pilot Rules concerning Administrating Overseas Securities Investment by Qualified Domestic Institutional Investors. Issued by CSRC on 18. June 2007.

CSRC, PBC (2002): Interim Measures on the Administration of Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors. November 5.

CBRC, PBC, SAFE (2006): Tentative Measures for the Administration of Overseas Investment on Behalf of Their Clients by Commercial Banks.

CSRC, PBC, SAFE (2006): Measures for the Administration of Securities Investment within the Territory of China by Qualified Foreign Institutional Investors. Augusztus 24.

DOOLEY M. P. ,FOLKERTS-LANDAU D., GARBER P. (2004): The Revived Bretton Woods

System, *International Journal of Finance and Economics* 9. pp.307-313.

EICHENGREEN B., HATASE M. (2007): Can a rapidly-growing export-oriented economy smoothly exit a peg? Lessons for China from Japan's high growth era, *Explorations in Economic History* 44 (3), pp. 501-521.

EICHENGREEN B. (2008): The Real Exchange Rate and Economic Growth, Commission on Growth and Development Working Paper No.4.

FANG C., YANG D., MEIYAN W. (2009): Migration and Labor Mobility in China, MPRA Paper No. 19187, Institute of Population and Labor Economics, Chines, 01. April 2009

FERGUSON N., SCHULARICK M. (2009): The End of Chimerica, Harvard Business School, Working Paper No. 10-037.

FERGUSON N. (2010): The end of Chimerica: Amicable divorce or currency war?, Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, March 24, 2010.

FUNG H., LEUNG W. K., ZHU J. (2004): Nondeliverable forward market for Chinese RMB: A first look, *China Economic Review* 15 (2004) pp. 348-352.

FRANKEL, J. (1992): Measuring International Capital Mobility: A Review, *American Economic Review* 82, pp. 197–202.

GLICK R., HUTSCHISON M. (2009): Navigating the trilemma: Capital flows and monetary policy in China, *Journal of Asian Economics* 20 (2009) pp. 205-224.

GOLDSTEIN M., LARDY N.R. (2006): China's exchange rate policy dilemma. *American Economic Review* 96, pp. 422–426.

GOLDSTEIN M., LARDY N. R. (2008a): Debating China's Exchange Rate Policy. *Peterson Institute for International Economics*.

GOLDSTEIN M., LARDY N. (2008b): China's Currency Needs to Rise Further. *Financial Times*. 23 July.

GOLDSTEIN M., LARDY N. (2009): The Future of China's Exchange Rate Policy. *Policy Analyses in International Economics* 87, Washington: PIIE.

GOODFRIEND M., PRASAD E. (2006): A Framework for Independent Monetary Policy in China, *IMF Working Paper* 06/111.

HALPERN LÁSZLÓ (1997): Az árfolyam, árfolyampolitika és versenyképesség közötti kapcsolata, Műhelytanulmány, 19. kötet, BKE Vállalatgazdasági tanszék.1997. március 18.

HALE G., LONG C. (2010): If You Try, You'll Get By: Chinese Private Firms' Efficiency Gains from Overcoming Financial Constraints , FED of San Fransico, Working Paper, 2010-21.

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, April.

HOFFMAN A., SCHNABL G. (2011): A Vicious Cycle of Manias, Crashes and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View. *The World Economy* 34 (2011), 3, pp. 382-403.

HU X. (2010): The Cooperative Relation between Adjustment of Production Factor Price and Reform of the Exchange Rate Regime, PBC Speeches, 2010.07.30.

JUHÁSZ OTTÓ (2010): Kína és a világválság – néhány társadalmi, politikai, gazdasági és külstratégiai aspektus, In.: *Inotai András, Juhász Ottó (szerk): Kína és a válság*, Akadémiai Kiadó, Budapest, 2010

KALDOR N. (1978): The effect of devaluation on trade in manufactures. In: Kaldor, N.: *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth, London.

KIM, W. (2003): Does capital account liberalization discipline budget deficit?, *Review of International Economics*, Vol. 11, No. 5, pp 830-844, 2003.

KRUGMAN P., OBSTFELD M. (2003): *Nemzetközi gazdaságtan. Elmélet és gazdaságpolitika*. Panem Kiadó. Bp. 2003.

LÁMFALUSSY SÁNDOR (2008): Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest.

LARDY N. (1995): The Role of Foreign Trade and Investment in China's Economic Transformation. *The China Quarterly*, 144., 1065–1082.o.

LARD N. (2010): China's Exchange Rate Policy and Trade Imbalance; Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, March 24, 2010

LASAGE, J. P. (1999): *Applied Econometrics using MATLAB – Econometric Toolbox Manual*. University of Toledo

LEVY P. (2010): U.S. Policy Options in Response to Chinese Currency Practices, Hearing before the House Committee on Ways and Means, 24 March 2010.

LIN X., ZHANG Y. (2006): Bank Ownership Reform and Bank Performance in China, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, Issue 1, January 2009, pp. 20–29

MA G., HO C., MCCAULEY R. N. (2004): The markets for non-deliverable forward sin Asian currencies, *BIS Quarterly Review*, June.

MA, G. AND MCCAULEY R. N. (2008): Efficacy of China's Capital Controls: Evidence from Price and Flow Data. *Pacific Economic Review*, Vol. 13, Issue 1, pp. 104-123, February

MCKINNON R. – SCHNABL G. (2003): China: A stabilizing or deflationary inflation in East Asia? The problem of Conflicted Virtue, *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper*, No. 23.

- MCKINNON R. (2006): China's Exchange Rate Trap: Japan Redux? *American Economic Review* 96(2), pp. 427–431.
- MCKINNON R. (2007): Why China should keep its exchange rate pegged to the dollar: A historical perspective from Japan, *International Finance*, 2007/3.
- MCKINNON, RONALD – SCHNABL, GÜNTHER (2008): China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar. *CESifo Working Paper No. 2386*, September 2008.
- MCKINNON R., SCHNABL G. (2011): China and its Dollar Exchange Rate: A Worldwide Stabilizing Influence?, *CESifo WP No. 2449.*, May.
- MÓCZÁR JÓZSEF (2010): A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai, *Pénzügyi Szemle*, LV. évf., 2010/4.
- MUSSA M. (2008): IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy, In ed. Goldstein M., Lardy N. R.: *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, 2008, Washington DC.
- NI N. Y. (2009): China's Capital Flow Regulations: The Qualified Foreign Institutional Investor and the Qualified Domestic Institutional Investor Programs. *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28.
- OBSTFELD, M., AND ROGOFF K. (1995): The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives* 9, pp. 73–96.
- OBSTFELD, MAURICE, JAY SHAMBAUGH AND ALAN TAYLOR (2009) "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008", Paper presented at the ASSA Meetings, January 2009, *American Economic Review*, Papers and Proceedings.
- OUYANG, Y. A., RAJAN R.S., WILLETT T.D (2010): China as a reserve sink: The evidence from offset and sterilization coefficients, *Journal of International Money and Finance*, vol. 29(5), pp. 951-972, September.
- PHILLIPS MICHAEL M.(2008): Capital Flow from Emerging Nations to U.S. Poses Some Risks. *The Wall Street Journal*. 23 June.
- PRASAD, E. S., ROGOFF, K., EWI. S-J., KOSE, M.A. (2003): Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No.2.
- PRASAD E. (2005): Next steps for China. *Finance and Development*, Vol. 42., No. 3., IMF.
- PRASAD E. – WEI S. J. (2005): Understanding the structure of cross-border capital flows: the case of China. Unpublished Working Paper, Presented in Columbia University Conference, „China at Crossroads: FX and Capital markets Policies for the Coming Decade.” Feb. 2–3, 2006
- PORTER N. (2010): Households and Corporate Savings in China, IMF

- RODRICK D. (2008): The Real Exchange Rate and Economic Growth, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008, pp. 365-412.
- SAFE (2002): Interim Provision on Foreign Exchange Administration of Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors. 2002. november 28.
- SAMUELSON, P. A. (1964): Theoretical Notes on Trade Problems, *Review of Economics and Statistics* 46 (2). pp. 145–154.
- SUMMERS L. (2004): The US current account deficit and the global economy. *The Per Jacobsson Lecture*. October 3. Washington D.C. The Per Jacobson Foundation.
- SZÉKELY-DOBY A. (2008): Külföldi közvetlen tőkebefektetések Kínában, MEH–MTA Kína-project, 2007–2008.
- SCHNABL G. (2010): The Role of the Chinese Dollar Peg for Macroeconomic Stability in China and the World Economy, *Global Financial Markets Working Paper* No. 13.
- SCISSORS D. (2011): Chinese Investment in the US: \$2 Trillion and Counting, WebMemo, No. 3169., The Heritage Foundation, March 1, 2011.
- SUZUKI, Y. (1980): Money and Banking in Contemporary Japan, Yale University Press.
- TAKAGI S., ESAKA T. (1999): Sterilization and the capital inflow problem in East Asia, 1987-97, Discussion Paper No. 86, Economic Research Institute, Tokyo
- TATOM J. (2008): Imbalances in China and U.S. Capital Flows. *Networks Financial Institute Working Paper* 2008-WP-14
- TÖRÖK ÁDÁM (1996): A versenyképesség-elemzés egyes módszertani kérdései. Műhelytanulmány, 8. szám, BKE, Vállalatgazdaságtan Tanszék
- TYLERS R., ZHANG Y. (2010): The Real Exchange Rate and the Renminbi, In: Garnaut R., GOLLEY J. AND SONG L. (eds): *China: The Next Twenty Years of Reform and Development*, Social Sciences Academic Press, China, pp. 163-193.
- XAFA M. (2007): Global Imbalances and Financial Stability. *Journal of Policy Modeling*. 29, 783–796.
- XIE A. (2006): Asia Pacific: Hot Money Leaving? Morgan Stanley Global Economic Forum, May 25.
- WANG Y. (2009): An estimation of the effectiveness of China's capital controls and sterilizations. *International Trade and Investment Series Working Paper* 09008. Chinese Academy of Social Sciences. Beijing
- WOLF M. (2009): Fixing Global Finance, Yale University Press, 2010
- ZHANG C. (2010): Sterilization in China: Effectiveness and Cost, Financial Institutions Center, Working Paper #10-29, The Wharton School, University of Pennsylvania

ZHANG Z. (2006): Capital Controls in China: Recent Developments and Reform Prospects. SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=883647>, Letöltve: 2010. április 2.

ZHANG Z. (2009): Exchange Rate Reform in China: An Experiment in the Real Targets Approach. *The World Economy*, 23, 8, 1057–1081. o.

ZHOU X. 2009: Reform the International Monetary System. The People Banks of China, Speeches. <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>, Marc 3. 2009
Letöltve: 2009. december 12.

Mellékletek

1. sz. Melléklet

A 2SLS regresszió gretl-ben történő futtatásának kimenete a 9. egyenlet estén

Model 1: TSLS, using observations 1996:1-2010:4 (T = 60)

Dependent variable: dNKEt

Instrumented: dNHEt

Instruments: const LnMMt LnREERt LnRRt LnRt NEXt_2 vol_exchange
dGt LnCPIt_1 yct_1

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0476007	0,00385529	12,3469	<0,00001	***
dNHEt	-0,89744	0,240279	-3,7350	0,00019	***
LnMMt	-1,13667	0,25339	-4,4859	<0,00001	***
LnREERt	-0,0655459	0,120736	-0,5429	0,58721	
LnRRt	0,0710118	0,0380404	1,8667	0,06194	*
LnRt	-0,0265916	0,0138731	-1,9168	0,05527	*
NEXt_2	0,0621654	0,139427	0,4459	0,65570	
dGt	-0,191453	0,0736297	-2,6002	0,00932	***
LnCPIt_1	-0,307778	0,221085	-1,3921	0,16388	
yct_1	-0,122993	0,0464742	-2,6465	0,00813	***
Mean dependent var	0,057273	S.D. dependent var		0,043998	
Sum squared resid	0,014265	S.E. of regression		0,016891	
R-squared	0,875750	Adjusted R-squared		0,853385	
F(9, 50)	13,83385	P-value(F)		7,88e-11	
Log-likelihood	145,8732	Akaike criterion		-271,7465	
Schwarz criterion	-250,8030	Hannan-Quinn		-263,5544	
rho	0,135552	Durbin-Watson		1,660465	

Null hypothesis: OLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 0,0254953

with p-value = 0,873139

2. sz. Melléklet

A 2SLS regresszió gretl-ben történő futtatásának kimenete a 10. egyenlet estén

Model 2: TSLS, using observations 1996:2-2010:4 (T = 59)

Dependent variable: dNHEt

Instrumented: dNKEt

Instruments: const LnMMt LnREERt_1 LnRRt_1 LnRt NEXt_3 SZSE dGt
LnCPIt_1 yct_1

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0426066	0,0236462	1,8018	0,07157	*
dNKEt	-0,945062	0,402078	-2,3504	0,01875	**
LnMMt	-1,22292	0,104749	-11,6747	<0,00001	***
LnREERt_1	0,108555	0,104739	1,0364	0,30000	
LnRRt_1	0,00101796	0,0724082	0,0141	0,98878	
LnRt	-0,0324324	0,0102363	-3,1684	0,00153	***
NEXt_3	-0,268444	0,151735	-1,7692	0,07687	*
dGt	-0,268514	0,146457	-1,8334	0,06674	*
LnCPIt_1	-0,132144	0,241365	-0,5475	0,58404	
yct_1	-0,18178	0,0824393	-2,2050	0,02745	**
Mean dependent var	-0,014568	S.D. dependent var		0,082390	
Sum squared resid	0,014716	S.E. of regression		0,017330	
R-squared	0,962674	Adjusted R-squared		0,955818	
F(9, 49)	114,8378	P-value(F)		8,46e-30	
Log-likelihood	143,8590	Akaike criterion		-267,7181	
Schwarz criterion	-246,9427	Hannan-Quinn		-259,6082	
rho	0,002434	Durbin-Watson		1,922975	

Null hypothesis: OLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 0,00921201

with p-value = 0,923537