

Gábor Tamás

# Kína árfolyam-politikájáról alkotott eszmék vagy téveszmék\*

*Valóban káros az alulértékelt jüan a globális gazdaság egésze szempontjából?*

A nemzetközi közgazdasági szakirodalom a globális egyensúlytalanság kialakulásáért elsősorban Kínát teszi felelőssé. E vélemény szerint Kína folyófizetésimérleg-többletét és az ennek következtében lassan a kétezer milliárd dollárra gyarapodó kínai jegybanki tartalékokat az alacsony árfolyamon tartott jüan tette lehetővé. A cikkben arra kívánok rávilágítani, hogy az amerikai kormányzati nyomás következtében megkezdett jüanfelértékelés nem a globális korrekció irányába tereli a világgazdasági folyamatokat. A felértékelés rövid távon az infláció elszabadulását és további jegybanki tartalékok felépülését eredményezi, amelyet a japán gazdaság 1970-es éveiben lejátszódó példájával támasztok alá. Az oly sokszor emlegetett felértékelés által generált defláció csak hosszú távon képes kifejteni hatását. Rámutatok arra is, hogy a valutaárfolyamok nem hatnak közvetlenül a kereskedelmi egyensúlyra. A folyó fizetési mérleg többlete csakis a belföldi beruházásokat meghaladó belföldi megtakarítások mértékét tükrözi. Az, hogy Kína jüanárfoiyamának enyhe felértékelése hogyan hat a folyó fizetési mérlegre, zavaros és közel sem egyértelmű. A konklúziómban arra jutok, hogy a kínai valuta csúszó felértékelésének

leállítására és egy szűk árfolyamsávú árfolyam kialakítására van szükség a világgazdasági feszültségek feloldása érdekében.

Kína folyó fizetési mérlegének többlete (nettó megtakarítási többlete) az ezredforduló óta egyre növekvő tendenciát mutat, amelynek következtében az aktívum 2007-re 371 milliárd dollárra gyarapodott.<sup>1</sup> A kínai többlet mértéke az Egyesült Államok 731 milliárd dolláros<sup>2</sup> folyófizetésimérleg-hiányának majdnem a felét teszi ki, amely ha az elmúlt évek tapasztalatai alapján még tovább nő, meg fogja haladni az USA hiányának több mint a felét. A világgazdaság pénzügyi rendszerében rejlő egyensúlytalanságoknak alapvetően az előbb említett aránytalanság képezi az alapját. A feszültség feloldása hosszú távon abban az esetben képzelhető el, ha Kína nettó megtakarítása lecsökkenne, míg ennek az ellentettje játszódna le az Egyesült Államokban.

Az amerikai politikai nyomás hatására a kínai fizetőeszköz, a renminbi<sup>3</sup> árfolyamát 2005. július 21-től fokozatosan elkezdték egyoldalúan felértékelni az amerikai dollárral szemben, évente körülbelül 6 százalékkal.

Kína exponenciálisan növekvő jegybanki tartaléka azonban Japán, Németország és a többi kereskedelmi aktívumot termelő ország tartalékaitól különbözik. Ennek hátterében feltételezhetően az áll, hogy ezen országok folyófize-

\*A szerző köszönetét fejezi ki Kovács György egyetemi adjunktusnak a cikk megírása során nyújtott észrevételeiért.

tési-többletet a rövid és hosszú távon kiáramló magántőke ellentételezi. Lehetséges talán az, hogy a Kínában még mindig meglévő devizakorlátozások okozzák a különbségeket? Kína 2007-ben megszüntette a vállalati és a pénzügyi szektorból külföldre áramló tőkére vonatkozó restriktívóit, továbbá a magánszemélyek külföldre utazása terén is számos engedményeket tett. Habár a külföldi befektetési lehetőség előtt is fokozatosan megnyílnak a „kapuk”, mindezek ellenére a magánszektor (nem állami) továbbra is vonakodik ezen lehetőség kihasználásától. Mindezek mellett Kína Devizahatóságának (State Administration of Foreign Exchange, a továbbiakban: SAFE) folyamatosan a „forró” pénz beáramlásával kell még szembesülnie.

Mi állhat az e fajta rendellenesség mögött? Mivel minden résztvevő tudatában van a renminbi dollárral szembeni fokozatos felértékelődésének, a *dollár-észközök tartásának hajlandósága egyre csökken*. Ez a készség pedig az amerikai kamatláb esésével még tovább csökken, mivelhogy a dollár alapkamatát 2008 decemberében a világgazdasági recessziós félelmekre hivatkozva a Fed Nyíltpiaci Bizottsága 0,25 százalékra csökkentette. Ebben a nemzetközi pénzügyi helyzetben *McKinnon és Schnabl* (2008) a globális egyensúlytalanságokat kétféleképpen értelmezi. Az első elképzelés szerint az országok között fennálló megtakarítási egyensúlytalanságok által generált kereskedelmi hiányok okozzák a globális egyensúlytalanságokat, amelyet egy részről az USA folyó fizetési mérlegének hatalmas hiánya (negatív nettó megtakarítása), másik részről a vele szemben álló folyó fizetésimérleg- (nettó megtakarítási) többletet felhalmozó országok – Kína, Japán, Németország, az olajexportáló országok – hoznak létre. A másik értelmezés szerint Kína és az Egyesült Államok pénzügyi kapcsolatrendszerében létrejött masszív egyensúlytalanság az elsődleges oka a globális egyensúlytalanságoknak. *Kína kereskedelmimérleg-*

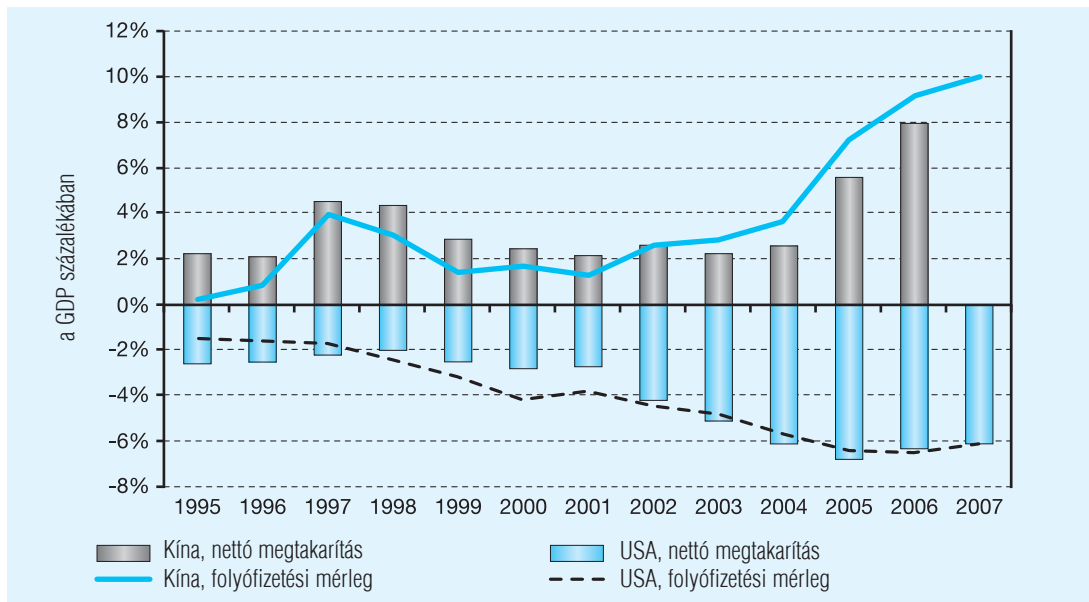
*többletének finanszírozását, ellentétben a többi többletet termelő országtól, nem a magántőke kiáramlása ellentételezi*. Ehelyett egy olyan folyamatnak lehetünk tanúi, amely során az országba beáramló dollármilliárdok a jegybanki tartalékokban csapódnak le, amelynek egy részét amerikai államkötvények vásárlására fordítva tovább gyarapítják a világ legnagyobb adósának, az Egyesült Államoknak a folyó fizetési mérleg-hiányát és adósságát.

A megtakarítási és beruházási egyensúlytalanságok két nagy gazdasági hatalom között erősödtek fel különösen az elmúlt egy évtizedben, az USA és Kína között. Az 1. ábrán láthatjuk, hogy Kína folyó fizetésimérleg-többlete 2007-re meghaladta a GDP-jének a 10 százalékát, elérve a 11,4 százalékot az év végére. Ugyanebben az évben az USA folyó fizetésimérleg-hiánya a GDP 5,1 százaléka volt, amely a méretbeli különbségek miatt azonban számítalan más ország kereskedelmi többletével is szemben állt. Az USA folyó fizetésimérleg-hiányának finanszírozása 2006-ra felszívta a fizetésimérleg-aktívummal rendelkező hatvanhét ország nemzetközi fizetési mérlegének teljes aktívumának több mint a háromötödét (Greenspan, 2008). Jelenleg *Bracke, Bussière, Fidora, Straub* (2007) elemzése szerint ez az érték elérte a 75 százalékot.

Az egyensúlyi állapot hosszú távon való eléréséhez a *bitelező gazdaságok magas megtakarítási hányadát kell visszaszorítani, az amerikai megtakarítások ösztönzése mellett*. Egy ilyen scenárió nem tenné szükségessé a nominális árfolyamok átértékelését, amely a globális egyensúlytalanságok tradicionális nézetét valló kutatók többsége szerint szükséges (Gábor, 2008). *McKinnon és Schnabl* (2008), akik elutasítják a renminbi árfolyamának nominális felértékelésével való globális korrekciót, a gazdasági hatalmak valutáinak stabilitásától teszik függővé a globális nettó megtakarítási egyensúly kialakulását. A következőkben a nemzetközi pénzügyi közvetítőrendszer egyensúlytalansá-

1. ábra

### MEGTAKARÍTÁS-BERUHÁZÁS MÉRLEG ÉS A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ALAKULÁSA KÍNÁBAN ÉS AZ USA-BAN



Forrás: IMF

gával, illetve a kínai monetáris politika elégtelenségével fogok foglalkozni. Az egyoldalú renminbifelértékelés, amelyet a 2007 nyara óta tartó fokozatos amerikai kamatvágások egyre súlyosabbá tettek, a Kínai Jegybankot, a People's Bank of China-t (a továbbiakban: PBC) arra késztetik, hogy masszív *dollárfelvásárlással* lépjen közbe a hazai devizapiacra.<sup>4</sup> Ahhoz, hogy Kína jelenlegi monetáris patthelyzetét megértsük, egy rövid áttekintést adok a kínai valuta árfolyamának alakulásáról az 1979-es gazdasági liberalizációt elindító nyitott kapuk politikájának a kezdete óta.

#### A RENMINBI-DOLLÁR ÁRFOLYAMÁNAK FÁZISAI A GAZDASÁGI LIBERALIZÁCIÓT KÖVETŐEN

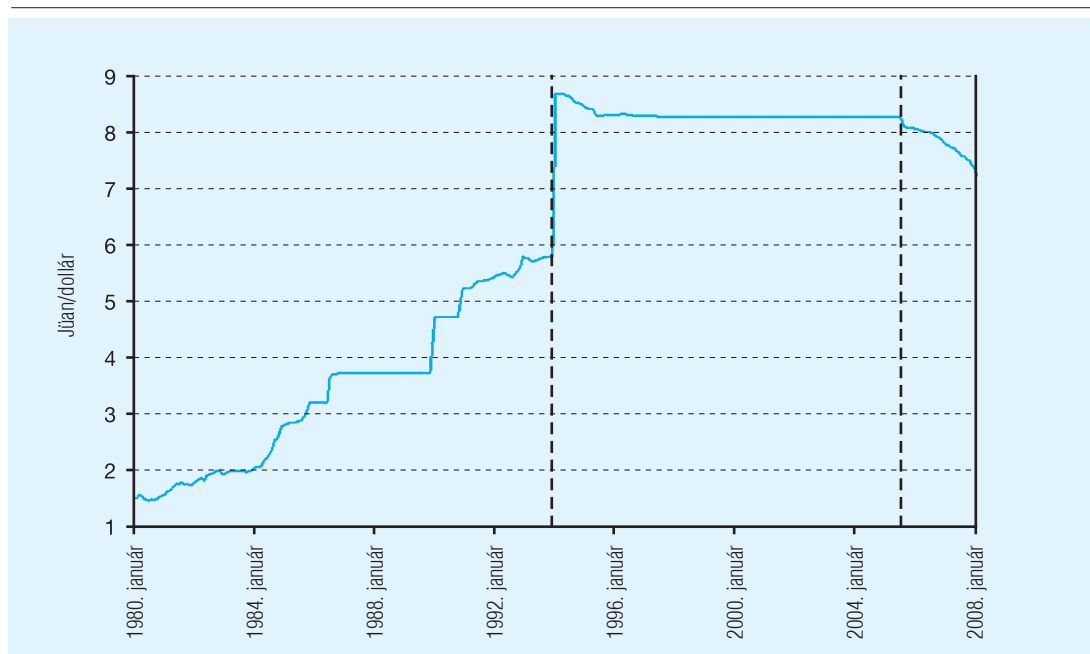
A gazdasági nyitást követően a jüan dollárhoz viszonyított árfolyammozgását három periódusra oszthatjuk fel (lásd 2. ábra). Az *első fázis* a leértékelődő és nem konvertibilis valuta idő-

szaka volt, a *második fázis* 1995 és 2005. július 21-e közé eső éveit a dollárhoz való rögzítés jellemezte, míg az *utolsó periódusban* megkezdődött a renminbi fokozatos, csúszó felértékelése. A következőkben ezt a három időszakot fogom részletesen bemutatni, hogy azt követően rámutassak az egyoldalú renminbifelértékeléssel kapcsolatos téveszmékre.

#### Első fázis – 1979–1994

Az 1994-es évet megelőzően a jüan a szó szoros értelmében inkonvertibilis valuta volt. A 80-as évek világgazdasági nyitását megelőzően fixen, 2,5 jüan/dolláros szinten volt az amerikai dollárhoz rögzítve a kínai valuta. Ez az árfolyam nem tükrözte a valuta vásárlóerő-paritását, de akkoriban a külkereskedelemnek még igen csekély szerepe volt a gazdaságban. A külgazdasági nyitást és a gazdasági reformok elindítását követően a kínai fizetőeszközre egy lefelé irányuló nyomás érvényesült – egészen 1,5

## RENMINBI/DOLLÁR ÁRFOLYAMA 1980–2008 KÖZÖTT



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

jüan/dollárig erősödött a kurzusa –, amelynek következtében egy enyhe folyó fizetésimérleg-hiány alakulhatott ki. A fekete piac – amely esetén a jüan jóval gyöngébb volt – visszaszorításának érdekében 1984-től elengedhetetlenné vált a jüan fokozatosan leértékelése. Ezzel párhuzamosan a külföldi kereskedelmi partnerek rendelkezésére egy sokkal stabilabb, úgynevezett „külföldi devizacertifikátokat” (foreign exchange certificates, FECs) bocsátottak ki az elszámolás céljából, amelyek azonban csak korlátozottan voltak felhasználhatók. Kizárólag a külfölddel gazdasági kapcsolatban álló szervezetek és külföldi multinacionális vállalatok kereskedhettek ezekkel a certifikátokkal külön e célból létrehozott „swapközpontokban”, ahol az átváltási arány gyöngébb volt a hivatalosnál.

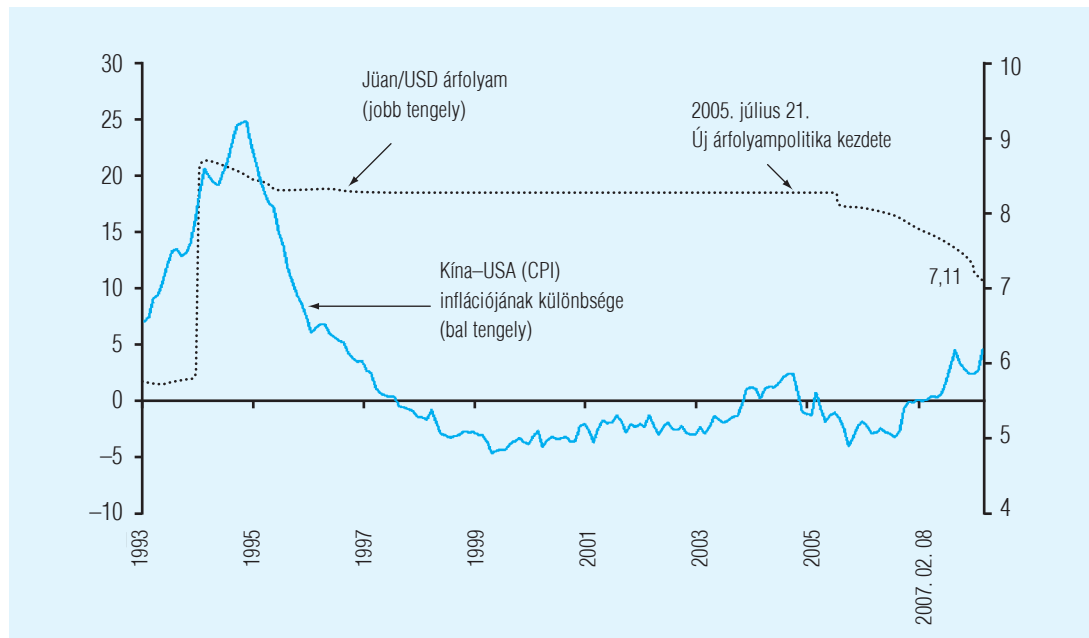
Mind a folyófizetési- és a tőke tranzakciókra, mind pedig az importra és az exportra egyaránt *devizakorlátozások* voltak életben, amelyek eredményeként az állami tulajdonú vállalatok végezték a külfölddel kapcsolatos gazdasági

tranzakciókat. A *kettős árfolyam* következtében a hazai relatív árszínvonalat továbbra is a központi gazdálkodás határozta meg, míg a keleti part menti speciális gazdasági övezetekben<sup>5</sup> a világgazdasági árszínvonal alakította a relatív árakat. A 2. ábrán a hivatalos árfolyam fokozatos emelkedése látható az egyes fázisban, 1,5 jüan/dolláros szintről 5,8-as szintig 1979 és 1993 között. A szigorú devizakontrollnak köszönhetően a „forró” pénz beáramlását kivédték, azonban ez azzal járt, hogy a hivatalos árfolyam gazdaságilag nem volt hatékony.

### Második fázis – 1994–2005

1994-ben a *jüan ténylegesen le lett értékelve*, a hivatalos és a swapárfolyam egyesítésével. Ez az új, gyöngébb árfolyam lehetővé tette az export-szektor még jobb teljesítményét, amely az ország növekedésének első számú forrásává vált. 1994-től Kína pénzügyi *reformfolyamata fel-*

### JÜAN/DOLLÁR ÁRFOLYAMA ÉS KÍNA-USA INFLÁCIÓJÁNAK A KÜLÖNBSÉGE



Forrás: McKinnon és Schnabl (2008)

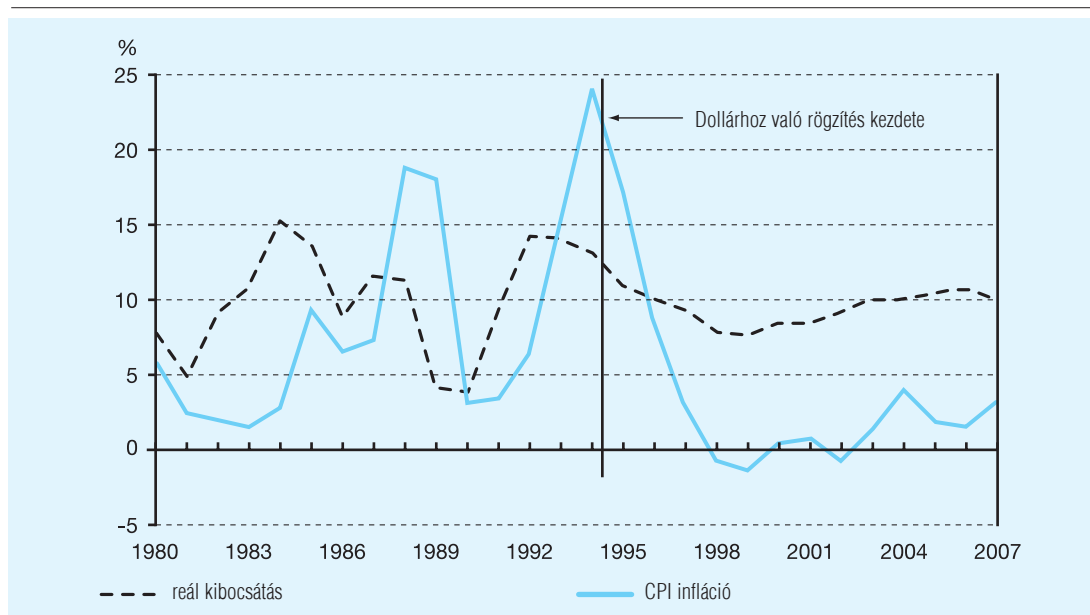
gyorsult. Az adózási rendszer reformja, a külkereskedelem liberalizációja, a folyó fizetések tranzakcióira vonatkozó devizakorlátozások eltörlése mind a kettős árfolyam egyesítését tették lehetővé. Kína 1996-ra formálisan is teljesítette az IMF VIII. cikkében leírtakat a folyó fizetési konvertibilitásra vonatkozólag.

Az új, egyesített árfolyamot 8,7 jüan/dolláros szinten határozták meg, amely közel esett az addigi swapárfolyamhoz. Az új árfolyammal a jüan lényegesen le lett értékelve a dollárral szemben, amit azonban a 1993–1995 közötti magas infláció indokoltta tett. A 3. ábrán láthatjuk, hogy a jüan hivatalos árfolyamának nominális leértékelésével a kínai és az amerikai árszínvonal közötti különbség közel hasonló mértékben csökkent. A valutaárfolyamok egyesítése – és az ezzel járó leértékelés – azonban nem járt különösebb reálárfolyam-leértékelődéssel. Mint ahogyan az a 2. ábrán is látható, a renminbi árfolyama 8,28 jüan/dollár szintre állt be, amelyet 10 éven keresztül változtatla-

nul tartott a monetáris politika. A dollárhoz való rögzítésnek két oka volt. Az első fázisban tapasztalható gazdasági „hullámvasút” következtében mind az infláció – amely 1993–1995 között érte el a csúcspontját –, mind pedig a reálkibocsátás növekedése hatalmas mértékű ingadozást mutatott (lásd 4. ábra).

A kezdetleges belföldi tőkepiac, az egyre lazuló központi tervezés és az árszabályozás fokozatos csökkentése következtében a PBC-nek növekvő problémát jelentett az árszínvonal stabilan tartása. Éppen ezért jelentett mentsvárat a jüan rögzítése, ez ugyanis kedvezőbb feltételeket teremtett meg a nominális horgonyok rögzítésére. Mint ahogyan az a 4. ábrán jól látható, a kettős árfolyam egyesítésével és a dollárhoz való rögzítéssel a fogyasztói-árszínvonal alacsony szinteken stabilizálódott, míg a GDP növekedésének fluktuációja kisimult, és mintegy 10 százalékos szintre állt be. A valutarögzítés mellett a monetáris politika még számos eszközzel rendelkezett, hogy megakadályozza a

### REÁL GDP-NÖVEKEDÉS ÉS A CPI VÁLTOZÁSA, KÍNA, 1980–2007



Forrás: IMF

gazdaság túlfűtöttségét, például a banki hitelek szabályozásán keresztül – tartalékkötelezettség, hitelkvóták, a szektoroknak adható hitelezési limitek megállapításával. De az infláció féken tartásának a leghatékonyabb eszközeinek mindenképp a dollárhoz való rögzítés bizonyult. Ebben nagy szerepe volt a fejletlen hazai kötvénypiacnak, a hitelek és a betétek merev kamatlábrögzítésének és annak, hogy Kína továbbra is vonakodott a nyíltpiaci műveletek különböző formáinak használatától, amely lehetővé tette volna a makrogazdaság jobb kontrollálását. Ennek hiányában belátható, hogy a valutarögzítés volt az egyetlen biztos eszköz az árszintek stabilan tartására. Japánban mellest 1949 és 1971 között, amikor hasonló gazdasági átalakuláson ment át a gazdaság és a reálkibocsátás hasonló szinteket mutatott, a jent 360 dolláros szinten rögzítették, stabilizálva ezzel a gazdaság növekedését.

Összefoglalva tehát a második fázist, a 10 éven keresztül 8,28 juan/dolláros szinten rögzített árfolyam a monetáris politika legfőbb eszköze volt, amelyet az 1994-es valutaárfolyamok

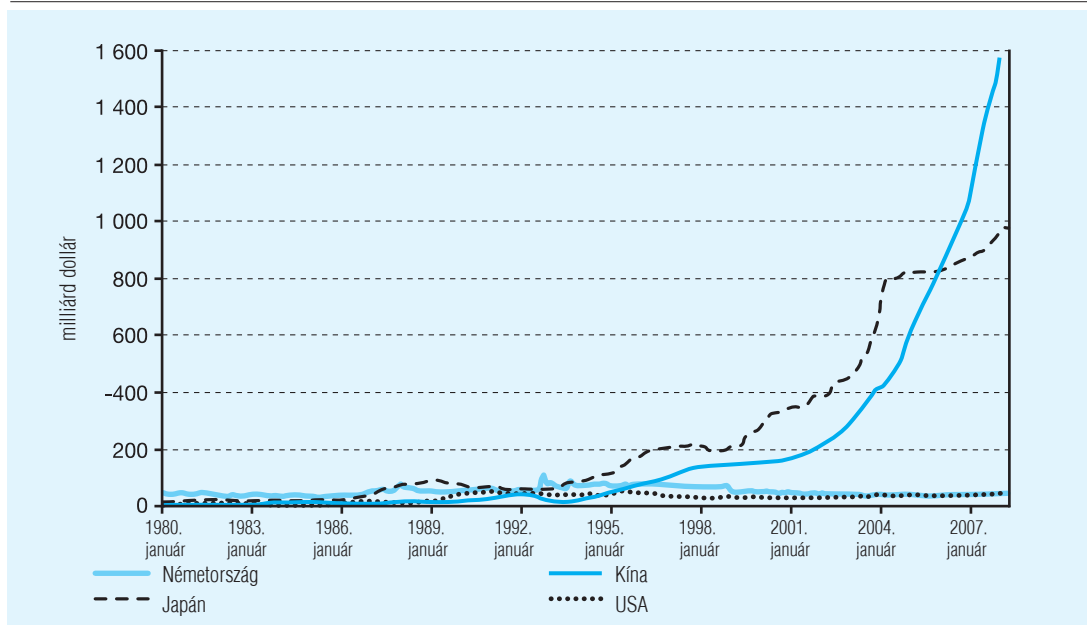
egyesítése és az 1994–1996-os folyófizetési-konvertibilitás kritériumainak kielégítése tett lehetővé. A hazai árszínvonal stabilizálásában (3. ábra) és a reálkibocsátás kisimításában (4. ábra) nagyon sikeresnek bizonyult a valutarögzítés egészen 2005-ig. Ellentétben tehát a globális egyensúlytalanság okait kutató nemzetközi kutatók többségének véleményével<sup>6</sup>, a rögzített valutaárfolyam véleményem szerint nem a renminbi leértékelésének „ravasz” eszköze volt, amivel a kereskedelmet próbálták mesterséges módon ösztönözni, hanem a gazdaság stabilizálásának és az árszínvonal alacsonyan tartásának volt az eszköze.

### Harmadik fázis

Láthatjuk, hogy a második periódus a töretlen növekedés és a makroökonómiai stabilitás időszak volt. Ezek után joggal tehető fel a kérdés, hogy mégis minek a hatására szakított az addigi árfolyam-politikájával Kína monetáris politikája?

5. ábra

## NÉMETORSZÁG, JAPÁN, KÍNA ÉS USA JEGYBANKI TARTALÉKA 1980–2007 KÖZÖTT



Forrás: IMF

Először is, 2003-at követően a folyó fizetési mérleg enyhe többlete exponenciális növekedésbe kezdett, amely mellett az országba beáramló külföldi működő tőke Kína fizetési mérlegét még inkább a többlet irányába tolta. Az 1. ábrán jól látható, hogy a mindösszesen 2 százalékot kitevő folyó fizetési mérleg többlete 2007-re elérte az ország GDP-jének a 11,4 százalékát. A Kína növekedését megalapozó exportszektor termékeinek a legnagyobb vásárlójává az Egyesült Államok vált, amelynek során Kína bilaterális kereskedelmi többlete az USA-val szemben 2006-ra elérte az amerikai GDP 1,1 százalékát – amely kétszer akkora, mint Japán többlete. E folyamat következtében Amerika összeszerelő iparágában foglalkoztatottak számának csökkenése egyre jobban aggasztja az amerikai politikusokat (McKinnon, Schnabl, 2008). Másodsor, Kína növekvő kereskedelmi többletét mind a nemzetközi közgazdász társadalom, mind a nemzetközi politika – akik szerint az alacsony árfolyamon tartott renminbi az export támogatásának az eszköze – félreértette és el-

ítelte. Kína jegybanki tartalékának 2003 és 2005 között tapasztalt jelentős növekedését a nemzetközi – de különösen az amerikai – gazdasági szakemberek a méltánytalan valutamanipuláció bizonyítékának látták.

Az amerikai politikai nyomás következtében végül 2005. július 21-től fokozatosan felértékelődni hagyja Kína monetáris vezetése a renminbit. Ennek a döntésnek a közvetlen előzményeként Charles Schumber és Leslie Graham szenátor vezette amerikai kormányzati szankciók – importtarifák – életbe léptetésével „fenyegette meg” Kínát. Erre válaszul 2005. július 21-én diszkrét 2,5 százalékkal értékelődött fel a jüan, és azóta is évente körülbelül 6 százalékkal erősödik a dollárral szemben a kínai fizetőeszköz. 2008. október végére 6,8 jüan/dolláros szintre csökkent a valuta kurzusa, amely azonban a világgazdasági recesszióhoz alkalmazkodva, mozdulatlanok látszik az utóbbi hónapokban.<sup>7</sup>

A renminbi további erősödésére számítva az amerikai szövetségi alapkamat mértéke 2007 augusztusi 5,25 százalékról 2008 decemberére



0,25 százalékos szintre csökkent, amely a rekordszintekre növekvő kínai jegybanki tartalék további növekedésének irányába hatott<sup>8</sup> (5. ábra). A monetáris bázis a PBC masszív sterilizációs lépéseinek ellenére is a GDP-t meghaladó mértékben növekedett tovább, amely az *infláció elszabadulásának veszélyét* jelenti.<sup>9</sup>

A 6. ábráról leolvasható, hogy 2001-et követően, amikortól az amerikai jegybank a gazdaság élénkítése céljából fokozatos kamatvágásokat hajtott végre – 2003. június 25-én 1 százalékra leszállítva a szövetségi irányadó kamatrátát –, a kínai fogyasztóiár-index (a továbbiakban: CPI) növekedésnek indult. Ezt követően 2004 júniusától egészen 2006 júniusáig, a Fed kamatemelési periódusának kezdetével a Kínába beáramló külföldi tőke mennyisége lecsökkent, amely a kínai CPI csökkenését eredményezte. Mindazonáltal 2007 szeptemberétől, amikor a kialakuló amerikai másodlagos jelzálogpiaci válságra válaszul a Fed újra kamatvágásokba kezdett, Kína és az egész világ esetében az inflációs várakozások szignifikánsan megnöttek. Mindezek következtében Kína hivatalos tartalékai tovább gyarapodtak. A *megnövekedett dollárfelvásárlások* eredményeként tovább gyarapodó monetáris bázis növekedését 2008 első felére a PBC sterilizációs lépésekkel már-már alig volt képes féken tartani. A fogyasztói árszínvonal növekedésére pedig a monetáris túlkínálaton túl a 2008 nyarára *rekordmagasságokba emelkedő nyersanyag- és élelmiszerárak* is további nyomást gyakoroltak (költséginfláció). Ennek következtében 2008 májusára a kínai fogyasztóiár-index mértéke 8 százalék fölé emelkedett.<sup>10</sup>

A világgazdasági recesszió és a zuhanó globális kereslet következtében 2008 nyara óta azonban fokozatosan *csökkeni látszik a kínai fogyasztóiár-index* (6. ábra). E csökkenést ellenben az előző gondolatmenettel – USA-kamatláb és a kínai CPI ellentétes irányú mozgásával – nem tudjuk igazolni, hiszen az amerikai irányadó kamatláb december óta gyakorlatilag 0,25

százalékos szinten maradt. Kína 2008. november havi inflációja – éves alapon – 2,4 százalékra csökkent<sup>11</sup>. A 6 százalékos is meghaladó csökkenés hátterében a gazdaság lelassulásából eredő *kényszerű keresletbeszűkülés* állhat. Jelen körünk gazdasági világválságának következtében a kínai GDP-növekedés 2008-ban régóta nem látott egy számjegyre, 9 százalékra csökkent, amely 2009-ben a Világbank előrejelzése szerint 7,5 százalékra esik majd vissza. A júan felértékeléséből eredő inflációt csökkentő – deflációs – hatás azonban e periódusban nem fejthette ki hatását, ugyanis a júan felértékelődését a kínai monetáris politika 2008 ősze óta ideiglenesen felfüggesztette.<sup>12</sup> Amíg 2008 első felében a kínai monetáris hatóságoknak az infláció elszabadulásával kellett megküzdenie, napjainkra az árak eséséből származó, lefelé irányuló *deflációs spirállal* kell felvennie a harcot. Ezt támasztja alá az év elején még az infláció ellen „küzdő” magas, 7,47 százalékos kínai jegybanki alapkamatnak 2008 második felében történő többszöri vágása, amelyet decemberre 5,31 százalékra szállított le a monetáris hatóság.

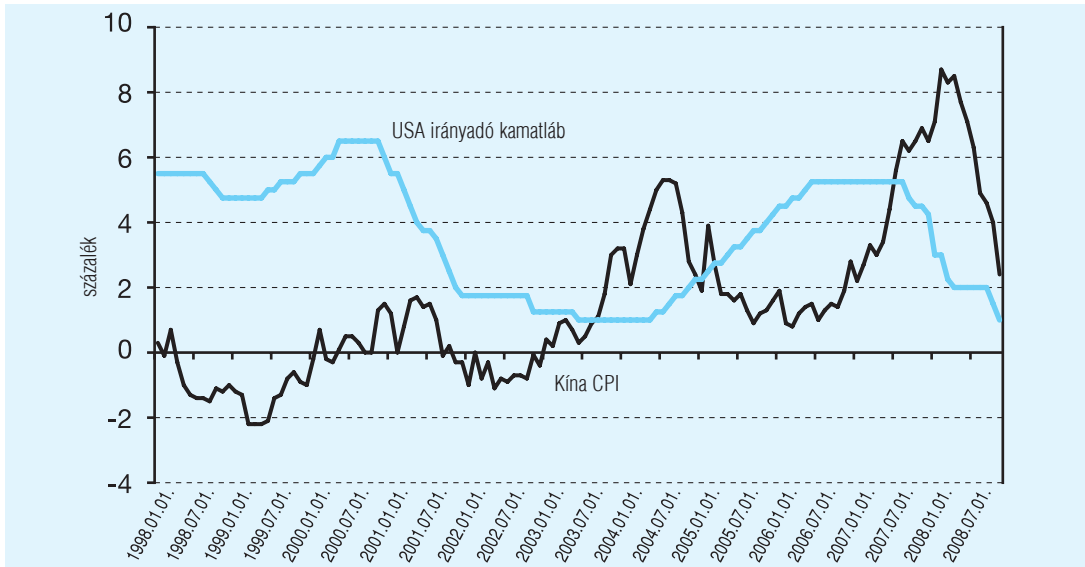
A következőkben vonatkoztassunk el kicsit a világgazdasági recesszió okozta ciklikus változásoktól; nevezetesen a zuhanó nyersanyagáraktól, a beszűkülő kereslettől és az ezek következtében lecsökkenő inflációs várakozásoktól. Kína fogyasztóiár-indexe 2008 áprilisában elérte a 8,4 százalékot. Valószínűsítem azt, hogy a nyár során kiobbant globális recesszió bekövetkezte nélkül a kínai árszínvonal tovább nőtt volna. Ebben az esetben azonban a 2007-ig deflációt exportáló Kína a világra gyakorolt inflációs nyomásával tovább nehezítette volna a globális infláció elleni küzdelmet.

A hazai fogyasztóiár-színvonal emelkedését a bérszínvonal emelkedése is lekövette, amely a kínai tömegtermékek dollárban meghatározott árát tovább növelte. 2007 júliusától e növekedés hatására Kína már nem deflációt, hanem inflációt exportált a világba. *A belső infláció és a felértékelődő júan kombinációja* tehát a világ ár-



6. ábra

### KÍNA INFLÁCIÓJÁNAK ÉS AZ AMERIKAI SZÖVETSÉGI IRÁNYADÓ KAMATRÁTÁJÁNAK A SZÁZALÉKOS VÁLTOZÁSA, 1998–2008



Forrás: National Bureau of Statistics of China, Fed, Bloomberg

színvonalának emelkedését eredményezte. A 7. ábra remekül szemlélteti, hogy míg 2007-ig a kínai exportcikkek árai az USA és a világ árszínvonalát lefelé húzták, addig 2007 közepétől az exportáruk árainak növekedése fokozatos inflációs nyomást kényszerített a világra.

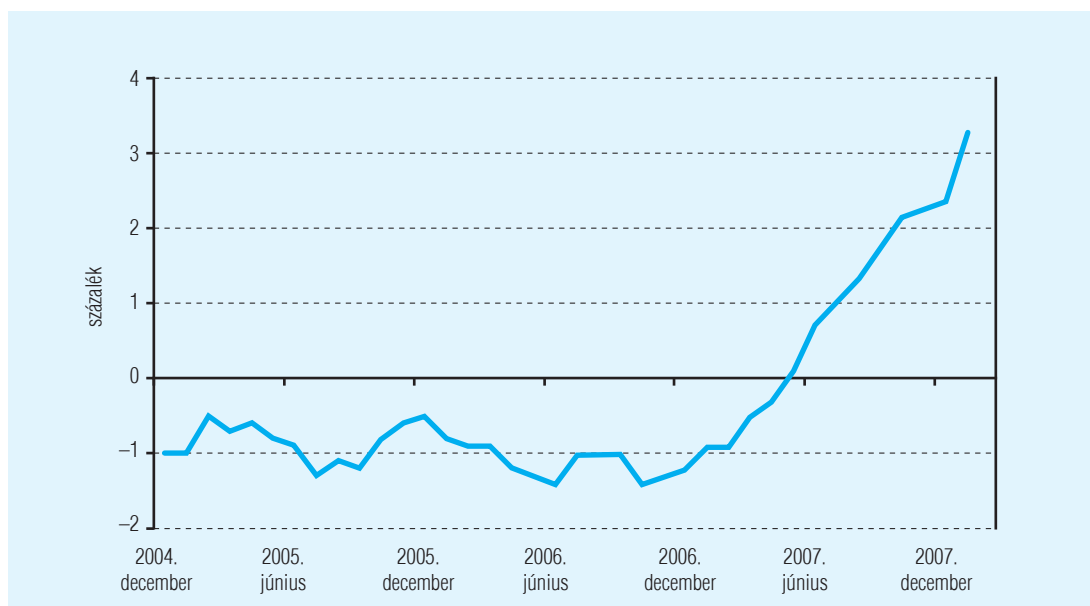
Napjaink gazdasági recessziója az előzetes kalkulációk szerint 2010–2011-ig eltarthat. Az azt követő stabilizáció és újabb *konjunkturális hullám* nyomán az előzőekben felvázolt *inflációs nyomás* újra előtérbe kerülhet. Az alacsony olajár miatt eltolt kínálatnövelő beruházások, a növekvő kínai lakosság, az általuk egyre nagyobb mértékben támasztott belföldi kereslet és a növekvő reálbérek a következő évtizedben bizonyosan nagy kihívást fognak jelenteni Kína és a világgazdaság számára.

A júan árfolyamának harmadik fázisáról összefoglalva azt mondhatjuk, hogy az egyoldalú felértékelési nyomás következtében kialakuló rövid távú inflációs erők a PBC monetáris eszközrendszerének a hatáskörét lényegesen beszűkítette. Mindezek következtében forró

penz áramlik a gazdaságba, a PBC folyamatos dollárfelvásárlóként jelenik meg a devizapiacra, az árszínvonal emelkedését nem tudja a monetáris politika megakadályozni, és végül a kereskedelmi mérleg többletének további növekedése figyelhető meg, amelyet továbbra sem a magántőke kiáramlása ellentételez.

### TÉVHITEK AZ ALACSONY ÁRFOLYAMON TARTOTT JÜANNAL KAPCSOLATBAN

2008 nyaráig Kínát *monetáris és árfolyam-politikai patthelyzet* jellemezte, amely során fizetőeszközüre *egy egyoldalú felértékelési nyomás* nehezedett. Akkoriban a túlhevülés veszélye fenyegette a gazdaságot, amit elsősorban a 8 százalékos meghaladó infláció váltott ki. Kína monetáris politikája így tehetetlen volt, ezért a megfelelő intézkedéseket nem tudta megtenni a nettó kereskedelmi (megtakarítási) többletnek csökkentése érdekében. Nyilvánvaló lépésnek tűnhetett például az adócsökkentés vagy a

**A KÍNÁBÓL SZÁRMAZÓ IMPORT HATÁSA AZ AMERIKAI ÁRSZÍNVONALRA, 2005–2005**

Forrás: McKinnon és Schnabl (2005)

kormányzat szociális kiadásainak növelése a nettó megtakarítás csökkentésére, azonban mindez rövid távú inflációs hatással járt volna. Ez idő alatt Kína folyófizetésimérleg-többletének további növekedése – amelyet nem a magántőke kiáramlása ellentételezett – tovább rontott a helyzeten. A jegybanki hivatalos tartalékok mértéke, amely 2008-ban átlagosan 40 milliárd dollárral gyarapodott havonta, szignifikánsan meghaladta a kereskedelmi többlet növekményét (lásd 8. ábra). 2008 szeptemberére a tartalékok mértéke ennek következtében meghaladta az 1900 milliárd dollárt!<sup>13</sup>

Mivel a külföldi szakemberek ezt a hihetetlen mértékben növekvő folyófizetésimérleg-többletet és jegybanki tartalékok gyarapodását félreértelmezik, további jüanfelértékelést sürgetnek. Ez a külföldi nyomás megerősíti azon várakozásokat McKinnon és Schnabl (2008) szerint, amely szerint az erősebb fizetőeszköz a forró pénz beáramlását vonja majd maga után.

*Mi lehet ezek után a megoldás a patthelyzetre?* Az egyértelműnek látszik, hogy Kína önmaga nem lesz képes saját helyzetének és az ebből

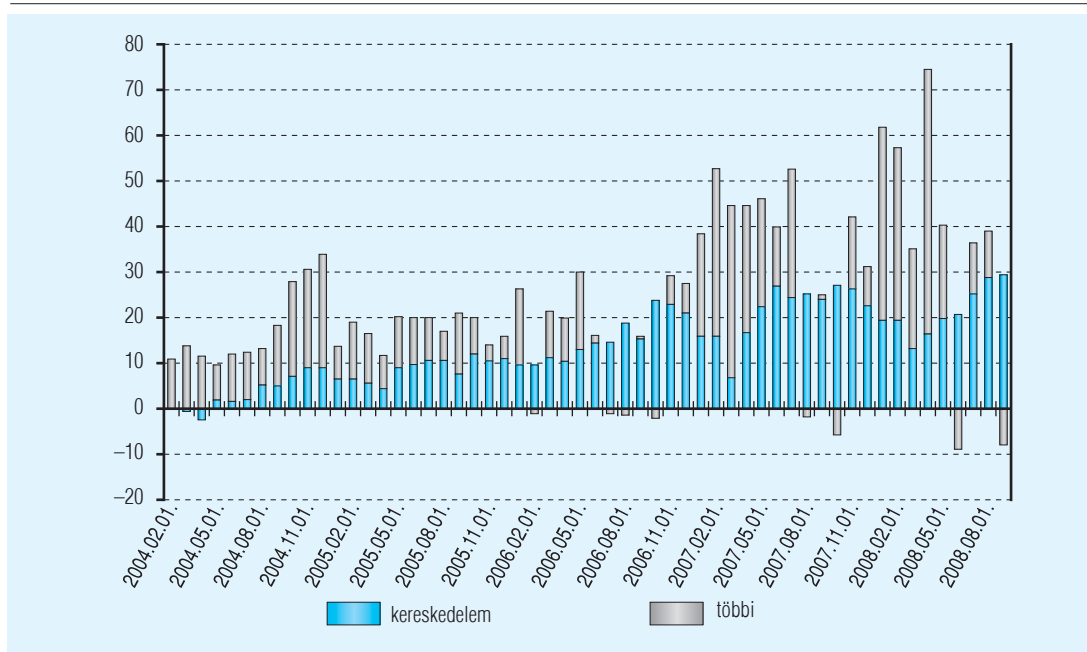
eredő világgazdasági monetáris zavarok megoldására. A valutastabilizációt, amely *külföldi összefogással* lenne sikeresen megvalósítható, mindenesetre meg kellene előznie a *megtakarítási-beruházási mérleg korrekciójának*, amely hónapokig, akár évekig is eltarthatna. Mindazonáltal a cél eléréséhez Kínának is el kell köteleznie magát. Olyan világos *fiskális intézkedésekre* van szükség, amely egyrészt a jövőbeli megtakarítási többlet felszámolására irányul, másrészt pedig a belföldi fogyasztás élénkülését eredményezi.

Mindezek ellenére *három tévhit* él a kínai árfolyam-politikával kapcsolatban a nemzetközi szakirodalomban, amely mind a mai napig meggátolta a probléma hatékony kezelését. A következőkben McKinnon és Schnabl (2008) által felvázolt, a külföldi szakmának a kínai árfolyammal kapcsolatos téves értelmezését fogom bemutatni.

**1. TÉVESZME** A devizaárfolyam hatással van a kereskedelmi egyensúlyra.

A legtöbb nemzetközi árfolyam-mechanizmussal foglalkozó közgazdász úgy véli, hogy

## KÍNA HIVATALOS TARTALÉKAINAK HAVI VÁLTOZÁSA, 2004–2008



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

A fehér és a fekete oszlopok összege adja a tartalékok változását, míg a fehér oszlop a kereskedelmi egyenleg változását mutatja.

egy ország kereskedelmi egyensúlyát az árfolyam szintjével lehet befolyásolni. A folyó fizetési mérleg többlete ugyanakkor csakis a belföldi beruházásokat meghaladó belföldi megtakarítások – külföldön pedig ennek fordítottját – mértékét tükrözi. Az, hogy a hitelező ország árfolyamának enyhe felértékelése hogyan hat a folyó fizetési mérlegre, zavaros és közel sem egyértelmű. Az viszont igaz, hogy az exporttermékek jóval drágábbak lesznek a külföldiek számára – relatív árhatás. De a nemzetközi tőke előtt megnyitott gazdaság esetén a hazai beruházások mértéke csökkenni fog, hiszen a felértékelés következtében kialakuló környezet sokkal drágábbá teszi az országban való termelést. Mindamellettt mivel Kína hatalmas dollártartalékokkal rendelkezik, a felértékelődésből eredő dollárgyengülés következtében kialakuló negatív vagyongatás tovább csökkentheti a hazai kiadásokat, beleértve az importot. Az import csökkenése pedig kiegyensúlyozza a külföldi

valutában meghatározott hazai exporttermékek árnövekedéséből eredő exportfékező hatását, amelynek következtében a nettó kereskedelmi egyenleg csak kicsi, bizonytalan mértékben változik meg (Qiao, 2007). E feltevés alátámasztására talán a legtanulságosabb példa Japán helyzete 1971-et követően. Hasonlóan Kína jelenlegi helyzetéhez, a japán fizetőeszközzre, a jenre akkoriban külföldi felértékelődési nyomás nehezedett. Ennek hatására 1971-ben felhagytak a jen árfolyamának dollárhoz való rögzítésével és a 360 jen/dolláros árfolyam 1995 áprilisára 80 jen/dolláros árfolyamra erősödött! E hatalmas felértékelődés ellenére Japán nettó kereskedelmi többlete az 1970-es évek 2 százalékos szintjéről 1980-as évekre 5 százalékra emelkedett, és napjainkra is 4-5 százalék körül mozog a jen 90–110 dolláros árfolyama mellett. Tehát az árfolyammozgásoknak nem volt különösebb szisztematikus hatása Japán nettó kereskedelmi (megtakarítási) egyenlegére. A nagymértékű, dollár-

ral szembeni nominális felértékelés, amelyet Japán üdvözített a 70-es évek inflációs korszakában, végül az ország makrogazdasági egyensúlyát borította fel. A 80-as évek végére az egyre erősödő jen hatására, az exporttevékenység csökkenése mellett buborékok alakultak ki Japán részvény- és ingatlanpiacán. Miután a lufi kipukkant 1990–1991-ben, a jenre további felértékelődési nyomás nehezedett egészen 1995-ig. Japán gazdaságát a defláció súlytotta pangás jellemezte 1992 és 2002 között, az úgynevezett „*elvesztett évtized*” ideje alatt. A devizaárfolyamkockázat zéró kamatlábszint közeli állapotot és likviditási csapdát eredményezett, amely lehetetlenné tette a monetáris döntéshozók számára a belföldi kereslet élénkítését (Krugman, 1998). Habár 2002 óta Japán export által vezérelt növekedése 2–3 százalékos szintet ér el, azóta is a defláció utótünetei sújtják a gazdaságot: a bérek és személyenkénti fogyasztás stagnál.

**2. TÉVESZME** A folyamatban levő árfolyamfelértékelés csökkenti az inflációt.

A *második feltevés* szerint egy ország valutájának felértékelésével a belföldi infláció mértékét lehet csökkenteni vagy legalábbis elszigetelni az országot a nemzetközi inflációs folyamatoktól. Szinte már tényként kezelik azt, hogy a *felértékelés az infláció elleni harc egyik hatékony eszköze*. Ez bizonyára igaz is, hosszú távon, mint ahogy Japán szerencsétlen példájából láthattuk. Azonban egy olyan fejlődő ország esetén, ahol előzőleg nominális árfolyamrögzítést alkalmaztak – és így a belföldi és a külföldi inflációt többé-kevésbé összhangba hozták –, *az árfolyam felértékelésének rövid távú hatása inflációt gerjeszthet*, mint ahogyan az Japán és Kína esetén is megfigyelhető. Rövid távon tehát a monetáris kontroll hiánya következtében kialakuló inflációs nyomás elnyomja a magasabb árfolyam következtében kialakuló deflációs hatást (McKinnon, Schnabl, 2008).

Ez esetben is vegyük újra a japán példát. A Bretton Woods-i árfolyamrendszer rögzített paritásai keretében a jen 1949 és 1971 augusztusa

között 360 dolláros árszinten volt beállítva, így a kereskedelmi szektor inflációja nagyjából az USA-éval volt egy szinten. 1970 tavaszán a piaci résztvevők a dollár gyors leértékelődését jelezték előre, ami a „forró” tőke kiáramlását eredményezte volna az USA-ból Európa és Japán irányába. Ez be is következett, így a japán monetáris vezetés válaszlépésül erősen beavatkozott a devizapiacra a felértékelődés ellen védekezve, amelynek következtében hatalmas jegybanki tartalékok épültek fel a hazai pénzkínálat növekedésével egyidejűleg. A kereskedelmi szektor évesített inflációja 1974-re meghaladta az USA áremelkedését: 31,3 százalék az USA 18,9 százalékaival szemben. Az infláció csak az 1970-es évek végén süllyedt az amerikai CPI alá, amikor a magasabb jen okozta deflációs erők elkezdtek kifejteni hatásukat. Mindazonáltal a rövid távú infláció időbeli hossza és erőssége minden várakozást felülmúlt.

Kína jelenleg ott tart, mint Japán a 1970-es években. *A külső felértékelési nyomás hatására a rövid távon megjelenő inflációs erők egyre inkább túlfűtik Kína gazdaságát.*<sup>14</sup> Van-e Kínának más választása, mint behódolni a külső politikai nyomásnak és felértékelni hagynia a valutáját? Az biztos, hogy egy dollárközpontú világgazdaságban, ha az Egyesült Államok inflációja tovább növekszik, a PBC-nek nem lesz más választása, mint a felértékelés.

**3. TÉVESZME** A valuta lebegtetése egyensúlyt teremt a devizapiacra.

Kína bankrendszerének sebezhetőségéből, az alulfejlett devizapiacából és az árfolyamkockázatot kezelő instrumentumok hiányából arra lehet következtetni, hogy a rugalmasabb árfolyamrendszer csakis lépésenként vezethető be, kezdve az árfolyamsáv kiszélesítésével, amelyen belül a jüan napi értékét előre rögzítenék.

A kínai monetáris politika azért ódzkodik annyira a rugalmas árfolyamrendszer bevezetésétől, mert a *lebegtetés súlyos zavarokat okozna a kínai gazdaságban* (Makin, 2008). Egy olyan esetben, ha a jegybank a fizetőeszköz lebegteté-

sét az egyik pillanatról a másikra – az országból kiáramló magántőke kontrolljának az eltörlése mellett – engedélyezné, akkor az a tőke menekülését idézné elő, amely aláásná az amúgy is instabil lábakon álló bankrendszerrel.<sup>15</sup> Éppen ezért a jüan árfolyamának teljes körű reformjára még várni kell mindaddig, amíg a bankrendszer reformja meg nem történik. Erre C. Fred Bergsten (2007) – aki a jelen cikk véleményétől eltérően a jüan felértékelésében és a dollár leértékelésében látja a globális egyensúlytalanságok korrekcióját – szerint még éveket kell várni. Szerinte a rugalmas kínai árfolyamrendszer csak a második fázisban valósulhat meg, amelyet a bankrendszer reformjának és a jüan további felértékelésének kell megelőznie.

Ezen a ponton érezhetően nagy az *ellentét* a nemzetközi közgazdasági szakirodalomban. A Peterson Institute munkatársai és velük együtt a globális egyensúlytalanság fenntarthatóságával foglalkozó tradicionális iskola képviselői a nemzetközi feszültségek feloldása érdekében egy azonnali, több lépésben végrehajtandó jüanfelértékelést javasolnak (Gábor, 2009).

E szakmai vitában Tatom (2007) azon kevesek közé tartozik, aki derülátó és azt állítja, hogy a jüan nominális értelemben vett árfolyamának alulértékeltsége nem adhat okot aggodalomra, ugyanis a reálárfolyam mindenképp visszatér a hosszú távú átlaghoz a vásárlóerőparitás mechanizmusán keresztül. McKinnon és Schnabl (2006) még ennél is továbbmegy, és alapjaiban kérdőjelezi meg a jüan felértékeléséből eredő globális korrekciót. Kína nem képes felhagyni a devizapiaci intervencióval és ezáltal nem engedheti meg valutájának lebegtetését – mint ahogyan azt az európai országok tették a Bretton Woods-i rendszer összeomlását követően. Ez a lépés ugyanis egy olyan meghatározott valutaárfolyam meglétét kívánná meg, ami csak akkor alakulhatna ki, ha a PBC kilépne a devizapiacról. Tehát az európai helyzettől eltérően Kína az úgynevezett téves valutaárfolyam által előidézett „*ellentmondásos előny*” szindrómában

szenvet – amely terminológia McKinnon és Schnabl (2004) nevéhez fűződik<sup>16</sup> –, ami megakadályozza a piaci szereplőket abban, hogy a túlzott dollárkínálatot felszívják.

Mi okozza tehát azt a tévedést, amely így aláásza a lebegtetést?

A renminbit, hasonlóan a többi fejlődő ország valutájához, nem használják széles körben a nemzetközi kölcsön- és hitelpiacon. Kína ezt a tőkepiaci „hézagot” úgy tölti ki, hogy hatalmas megtakarítási – kereskedelmi – többletet halmoz fel. Az így felhalmozódó többlet kereskedelmi partnerei számára – akik szerint az alacsony árfolyamon tartott *jüan méltánytalan piaci helyzetet* teremt – egyre kevésbé elfogadható. Mindazonáltal a belföldi tőkepiac magánszereplőinek – így a bankoknak, biztosítási vállalatoknak és a nyugdíjalapoknak – kötelezettségei hazai valutában állnak fenn. Ennek következtében, ha a jüan/dollár árfolyam véletlenül ingadozik, a kínai pénzügyi intézetek *árfolyamkockázati kitettsége* megnő, ami miatt érhető, hogy ezen szereplők vonakodnak a dolláreszközök felhalmozásától. Azáltal, hogy a hazai szereplők mindinkább szabadulni kívánnak a dollártól, a jegybanki tartalékok mértéke még tovább nő. Következésképpen a *szabadon lebegtetés a renminbi dollárral szembeni végtelen felfelé mutató spirálját eredményezné* – egy olyan előre meghatározott egyensúlyi pont hiányában, ahol a kínai pénzügyi intézmények dolláreszközök vásárlójaként jelennének meg a piacon a további leértékelődéseik megakadályozása érdekében. Az „*ellentmondás*” a PBC számára ott jelentkezik, amikor az ismétlődő felértékelés komoly deflációs erőket generálva *zéró kamatlábú likviditási csapdába* hajszolja a gazdaságot, azáltal, hogy a hazai szereplők a dolláreszközöiktől tömegesen „szabadulni” akarnak. Ha viszont a felértékelést nem hajtják végre – vagy azért mert nem sikerül, vagy azért mert nem akarják – akkor az kereskedelmi szankciók életbe léptetését eredményezi az országgal szemben. Látható tehát, hogy a kínai

monetáris vezetés az ellentmondásos előny áldozatává válva kényszerült 2005. július 21-től felhagyni a dollárhoz való rögzítéssel.

A *harmadik téveszme* az elsővel áll szoros kapcsolatban. Egy *lebegő és fokozatosan felértékelődő renminbi valószínűleg nem csökkenti Kína kereskedelmi többletét*, a dollár pedig továbbra is nagymértékben beáramlana Kínába. Abban az esetben, ha Kína nem lenne hitelező ország, akkor a kereskedelmi (nettó megtakarítási) egyenlegének egyensúly közeli állapota miatt nem állhatna fenn az előzőekben már említett téves valutaárfolyam jelensége. Ez pedig a valuta lebegtetését tenné szabaddá a monetáris hatóságok előtt. Azonban ebben az esetben is komoly problémákat vetne fel a lebegtetés, amit egy részről az alulfejlett kínai részvénytőkepiac, másrészt a lakosokra vonatkozó tőkeszabályozások akadályoznának. A forwardpiacon ugyanis a valutakockázatot lefedező magánügyleteknek a lebonyolítása igen nehézkes és költséges. Így ha a monetáris politika a valuta lebegtetése mellett döntene, az árfolyam akkor is előbb vagy utóbb beszűkülne egy szűk sávba, annak érdekében, hogy csökkenjen az exporttörök és az importtörök kockázata (McKinnon, Schnabl, 2008).

## A STABIL ÁRFOLYAMRENDSZERHEZ VEZETŐ ÚT

Kína monetáris politikájának stabilizálása érdekében *szükség van* az előzőleg említett *tévhiteknek a feladására*. Mint minden fejlődő ország esetén, így Kínánál is az *árfolyam-politika nem más, mint a monetáris politika kezének meghosszabbítása* – és nem valamiféle kereskedelmi ösztönző eszköz. McKinnon és Schnabl (2008) véleménye szerint Kína monetáris politikájának és a globális gazdasági feszültségek megoldásának az lehetne a kulcsa, ha lenne egy olyan jüan/dollár árfolyamszint, ahol a kínai monetáris politika stabilan tudná tartani a valutát. Bár nem fix árfo-

lyamot tartanak kívánatosnak, hiszen napjaink liberalizált világgazdaságában az árfolyamok rögzítése – főleg a világ negyedik legnagyobb gazdasági hatalma esetén – nem elfogadott, mégis egy nagyon *szűk árfolyamsávot* javasolnak ( $\pm 0,3$  százalék). Ebben az esetben Kína gazdasága a jüan második fázisában leírtakhoz hasonlóan stabilizálódhatna. Az árfolyamszint pontos kijelölésének kérdése nem olyan lényeges, mint az, hogy a monetáris vezetés képes legyen azt *hitelesen* megtartani hosszú távon. Mindehhez viszont elsősorban arra van szükség, hogy a kínai valutára nehezedő nemzetközi nyomás csillapodjon és *megszűnjön a jüan felértékelésének a kötelezettsége*. A javaslat szerint tehát az első lépésnek a külső politikai nyomás megszűnésének kell lennie, amelyet a PBC azon lépése követhetne, amely során meghatároz egy árfolyamszintet, amelyhez a későbbiekben ragaszkodik. Mindezek következtében a jüan felértékelődése megtorpanna. Ha ma történné meg ez a lépés, nagy valószínűséggel ez az árfolyam a 6,8 jüan/dollár lenne. Ezt a *magántőke masszív kiáramlása* – amelyet a kínai bankok, biztosítótársaságok és nyugdíjalapok közvetítenének – követné, amelyet a diverzifikáció adta előnyök miatt minden pénzügyi közvetítő üdvözölne. A szűk sávós árfolyamrendszer mellett a PBC felhagyhatna a dollárvásárlással a devizapiacra. Sőt, ha a kiáramló tőke mértéke meghaladná a folyófizetési-többlet mértékét, akkor a PBC-nek közbe kellene avatkoznia azzal, hogy dolláreladásokkal a középárfolyam közelébe tartsa a valuta árfolyamát. Ez esetben a PBC visszaszerezhetné a hazai pénzkínálat szabályozása fölötti hatalmat, az inflációt kézben tarthatná és javulna a hazai pénzügyi közvetítők minősége.

Ha a fent leírtak egyszer megvalósulnak, azaz a monetáris politika és árfolyamrendszer stabilizálódik, akkor Kína végre csökkenteni tudná a hatalmas hazai beruházásokhoz mérten is kimagaslóan nagy hazai megtakarítások mértékét anélkül, hogy különösebben aggódnia kellene a rövid távú inflációs nyomástól.



## ÖSSZEFOGLALÁS HELYETT

Cikkemben a nemzetközi közgazdaságtan fő áramvonalától eltérően kívántam Kína árfolyam-politikáját bemutatni. Ellentétben a globális egyensúlytalanságokat kutató tudósok többségétől arra próbáltam rávilágítani, hogy a *külső politikai nyomás következtében kialakult felértékelési hullám nem feltétlenül a kívánt cél elérése felé viszi a kínai gazdaságot, és rövid távon semmi esetre sem hat a globális korrekciók irányába*. Céloom ezzel az volt, hogy a „másik” oldal által képviselt véleményeket szemléltessem. A kínai valuta gazdasági nyitást követő árfolyamának három fázisának részletezésével arra mutattam rá, hogy a második, azaz a dollárhoz való rögzítés időszakában vált Kína makrogazdasága a legstabilabbá. Mindezek értelmében mind a kínai gazdaság, mind pedig a globális kiigazítás szempontjából egy szűk árfolyamsávú árfolyamszint kijelölése lenne a legkívánatosabb és nem a jüan fokozatos csúszó felértékelése.

Véleményem szerint a nyugati gazdasági hatalmak nem a globális gazdaság egészének érdekeit veszik figyelembe, amikor a jüan felértékelésére kényszerítik a kínai gazdaságot, hanem csakis saját gazdasági és társadalmi érdekeiket tartják szem előtt. Amerikát egyrészt az aggasztja, hogy folyófizetése méreg-hiánya az elmúlt években rekord magas szintekre növekedett, másrészt pedig a kínai export – azaz a világméreteket öltő ver-

seny – következtében az amerikai összeszerelő iparágban egyre többen veszítik el az állásukat, amely társadalmi feszültségeket szül. A globális turbulenciák enyhítése érdekében arra van szükség, hogy Kína monetáris politikája felhagyjon a dolláreszközök felvásárlásával. Ez azonban csak akkor lehetséges, ha Kína piaci szereplői – a felértékeléstől való félelem miatt – nem váltják át az export révén az országba áramló dollármilliárdokat. Ha azonban bevételük egy részét dollárban tartják, akkor az a tőke jobb megtérülése érdekében az amerikai és az európai piacokra áramlana. Áramlana! Ugyanis sem az amerikai, sem az európai kormányzatok nem nézik jó szemmel a kínai magántőke beáramlását. Látható tehát itt egy *ördögi kör*: A vezető gazdasági hatalmak Kínát restriktívakkal fenyegetik, azonban engedményeket tételére nem hajlandók. Engedmények nélkül pedig a jüanfelértékelés nem valószínű, hogy meghozza a kívánt eredményt.

Bár jelen korunk pénzügyi világválsága a *ciklikus tényezőkben* – hanyatló nyersanyagárak, beszűkülő globális kereslet – *bekövetkezett változásokon* keresztül a túlfűtött kínai gazdaság problémáit egy időre elfojtotta, mindazonáltal úgy vélem, hogy a válságból kilábalva a cikk során említett problémák újra ki fognak újulni. A probléma minél korábbi kezelése kritikus lehet a globális gazdaság egésze szempontjából, amelynek első lépése a jüanra nehezedő felértékelődési nyomás megszüntetése lehetne.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2008

<sup>2</sup> CIA The World Factbook, 2007-es adat

<sup>3</sup> Az amerikai szaknyelvben a renminbi szót használják a kínai valuta megnevezésére.

<sup>4</sup> Egészen 2005-ig a PBC-nek más lehetősége nem is volt, mint a dollárfelvásárlás, hiszen az exportból származó dollárbevételeket a kínai vállalatoknak át kellett váltaniuk hazai valutára. 2005-öt követően

azonban az egyre felértékelődő jüan ésszerűtlenné tette a dollártartást, amely további dolláreladásokat eredményezett a magánszektor részéről.

<sup>5</sup> Az úgynevezett speciális gazdasági övezetekben (Special Economic Zones) kialakított kedvező környezet következtében ezekbe a provinciákba áramlott az országba érkező FDI több mint 83 százaléka 1999-ben. A legvonzóbb provinciák Guangdong (28 százalék), Jiangsu (12 százalék), Fujian (12 százalék), Shanghai (5 százalék), Beijing (4 százalék) és Tianjin (4 százalék) voltak (Fu, 2004).

■ KÖZPÉNZÜGYEK – A gazdasági világválság és a magyar nemzetgazdaság ■

- <sup>6</sup> Példának okáért Dooley, Folkerts-Landau és Garber 2004-ben megjelent cikke szerint az ázsiai országok a valutáik árfolyamát alulértékeltlen tartják a dollárral szemben, hogy ezzel a hazai és külföldi működő tőkét az exportorientált ágazatok felé csábítsák. Ennek eredményeképp tartós folyófizetési-többlet alakul ki és további dollármilliárdok halmozódnak fel az ázsiai központi bankok tartalékaiban.
- <sup>7</sup> Forrás: State Administration of Foreign Exchange of the People's Republic of China
- <sup>8</sup> Az alacsony amerikai szövetségi alapkamat következtében kialakuló likviditástöbblet eredményeként az USA-ban soha nem látott szintekre nőtt a magánszektor fogyasztása – a megtakarítások rekordszintű csökkenése mellett –, amelynek következtében az Egyesült Államok Kínából származó importja szignifikánsan megemelkedett. Az USA-ból származó exportbevétel-növekmény eredményeként pedig még több dollár áramlott a kínai gazdaságba, amely megmagyarázza a tovább emelkedő jegybanki tartalékok szintjét.
- <sup>9</sup> Míg a GDP folyó áron számított értéke 2002 és 2007 között 205 százalékkal növekedett, addig az M2 monetáris aggregátum ugyan ezen időszak alatt 256 százalékos növekedést mutatott. Forrás: National Bureau of Statistics, China
- <sup>10</sup> Megjegyzem, hogy 2008 nyarától megfigyelhető nyersanyag- és élelmiszerár-zuhanás és a világgazdasági keresletcsökkenés következtében a kínai CPI 2008-as év inflációja 6,3 százalék lett; amely továbbra is aggodalomra adhat okot. Forrás: National Bureau of Statistics of China
- <sup>11</sup> Forrás: Bloomberg
- <sup>12</sup> Olyannyira felfüggesztették, hogy 2008. július-szeptembere között 6,81-ről 6,87 jüan/dolláros szintre értékelődött le a kínai valuta. Ehhez azonban a dollár nyár eleje óta tartó hirtelen erősödése is hozzájárult.
- <sup>13</sup> Forrás: State Administration of Foreign Exchange, People's Republic of China
- <sup>14</sup> A rövid távú hatásokból eredő felfelé mutató inflációs erők a gazdasági világválság eszkalálódásával visszaszorultak. Mindazonáltal a jelenlegi recessziós érából kilábalva nagy valószínűséggel a trend ott fog folytatódni, ahol abbamaradt – abban az esetben, ha nem történik nemzetközi kiegyezés a megfelelő árfolyam-politika terén.
- <sup>15</sup> Kína bankrendszerének instabilitásáról bővebben a Lin X., Zhang (2006) cikkében lehet olvasni.
- <sup>16</sup> Az ellentmondásos előny a szerző szabad fordítása. Angolul a szerzők conflicted virtue-nak hívják a jelenséget.

## IRODALOM

- BERGSTEN, C. F. (2007): Currency Misalignments and the US Economy, *Peterson Institute for International Economics, May 9*
- BRACKE, T. – BUSSIÉRE, M. – FIDORA, M. – STRAUB, R. (2007): A framework for assessing global imbalances, *Occasional Paper Series, No. 78, ECB*
- DOOLEY, M. – FOLKERTS-LANDAU, D. – GARBER, P. (2003). An essay on the revived bretton woods system, *NBER Working Paper No. 9971*
- FU, X. (2004): Limited linkages from growth engines and regional disparities in China, *Journal of Comparative Economics, 32, 148–164. oldal*
- GÁBOR T. (2009): Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság?, In: Az idősödés gazdasági hatásai – Nemzetközi pénzügyi egyensúlytalanság, Szerk.: Botos Katalin, *Tarsoly Kiadó, Budapest*
- GREENSPAN, A. (2008): Fizetési mérlegek és adósság, In: A zűrzavarok kora: Kalandozások az új világban, *HVG Kiadó Zrt., Bp, 11*
- KRUGMAN, P. (1998): Japan's Trap, <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>
- LIN X. – ZHANG, Y. (2006): Bank Ownership Reform and Bank Performance in China, *Journal of Banking & Finance, doi:10.1016/j.jbankfin.2006.11.022*
- MAKIN, J. A. (2008): The Inflexible Yuan and Global Imbalances, *Global Economy Journal, Volume 8, Issue 3, Art. 7*
- MCKINNON, I. R. – SCHNABL, Ph (2004): A Return to Soft Dollar Pegging in East Asia? Mitigating Conflicted Virtue, *International Finance 7, 2, 169–201. oldal*

McKINNON, I. R. – SCHNABL, Ph (2006): Devaluing the dollar: A critical analysis of William Cline's case for a new Plaza agreement, *Journal of Policy Modeling* 28, 683–694. oldal

McKINNON, I. R. – SCHNABL, Ph (2008): China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar, *CESifo Working Paper*, No. 2386, September

TATOM, J. (2007): „The US-China Currency Dispute: Is a Rise in the Yuan Necessary, Inevitable or Desirable?” *Global Economy Journal*, 7 (3), Article 2

QIAO, H. (2007): Exchange Rates and Trade Balances under the Dollar Standard, *Journal of Policy Modeling* 29, 765–782. oldal

### **Tisztelt Szerző!**

Megköszönjük, hogy publikációjával hozzájárul megújuló szakfolyóiratunk céljainak valóra váltásához. Szíves figyelmébe ajánljuk a kéziratok megjelenésére vonatkozó elvárásainkat.

A Pénzügyi Szemlében megjelenő cikkek, tanulmányok terjedelme legfeljebb 50 000 leütés lehet (szóközzel), alsó határt nem szabunk meg.

A szöveget megfelelő tagolással (címek, alcímek szerepeltetésével) kérjük.

Nélkülözhetetlen a felhasznált irodalom, a hivatkozások gondos összeállítása, amely tartalmazza

- a szerző(k) nevét (külföldieknél a vezetéknev után, vesszővel elválasztva, a keresztnévnek csak a kezdőbetűjét),
- a megjelenés évszámát,
- a hivatkozott mű, publikáció teljes címét,
- (szak)könyvként vagy más kiadványként, illetve azok részeként való megjelenés esetén a kiadó megnevezését, a kiadás helyét,
- (szak)folyóiratban közreadott műnél értelemszerűen a folyóirat megnevezését, a megjelenés hónapját (vagy éven belül a sorszámát, amelyiket a folyóirat használja),
- minden esetben azt, hogy hányadik oldalra (oldalakra) történik a hivatkozás.

Mind a táblázatokat, mind pedig az ábrákat szíveskedjen címmel ellátni és folyamatosan számozni (a hivatkozást a szövegben belül is megjelölni), valamint feltüntetni a mennyiségi értékek mértékegységét. Az ábrák, diagramok adatsorait Excel-programban mellékelje. Az adatok forrását és a táblázatokra, ábrákra vonatkozó megjegyzéseket közvetlenül a táblázatok, ábrák alatt kérjük elhelyezni.

Tisztelt Szerző! Szíveskedjen közölni foglalkozását, munkahelyét, esetleg beosztását, tudományos fokozatát és olyan további szakmai-tudományos jellegű ténykedését, tisztségét, amelyek megjelentetését igényli az e számunk szerzői című összeállításban.

A publikációkat e-mailen, Word-fájlban tudjuk fogadni.