

Szegedi Tudományegyetem
Gazdaságtudományi Kar
Közgazdaságtani Doktori Iskola

Gábor Tamás

**Kína monetáris politikája
a
globális pénzügyi egyensúlytalanságok fényében**

Doktori értekezés tézisei



Témavezető:
Dr. Botos Katalin DSc
professor emerita
SZTE GTK

Szeged, 2012.

Tartalom

1. A TÉMAVÁLASZTÁS INDOKLÁSA	3
2. A KUTATÁS ELŐZMÉNYE	4
3. A KUTATÁS CÉLKITŰZÉSE	6
4. AZ ÉRTEKEZÉS FELÉPÍTÉSE ÉS AZ ALKALMAZOTT MÓDSZEREK	9
5. A DISSZERTÁCIÓ FŐBB MEGÁLLAPÍTÁSAI, TÉZISEK	15
A TÉZISFÜZET HIVATKOZÁSAI.....	24
A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉHEZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓK	25

1. A TÉMAVÁLASZTÁS INDOKLÁSA

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 műhelykutatáson hallottam először a globális pénzügyi rendszer egyensúlytalanságáról, 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 az előbbi országokban biztosan több forrás áll rendelkezésre, mint az utóbbiakban? Hogyan lehetséges az, hogy a feltörekvő világ lakossága többet tud félretenni abból a „kevésből, ami van”, 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 kezdetben a globális pénzügyi egyensúlytalanság okainak elemzésével foglalkoztam, idővel azonban rá kellett jönnöm, 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 görcső 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.

2. A KUTATÁS ELŐZMÉNYE

Az elmúlt évtized világgazdaságának legmeghatározóbb jelensége és annak jövőbeni folyamatait alapjaiban befolyásoló fejleménye Kína világgazdasági, világpolitikai és geopolitikai szerepének markáns felértékelődése volt. Ma már alig akad olyan ország, amelyet ne érintene közvetlenül vagy közvetett módon Kína gazdasági felemelkedése a nemzetközi kereskedelem, avagy a tőkeáramlások tekintetében.

A főként exportra berendezkedő kínai gazdaság kereskedelmi mérlegtöbblete, valamint az utóbbi évek növekvő nettó tőkebeáramlása a jegybank részéről rendkívül intenzív tartalékfelhalmozódást tett szükségessé az árfolyam menedzselés érdekében. Tekintettel azonban arra, hogy ekkora volumenű devizaeszköz-állomány biztonságos kihelyezésére az amerikai államkötvény piacon kívül nincs máshol lehetőség, és arra, hogy e tartalékállomány jelentős része dolláreszköz alapú, Kína a napjainkra 3300 milliárd dollárra rúgó jegybanki tartalékállomány jelentős részét amerikai állampapírokba fekteti. Mindezzel Kína az amerikai szövetségi költségvetés és közvetetten az amerikai nemzet legnagyobb hitelezőjévé vált. E államkötvényfelhalmozás pedig közvetetten hozzájárulhatott ahhoz, hogy a fejlődő világban – és főként az Egyesült Államokban – az indokoltnál alacsonyabb szintre csökkenjenek a piaci hozamok.¹ E szokatlan jelenséget a FED egykori elnöke, Alan Greenspan „különleges pénzügyi rejtélynek” nevezett, míg jelenlegi elnöke, Bernanke (2005) a „globális bőség” (global savings glut) elméletével magyaráz. Jelenleg Kínának nincs arra lehetősége, hogy e gigantikus devizaeszköz-állományt rövid időn belül más deviza irányába diverzifikálja, hiszen az egy olyan kényszerű kiigazítási folyamatot eredményezne, amely a dolláreszközök masszív eladásához, az amerikai kamatlábak szárnyalásához, komoly negatív vagyongatáshoz és végül az amerikai gazdaság „mélyrepüléséhez” vezetne, ami egy újabb lehetséges világgazdasági válság képét vetítené előre. (Xafa, 2007; Philips, 2008). E „pénzügyi terror által kialakított egyensúlyi helyzetben” mindenki a kemény landolás, azaz a világgazdaság mélyrepülésének elkerülésében érdekelt (Summers, 2004, Ferguson et al, 2009).

A szakirodalom úgy tarja számon, hogy ha Kína felfüggesztené a jüanárfolyam szigorú kontrollját, az csökkentené a tartalékfelhalmozás kényszerét, közvetten pedig mérsékelné a

¹ Az alacsony piaci hozamkörnyezet pedig közvetetten olyan új pénzügyi instrumentumok (CDO, MBS, CDS, stb..) kialakulását eredményezte, amely lehetővé tette a rendszerben rejlő szisztematikus kockázatokat elrejtését. Mindazonáltal az amerikai sub-prime válság végül dominóhatás módjára emelte e kockázatokat a felszínre, aminek következtében egy az 1929-33-as világválság óta nem látott pénzügyi válság alakult ki világgazdaságunkban.

globális pénzügyi egyensúlytalanságokból eredő feszültségeket. A legtöbben pedig úgy látják, hogy a nominálisan és reálértelemben is alulértékelt jüanárfolyam jogosulatlan versenyelőnyt jelent Kína számára, amely teljességgel ellentmond a WTO alapelveinek. Ők úgy ítélik meg, hogy a világgazdasági aránytalanságok csökkentése érdekében a jüan nominális dollárfolyamának 30-40%-os felértékelésére lenne szükség (Bergsten,2010; Cline–Williamson,2009; Goldstein–Lardy, 2009; Ferguson,2010).

Vannak azonban olyanok is, így globális monetaristák közgazdászai, Ronald McKinnon és Gunther Schnabl (2003,2008,2011), akik az előzőekkel ellenétben nem tartják a jüan jelenlegi dollárfolyamát alulértékeltnek. Szerintük a jüan kezdi átvenni Ázsia korábbi kulcsvalutájától, a jentől az értékmérő szerepet, ezért annak stabilitása és kiszámíthatósága rendkívül fontos a térség számára. Elutasítják a kereskedelmi mérleg egyensúlytalansága és a jüanárfolyam 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.

A kínai monetáris politika jelenlegi berendezkedésének és prioritásainak a fényében az gyanítható, hogy jüan dollárfolyama rövidtávon nem fog erősödni jelentősen a dollárral szemben, ami a jelenlegi monetáris gyakorlat fenntarthatóságát alapjaiban kérdőjelezheti meg. Az amerikai szakirodalmak döntő többsége ugyanis véli, hogy a monetáris sterilizáció a helyzet *ceteris paribus* változatlanosága esetén egyre fenntarthatatlanabbá és költségessé teszi a jelenlegi árfolyamrezsím működtetését (Prasad–Wei,2005; Ouyang–Rajan–Willet, 2010; Glick–Hutchison, 2009). Mindezen okoknál fogva a monetáris sterilizáció hatékonyságának és költségének a számszerűsítése kiemelt fontossággal bír. Főként azért is, mert a fentiek fényében Kína monetáris politikája hosszú távon nem lesz képes a függetlenségét megőrizni és a kínai valuta stabilitását biztosítani (Aizenman–Glick, 2009).

A témával kapcsolatban kialakult bizonytalanságok és felmerülő kérdések miatt Kína monetáris politikájának elemzése Kína világgazdasági és világpolitikai szerepének felerősödésével rendkívül aktuálissá vált napjainkra.

3. A KUTATÁS CÉLKITŰZÉSE

Egykoron még a harmadik világ csoportjába tartozó országok – különösen Kína – világgazdasági felzárkózása alapjaiban változtatta meg az ezredfordulóra a földkerekség geopolitikai erőviszonyait. Kína, a „Kis Tigrisek”, 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 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.

A kutatás során azokat a kínai gazdasági átalakulással kapcsolatos tényezőket igyekszem számba venni, amelyek közvetetten, valamint közvetlenül járultak hozzá a globális pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásához. Feltárom a rendkívül szokatlan kettős kínai fizetési mérlegtöbblet, valamint a jegybanki tartalék-felhalmozás dinamikája mögött álló okokat. Arra próbálok választ találni, hogy a gigantikus külgazdasági többlet milyen mértékben vezethető vissza az árfolyam-politika múltbeli és jelenlegi berendezkedésére. Elemzem a jüan nominális és árindex-, valamint egységnyi munkaerőköltség alapú reálárfolyamának historikus alakulását, valamint megpróbálok megbecsülni a kínai valuta dollárral szembeni alulértékeltségének a fokát. Rámutatok arra, hogy a kínai valuta a de facto rögzítés ideje alatt is leértékelődést mutatott reálértelemben – amely mint majd láthatjuk jelentős mértékben hozzájárult Kína és az Egyesült Államok feldolgozóiparának versenyelőny átrendeződéséhez –, valamint igyekszem azonosítani ennek mögöttes okait.

Foglalkozom a tőkekorlátozások eddigi liberalizációs folyamatának alakulásával is, hiszen a tőkekiáramlás korlátozásának fokozatos kivezetése köztudottan csökkentheti a nemzeti valutára nehezedő felértékelési nyomást. Ennek kapcsán devizahatósági, jegybanki és felügyeleti szabályzatok és rendeletek tanulmányozásával egy átfogó képet igyekszem adni Kína tőkekorlátozásának jelenlegi rendszeréről. Mindezekon felül pedig a tőkekorlátozások hatékonyságának a kérdésével is foglalkozom részletesen.

Ezt követően Kína monetáris patthelyzetének mögöttes okait azonosítom. Az árfolyam szigorú menedzselése ugyanis egy olyan nagy növekedési potenciállal rendelkező gazdaság esetén, mint Kína, rendkívül intenzív devizapiaci intervenciót tesz szükségessé – különösen akkor, amikor a devizakiáramlás automatizmusa nem biztosított. A jegybank a devizavásárlás melléktermékeként kialakuló jüantöbblet-kínálat semlegesítése érdekében pedig a hazai kötvénypiacon is kénytelen beavatkozni – leszorítva a komoly társadalmi feszültségeket generáló inflációs várakozásokat. Mindez pedig a monetáris hatóság mozgásterét (függetlenségét) is feltételezhetően tompíthatja. Ráadásul a jüanárfolyam erősödését megakadályozó gazdaságpolitika külföldön is nyomás alá kerül. A főbb exportpiacok, kiemeltképpen az Egyesült Államok részéről egyre élesebb kritikák érik Kínát a jüanárfolyam „versenyellenes” alulértékelttsége miatt. Mindezekon túl pedig a reálgazdaságban megfigyelhető beruházási buborékért, és a tőke aránytalan allokációjáért is közvetetten e monetáris patthelyzet a felelős. A menedzselte árfolyamrendszer ugyanis nem teszi lehetővé a nominális felértékelődésen keresztül megvalósuló külkereskedelmi és hazai árak automatikus kiigazítását, aminek következményeként a kevésbé fejlette, terciér ágazatok felzárkózása egyre inkább elmarad a kívánatos szinttől. Úgy vélem tehát, hogy Kína jelenlegi gazdaságpolitikája (kiemelten az árfolyam-politikája és a hatósági tényezőár-szabályozása) blokkolja a Balassa-Samuelson hatásként ismert folyamatok bekövetkezését, ami jelentősen torzítja és aránytalaná teszi a reálgazdaság egyenletes fejlődését és az egyes szektorok felzárkózását.

Tekintettel arra, hogy a reálkiigazítást megakadályozó sterilizációs folyamatok és a Kínával szemben kialakult nemzetközi politikai feszültség kapcsolata igen közvetlen, a monetáris sterilizáció hatékonyságának és költségének vizsgálata kiemelt fontossággal bír. A kutatás során éppen ezért nagy hangsúlyt helyezek ez utóbbiak elemzésére.

A fentiekkel kapcsolatban arra keresem a választ, hogy a szakirodalomban gyakran fenntarthatatlannak tartott devizapiaci intervenció és monetáris sterilizáció politikájának kettőse

valóban olyan folyamatokat generált-e Kína gazdaságában, amelyek hosszútávon nem fenntarthatóak.

Tekintettel a kínai tőkeliberalizáció eddigi folyamatára, valamint a külföldi felértékelési nyomás miatt az országba beáramló illegális- és forrópénz volumenére, a rendkívül szűk sávban menedzselte valutaárfolyam fényében jogosan merülhet fel a kérdés, hogy a jegybanki intézkedések monetáris transzmissziója mennyire hatékony? Kína monetáris politikájának részletes elemzése során ezért elengedhetetlennek tartom 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. E kérdéskör vizsgálatához a monetáris trilemma tézisének érvényesülését vizsgálom Kína esetében. Arra keresem a választ, hogy a trilemmából eredő gazdaságpolitikai kötöttségek milyen mértékben tudtak érvényre jutni Kína esetében. A „lehetetlen szentháromság” legfőbb üzenete tudniillik a gazdaságpolitikai mozgástér szűkösségében rejlik. Ha a célok meghatározása során a trilemma egyik változóját, például a pénzügyi integráció mélységét kívánják növelni a monetáris hatóságok, akkor az a másik két változó, azaz a monetáris függetlenség és a rögzített árfolyam egyidejű – de nem egyforma arányú – gyengülésével jár. Tekintettel pedig arra, hogy Kína pénzügyi piacai az elmúlt tíz év során jelentősen nyitottabbá váltak a világgazdaság előtt, kérdéses lehet, hogy Kína monetáris függetlensége sérült-e az elmúlt évek során?

Összefoglalva tehát, a disszertáció során egyrészt arra próbálok válaszokat találni, hogy Kína monetáris politikájának jelenlegi berendezkedése milyen negatív következményekkel jár mind a világgazdaság, mind a kínai gazdaság egészére nézve, továbbá az mennyiben okolható a globális pénzügyi egyensúlytalanságok kialakulásáért. Másrészt pedig olyan javaslatokat és lehetséges megoldásokat fogalmazok meg, amelyek megvalósításával feltételezésem szerint csökkenthetőek lennének a világgazdaságban Kínával szemben felhalmozódott feszültségek.

4. AZ ÉRTEKEZÉS FELÉPÍTÉSE ÉS AZ ALKALMAZOTT MÓDSZEREK

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

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 kétsédelemmel 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 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 görcsö 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 jüanárfoiyam 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 készítek 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 készítem el az amerikai Munkaügyi Statisztikai Hivatal (BLS) adataira, valamint Banister (2009, 2011)² 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 jüanárfoiyam rövid idő alatt bekövetkező – esetleges – erősödésének milyen hatása lenne Kína kereskedelmi többletétre nézve, és az mennyiben befolyásolná a kínai gazdaság további expanzióját.

² Judith Banister amerikai kutató, 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 nemzetközi összehasonlíthatóságát.

Végezetül az utolsó alfejezetben a termelési tényezőárak szabályozásáról is szó esik. 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 igyekszem adni a jüankonvertibilitás 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 forró-tőke 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 hatás mérlegének adatsorai segítségével abból a törvényszerűségéből indulok ki az elemzés során, miszerint a nettó hazai és nettó külföldi eszközállomány (NHE és NKE) 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.

A regresszió analízis során futatott egyenleteim a következők:

$$\Delta NKE = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta NHE + \alpha_2 \Delta mm_t + \alpha_3 \Delta RR_t + \alpha_4 \Delta CPI_t + \alpha_5 \Delta NEX_t + \alpha_6 \Delta G_t + \alpha_7 \Delta REER_t + \alpha_8 \Delta R_{\$}_t + \alpha_9 y_{ct} + \alpha_{10} vol_exch_{t-12,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta NHE = \beta_0 + \beta_1 \Delta NKE + \beta_2 \Delta mm_t + \beta_3 \Delta RR_t + \beta_4 \Delta CPI_t + \beta_5 \Delta NEX_t + \beta_6 \Delta G_t + \beta_7 \Delta REER_t + \beta_8 \Delta R_{\$}_t + \beta_9 y_{ct} + \beta_{10} \Delta SZSE_t + \eta_t \quad (2)$$

ahol a Δmm a M2 pénzpiaci multiplikátor, ΔRR 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 vol_exch , a jüanár-folyam 12 hónapos volatilitása, illetőleg a $\Delta SZSE$, amely a shenzeni tőzsde composite indexének változását mutatja.

Azt vizsgálom, hogy az egyenlőségek egyidejű illesztése esetén a fenti makrováltozók 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 törekedtem, 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 hosszútávú

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 bevethetnek 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 kérdéséig. 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.

5. A DISSZERTÁCIÓ FŐBB MEGÁLLAPÍTÁSAI, TÉZISEK

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. 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.

Az értekezés során jelentős részt 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.

Az alábbiak során a disszertáció tézisei olvashatóak:

1. Tézis:

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

Kína gazdaságpolitikai döntéshozói 2005 nyarán döntöttek a jüanárffolyam akkor 11 éve tartó *de facto* dollárhoz való rögzítésének felfüggesztéséről, és a kínai valuta egy nem publikált valutakosárral szembeni menedzselt 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,³ valamelyest csillapítani tudta a nemzetközi diplomáciai nyomást. Mindezek mellett a fokozatosan

³ Megjegyzem, hogy 2008 és 2010 nyara között a menedzselt lebegtetés felfüggesztésre került a pénzügyi világválság káros hatásainak elszigetelése érdekében.

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, 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 jüanárfolyam erősödése révén generált deflációs erővel 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 hátterében.

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 együtthatóinak 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 együttható – 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!

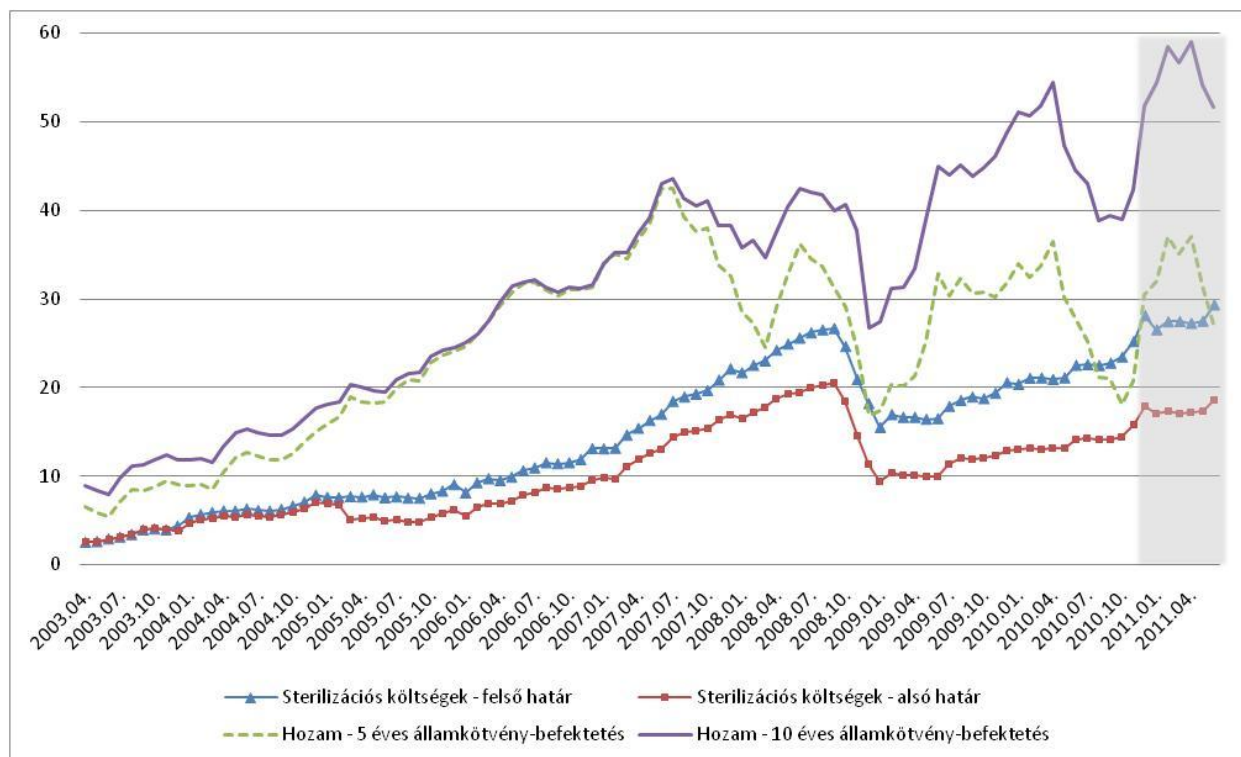
A sterilizáció hatékonyságát az M2 monetáris kínálat esetén is megvizsgáltam. Az alacsony magyarázó erő ($R^2=0,42$), valamint a szignifikáns változók kisebb száma vélhetőleg arra vezethető vissza, hogy az M2 és a monetáris bázis közötti kapcsolat nem stabil! Ennek részben az lehet oka, hogy a kínai jegybank nem köti a pénzaggregátomok 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 tőkejövedelméről, aminek segítségével lehetőség nyílt a monetáris sterilizáció explicit költségeinek ábrázolására (1. ábra). A devizaeszköz-állomány becsült tőkejövedelme 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 szabad tartalék-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, mint az a 1. ábrán is látható. 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 költségeinek 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 tévhitek, miszerint a monetáris sterilizáció fenntarthatatlan 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 értsék. Egy ilyen forgatókönyv azonban a jelenlegi árfolyam- és kereskedelem-politikai prioritások mellett aligha képzelhető el a közeljövőben.

1. 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

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 deviza-felhalmozás és monetáris sterilizáció gazdaságpolitikájának kettőse a jegybank számára nem fenntarthatatlan folyamat. Az árfolyam védelme érdekében kialakított – sok tekintetben nem piaci alapú – gazdaságpolitikai berendezkedés hatékonyan és különösebben megterhelő explicit költségek nélkül semlegesítette mind a folyamatos kettős külgazdasági többletet eredményeként beáramló devizát, mind pedig a jüantöbblet-kínálatot.

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, és amely emiatt magán viseli a buborékgazdaság valamennyi

klasszikus jegyét. A monetáris politika patthelyzetét azonban 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 forró tőke motivációja csökkenjen. Mindezek fényében Kínának nem marad más választása, mint a rendszeres devizapiaci intervenció és a többletlikviditás folyamatos sterilizálása.

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 a nemzetközi szervezetek (IMF, WTO) bevonására feltétlen szükség lesz. 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 elegendőek. 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 jüanárfolyam 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.

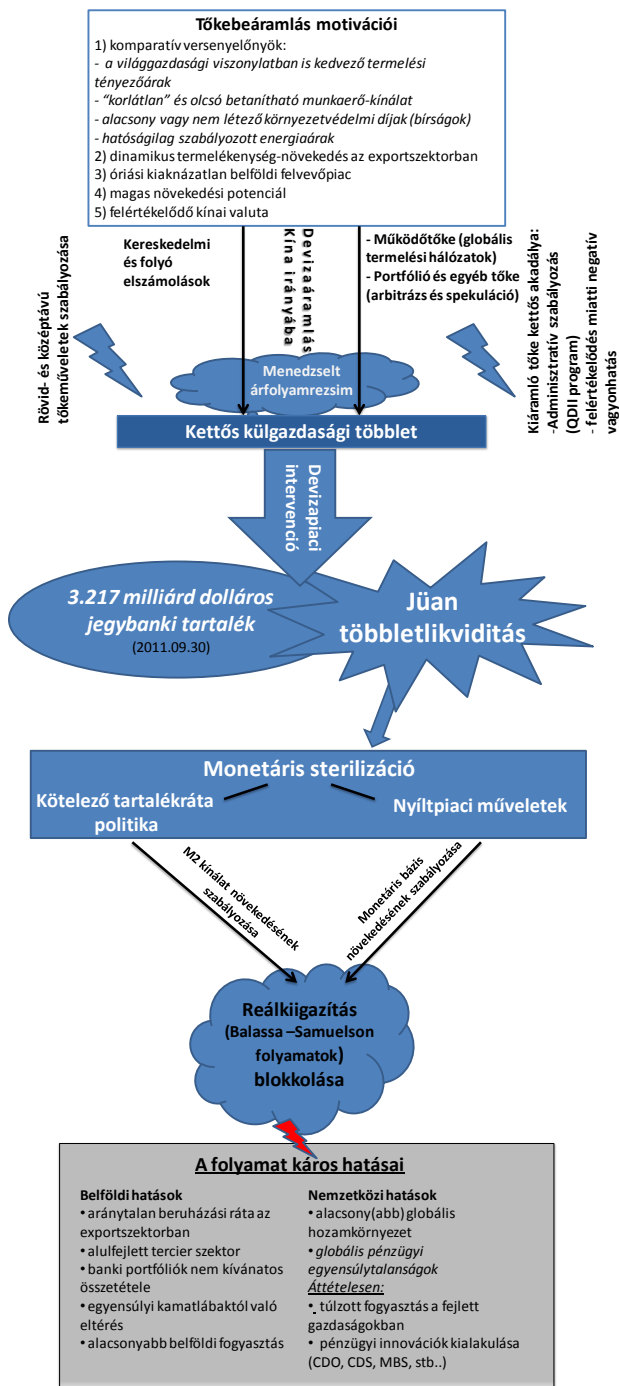
Peking úgy tűnik, hogy burkoltan igyekszik is megfelelni a „nyugat” elvárásainak, részben pedig saját gazdasági szerkezetátalakítással kapcsolatos tervének, hiszen 2010 nyara óta újra teret enged a jüan csúszó, irányított erősödésének. Ráadásul a kínai-amerikai inflációs rés utóbbi két

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 mérsékeltén erősödő jüanárfolyam 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 árfolyamrendszer 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 $\pm 0,5\%$ 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.

A külföldi tőkebeáramlás jegybanki tartalékokat növelő, piactorzító, valamint a globális pénzügyi egyensúlytalanságokat elmélyítő hatását, azaz a monetáris politika patthelyzetét az 2. ábra szemlélteti.

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



Forrás: saját szerkesztés

A TÉZISFÜZET HIVATKOZÁSAI

- AIZENMAN, J., GLICK R. (2009): Sterilization, Monetary Policy, and Global Financial Integration, *Review of International Economics*, Volume 17, Issue 4, pp. 777–801.
- 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.
- BERGSTEN F. C. (2010): Correcting the Chinese Exchange Rate: An Action Plan, Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, March 24, 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.
- CLINE W. R., WILLIAMSON J. (2009): Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, *Peterson Institute for International Economics Policy Brief* 09-10.
- 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.
- 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. (2009): The Future of China's Exchange Rate Policy. *Policy Analyses in International Economics* 87, Washington: PIIE.
- 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 WP*, No. 23.
- 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.
- 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. – 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
- 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.
- XAFA M. (2007): Global Imbalances and Financial Stability. *Journal of Policy Modeling*. 29, 783–796.

A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉHEZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓK

A. Könyvfejezetek

1. Gábor Tamás (2009): Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság? In: *Idősödés és globalizáció*, Szerk.: Botos Katalin, Tarsoly Kiadó, Budapest, 2009

B. Folyóiratcikkek

2. Gábor Tamás, Kiss Gábor Dávid, Kovács Péter (2012): Monetáris sterilizáció hatékonysága és költségei Kínában, *Közgazdasági Szemle*, 2012/2.
3. Gábor Tamás (2010): A tőkekorlátozások alakulása és a tőkeáramlások liberalizációja Kínában: Az eddigi és a várható változások a minősített külföldi és hazai befektetési programok fényében, *Külgazdaság*, 2010/9-10.
4. Gábor Tamás (2010): A monetáris sterilizáció korábbi sikerei és jövőbeli veszélyei Kínában, *Hitelintézeti Szemle*, 2010/4.
5. Gábor Tamás (2010): Az aszimmetrikus dollár-alapú monetáris rendszer és a globális pénzügyi egyensúlytalanságok: lehetséges reformok a keynes-i javaslatok égisze alatt, *Fejlesztés és Finanszírozás*, 2010/2.
6. Gábor Tamás (2010): Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete, *Magyar Tudomány*, 2010/4.
7. Gábor Tamás (2009): Kína árfolyam-politikájáról alkotott eszmék vagy téveszmék: Valóban káros az alulértékelt jüan a globális gazdaság egésze szempontjából?, *Pénzügyi Szemle* 2009/2-3.
8. Gábor Tamás (2009): Kína árfolyam-politikája és a globális egyensúlytalanságok, *Hitelintézeti Szemle* 2009/2.

C. Könyvrecenziók

9. Gábor Tamás (2009): A változó Kína, Szerk: Inotai András, Juhász Ottó, *Polgári Szemle*, 2009. 5. évf. 4. szám