

# KÍNA SZOKATLAN KETTŐS KÜLGAZDASÁGI TÖBBLETE

Gábor Tamás

doktorandusz,

Szegedi Tudományegyetem Közgazdaságtani Doktori Iskola  
Gabor.Tamas@eco.u-szeged.hu

## Előszó

A globális egyensúlytalanság elemzése során többnyire a Kína és az Egyesült Államok között kialakult folyó fizetésimérleg-aránytalanságot, illetve ennek legfőbb tényezőjét, a kereskedelmi mérleget vizsgálják. Véleményem szerint azonban a két ország között áramló tőkefolyamok górcső alá vétele legalább annyira fontos, mint a kereskedelmi kapcsolatok vizsgálata. A tanulmány ezért elődlegesen a tőkeáramlásokban kialakult aránytalanságokat veszi számba. *Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete egy olyan elmentmondásos állapot, amely során a folyó fizetési mérleg többletét a tőkemérleg ugyancsak többlete (a nettó tőkebeáramlás többlete) nem képes kiegyensúlyozni. Ehelyett egy harmadik tényező, a növekvő hivatalos jegybanki tartalékok teremtik meg a „kvázi” egyensúlyt, amely egyben a globális pénzügyi feszültségeknek az egyik kiváló oka.* A cikk a két gazdaság folyó fizetési és tőkemérlegének párhuzamait mutatja be. Emellett arról is szó lesz, hogy az amerikai szakirodalomban oly sokszor emlegetett megoldás – azaz Kína valutaárfolyamának hirtelen felértékelése –, nem feltétlenül hatna az egyensúly irányába. Az írás végén olyan javaslatokat teszek, mely révén a nem-

zetközi pénzügyi egyensúlytalanságok enyhítése részben a kínai tőkemérleg-liberalizációval valósulhatna meg.

Nagy általánosságban kijelenthetjük, hogy ha egy ország folyó fizetésimérleg-hiánnyal rendelkezik, akkor azt a másik oldalon a nettó tőkebeáramlásnak, azaz a tőkemérleg többletének kell ellensúlyoznia. Ellenkező esetben, ha a folyó fizetési mérleg (például a jelentős árukivitel folytán) többletet mutat, akkor az export ellentételezéseként beáramló tőkeimportra és devizatartalék felhalmozására nem fordított része kiáramlik az országból, hiányt generálva a tőkejellegű áramlások egyenlegében. Kína esetében azonban mind a folyó fizetési mérleg, mind pedig a tőkemérleg *szignifikáns többletet* mutat, amely szokatlan, és mondhatni ellenkezik a konvencionális nézetekkel.

Jelen tanulmányban arra próbálok választ találni, hogy az ezredfordulót követően melyek voltak azok a tényezők, amelyek következtében Kína mindkét mérlegében növekvő többletet halmozott fel. Azaz, hogyan lett

<sup>1</sup> A folyó fizetési mérleg egy ország lakosainak a külfölddel lebonyolított összes gazdasági ügyleteinek nyilvántartására szolgáló nemzetközi fizetési mérleg. Az egyik oldalára a beáramló külföldi valutás, a másikra a kiáramló külföldi valutás ügyletek kerülnek.

képes egyszerre masszív exportórré és a külföldi tőke nettó célországává válni?

Ha egy ország folyó fizetési mérlege jelentős többletet mutat, akkor az exportbevétel azon részét, amelyet nem importbeszerzésre és tartalékfelhalmozásra használnak fel, kihelelyezik külföldre. Erre jó példa Svájc esete, ahol az erősödő exportteljesítmény következményeként nettó tőke áramlik ki az országból, hiányt produkálva a tőkemérleg egyenlegében. Ennek az ellentétje figyelhető meg a gyorsan felzárkózó gazdaságok esetében. Mivel a hazai piacon a magas technológiájú és kiváló minőségű termékek beszerzésére nincs lehetőség, így azokhoz csak import útján lehet hozzájutni. Mindezek következtében folyó fizetésimérleg-hiányok alakulnak ki a felzárkózó és lemaradó országok többségében, amelyet azonban a gyors növekedés és a kiemelkedő hozamok reményében a gazdaságba áramló külföldi tőke egyensúlyoz ki. Kína főbb ázsiai versenytársai is hasonló folyó fizetési és tőkemérleggel rendelkeztek az 1997–1998-as ázsiai válságsorozatát megelőzően, azonban a tőkemozgás irányának a krízis során megtapasztalt éles és hirtelen megfordulása – azaz a hirtelen tőkekiáramlás –, arra ösztönözte ezen országokat, hogy Kínához hasonlóan az „alacsonyabb” növekedési pályát és a biztonságosabb folyó fizetésimérleg-többletet válasszák, a jegybanki tartalékban növekvő devizakészleteket – főként dolláreszközöket – felhalmozva.

A globális pénzügyi egyensúlytalanságokkal foglalkozó kutatások egyértelműen az *Egyesült Államok és Kína között kialakult aránytalan kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatokban azonosítják az egyensúlytalanság elsődleges és legfontosabb okát.* Ezen belül vannak, akik Kína mesterségesen alacsony árfolyamon tartott valutáját, és az ezáltal implicit export-

támogatást teszik felelőssé; vannak, akik az Egyesült Államok felelőtlen és túl laza gazdaságpolitikájában látják a problémákat (Gábor, 2009b). Mindazonáltal közös bennük, hogy a folyó fizetési mérleg vizsgálatát veszik alapul, megfelelkezve a tőkemérleg igen lényeges szerepéről. A cikkben górcső alá vett Kína esete azonban – mint említettük –, igen szokatlan, ugyanis az ezredfordulót követően a növekvő nettó tőkebeáramlás mellett a *folyó fizetési mérleg többletének exponenciális növekedése* volt megfigyelhető. Ahhoz, hogy a beáramló külföldi tőke következtében kialakuló árfolyamerősödést<sup>2</sup> megakadályozzák, Kína jegybankja, a People's Bank of China (továbbiakban: PBC) folyamatos dollárfelvásárlóként jelenik meg a devizapiacra; 2008-ban havonta átlagosan negyvenmilliárd, 2009 első felében pedig 43,5 milliárd dollár többlettel gyarapítva az amúgy is rekordmagas – 2399 milliárd dolláros<sup>3</sup> – jegybanki tartalékok mértékét (Gábor, 2009a). Ezen dolláreszközök jelentős részét amerikai *államkötvényvásárlásokra* fordítják, amellyel egyrészt tovább növelik a világ legnagyobb adósának, az Egyesült Államoknak a folyó fizetésimérleg-hiányát és adósságát,<sup>4</sup> másrészt pedig még inkább függővé teszik az amerikai gazdaságot

<sup>2</sup> A tőkebeáramlás növeli a nemzeti pénznem iránti keresletet és ezzel annak árfolyamát. A magas árfolyam egyrészt fékezi az exportot – mert a termelő a kivitt áruja után járó devizabevételéért viszonylag kevesebb hazai pénzt kap –, másrészt inflációt generál.

<sup>3</sup> A cikk írásakor a legutolsó erre vonatkozó adatot 2009. decemberében adták közre a kínai hatóságok.

<sup>4</sup> Azt azonban itt megjegyezném, hogy az amerikai lakosság nem azért fogyaszt többet, mint amennyit megtehetne, mert Kína „korlátlan” tőkefinanszírozást nyújt (tolóhatás). Pont fordítva kell elképzelni. Az említett túlfogyasztás és a rendkívül alacsony megtakarítási ráta eredményezte azt, hogy az amerikai költségvetés és így közvetlenül az amerikai gazdaság Kína finanszírozására szoruljon (húzóhatás).

	Kína %GDP- ben	USA része	Egész %-ában	USA %GDP- ben	Kína része	Egész %-ában		
Folyó fizetési mérleg	426,1	9,8	308,4	72,4	-706,0	-4,9	-308,4	43,6
Áruk és szolgáltatások exportja	1581,7	36,5	337,9	21,3	1826,6	12,6	69,5	3,8
Áruk és szolgáltatások importja	1232,8	28,5	69,5	5,6	2522,5	17,5	337,9	13,4

I. táblázat • Áruk és szolgáltatások exportja és importja 2008-ban  
(milliárd dollár, illetve százalék) Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis, IMF IFS

Kína tőkeexportjától. A kínai *kettős külgazdasági többlet* következtében kialakult egyensúlytalanság – a hatalmas folyó fizetésimérleg-többlet, a tőkemérleg-többlet, a jegybanki devizaállomány felhalmozódása –, mindenképpen *fenyegetést* jelent a globális világgazdaság egészére; ez mára elfogadott konszenzussá vált a nemzetközi közgazdasági szakirodalomban.

#### Kína és az Egyesült Államok kereskedelmi egyensúlytalansága

Az I. táblázat Kína és az USA folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulását mutatja a 2008-as évre, amerikai dollárban, a GDP százalékában, továbbá a másik ország hozzájárulásának arányában.

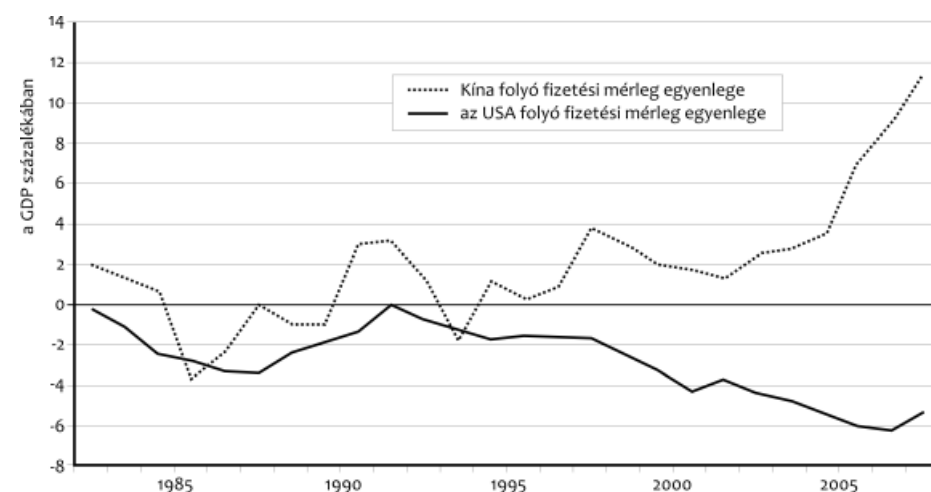
Kína folyó fizetési mérlegének többlete a GDP arányait tekintve a világon az egyik legmagasabb. Míg az áruk és szolgáltatások importja a GDP 28,5%-át érte el, addig az export súlya még hatalmasabbra, 36,5%-ra gyarapodott a 2008-as év végére. Mindkét mutató azt támasztja alá, hogy Kína igen *nyitott gazdasággal* rendelkezik. Mindezek mellett az USA nyitottsága kisebb a GDP arányaiban mérve, de világgazdasági jelentősége óriási a kereskedelem abszolút nagyságát alapul véve. Az I. táblázat első sorában lát-

hatjuk, hogy az USA folyó fizetésimérleg-deficitjének a mértéke 2008-ban 706 milliárd dollárral a GDP 4,9%-ára rúgott, a 2006-os évi 811,5 milliárd dolláros rekordnagyságú hiányhoz képest lényegesen csökkenve.<sup>5</sup>

Az I. ábrán látható folyó fizetési mérlegek tükröszerű mozgása az, amit a közgazdászok a két gazdaság között fennálló *egyensúlytalanság forrásoként* azonosítanak. Amerika részéről az a kritika hangzik el az utóbbi időben egyre erőteljesebben, hogy az USA növekvő hiányának elsődleges oka Kína árfolyam- és kereskedelempolitikájában keresendő. Véleményük szerint a mesterségesen alacsony kínai áraknak – és a *gyöngye árfolyamon* tartott jüannak – köszönhetően az amerikai magán-szféra egyre nagyobb mértékben vásárol Kína exporttermékeiből,<sup>6</sup> a másik oldalon azonban a kínai árakkal versenyképtelen amerikai termékekből csak csekély mértékben exportálnak Kínába. Ezt támasztja alá az I. táblázat

<sup>5</sup> A csökkenés elsődleges oka a 2007-es amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság miatt bekövetkezett forrásbeszűkülés és hitelszűke, majd a globális kereslet – 2008 őszétől kiteljesedő realgazdasági válság okozta – kényszerű zsugorodása, amely legnagyobb mértékben az amerikai gazdaság teljesítményét érintette.

<sup>6</sup> Érdekes és meglepő lehet az a tény, hogy Kína exporttermékeinek nagy részét a transznacionális vállalatok kínai telephelyein gyártott termékek adják.



I. ábra • Kína és az USA folyó fizetési mérlegének alakulása a GDP százalékában, 1982–2007.  
Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis

is, miszerint a kínai export 21,3%-a az USA-ba irányult 2008-ban, míg az onnan importált termékek és szolgáltatások az összes importban csak 5,6%-ot értek el. Mindezek eredményeként halmozódtak fel Kínában a soha nem látott mértékű jegybanki tartalékok az ezredfordulót követően. E dollármilliárdok jelentős részét pedig amerikai államkötvényekben tartják ahelyett, hogy engednék a jüan dollárral szembeni felértékelődését – ami ezáltal csökkentené Kína exporttöbbletét az USA irányában –, enyhítve a folyó fizetési mérlegekben kialakult feszültségeken. Az alapvető probléma azonban az, hogy a két ország között kialakult fizetési egyensúlytalanság forrása nem csupán az egymással folytatott kereskedelem. Az érem másik oldalán a tőkeáramok, azaz a tőkemérlegek<sup>7</sup> alakulása és más makroökonómiai változók állnak.

<sup>7</sup> A továbbiakban *tőkemérleg* alatt az összevont pénzügyi- és tőkemérleget fogom érteni, tehát a működő tőkét (termelő tőkét), a portfólió (értékpapír- és részvény-) befektetéseket és nemzetközi kölcsönöket együtt.

#### Az Egyesült Államok és Kína tőkemérlegének egyensúlytalansága

A *folyó fizetési mérleg egyenlege* konvencionális esetben a *tőkemérleg tükröképeként* jelenik meg. Az USA esetében a képlet többé-kevésbé érvényesül is, hiszen a folyó fizetési mérleg hiányát a tőkemérleg pozitívuma hozza egyensúlyba.<sup>8</sup> Mint a 2. táblázatból látható, Kína esetében „rejtéllyel” állunk szemben, hiszen mind a két oldalon pozitív szaldót figyelhetünk meg. A táblázat legutolsó adatsora, Kína jegybanki tartalékainak 2008-as évi növekedése – amely növekmény jelentős hányada amerikai államkötvényekbe vándorol –, képezi azt a tételt a nemzetközi fizetési mérleg sorain belül, amely egyensúlyt teremt Kína folyó fizetési és tőkemérlegének sorai között.

Az amerikai tőke- és fizetési mérleg 2008-as évi adatait elemezve figyelemre méltó az a tény, hogy az amerikai tőketulajdonosok

<sup>8</sup> A statisztikai és egyéb mérési hibáktól itt eltekintek.

	Kína %GDP- ben	USA része	Egész %-ában	USA %GDP- ben	Kína része	Egész %-ában		
Tőkebeáramlás*	140,0	3,2	12,3	8,8	534,0**	3,7	443,2***	82,9
Tőkekiáramlás*	121,1	2,8	443,2***	366,2	0,106	0,0	12,3	
Tőkemérleg	18,9	0,4	-430,9	533,9**	3,7	430,9	80,7	
Folyó fiz. mérleg	426,1	9,8	308,4	72,4	-706,0	-4,9	-308,4	43,6
Változás a jegybanki tartálékokban	418,9	9,6						

2. táblázat • Tőkeáramok, folyó fizetési mérleg és változás Kína hivatalos jegybanki tartalékában 2008-ban (milliárd dollár, illetve százalék) Megjegyzések: \* Tőkeki- és beáramlás alatt a nettó tőkepozíciókat értem. \*\* A 478,0 milliárd dollár értékű, Ázsia országai által vásárolt amerikai állampapírokat tartalmazza. \*\*\* A 418,9 milliárd dolláros kínai jegybanki tartaléknövekedésének azon döntő hányadát is tartalmazza, amit amerikai államkötvény vásárlásokra fordítottak. Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis, SAFE

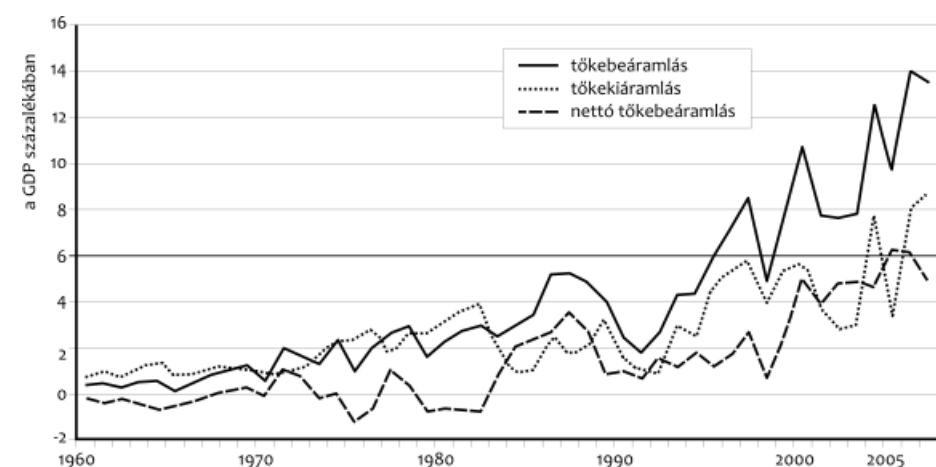
nettó nemzetközi tőkebefektetési pozíciója (nettó tőkekiáramlás) az egy évvel korábbinak az 1%-ára, közel nullára csökkent, s a külföldieknek az Egyesült Államok felé kialakult nettó pozíciója (nettó tőkebeáramlás) is nagyot zuhant, a 2007-es évi egynegyedére! A kiáramló tőke ilyen nagymértékű esése azzal magyarázható, hogy az amerikai magánbefektetések a pénzügyi válság okozta kockázatkörülö befektetői környezet következtében, az elmúlt fél évszázadban először, nem az országból ki, hanem visszafelé áramlottak, elsősorban a bankok, befektetési társaságok hiányainak betömése céljából, részben pedig biztosabb befektetési lehetőségeket keresve.

Az Egyesült Államokba beáramló tőkével azonban van egy nagy probléma. Mégpedig az, hogy a tőke egyre növekvő hányadát a külföldi jegybankok tartalékolási célú államkötvény-vásárlásai képezik. Ez különösen igaz Kína esetében, ahol 2007-ben 461,9 milliárd dollár, 2008-ban pedig 418,9 milliárd dollár értékben növekedett a hivatalos jegybanki tartalékok mértéke. Ezen adatok szerint az

USA tőkebeáramlását és a tőkemérlegének többletét – és ezáltal a külföldi finanszírozási igényét – többnyire a kínaiak által eszközölt amerikai államkötvény-vásárlások finanszírozzák, ami *növekvő veszélyt jelent* Amerikára nézve.<sup>9</sup> Abban az esetben, ha az amerikai államkötvényekbe fektető külföldi monetáris hatóságok megelégnének a kihelyezéseik igen alacsony hozamát,<sup>10</sup> és ezzel felhagynának a további államkötvény-vásárlásokkal, akkor az *drasztikus és visszafordíthatatlan következményekkel* járna a világgazdaság egészére. Egy ilyen szcenárió Miranda Xafa (2007) szerint kényszerű kiugazítási folyamatot vonna maga után, mely dolláreszközök masszív eladásához,

<sup>9</sup> Az USA-ban 2007-ben a külföldiek tulajdonában lévő nettó hivatalos jegybanki tartalékeszközök 480,9 milliárd dollárral, míg 2008-ban közel ennyivel, 487 milliárddal gyarapodtak – ezen belül amerikai államkötvények 2007-ben 269,8 milliárd dollár, 2008-ban pedig 543,5 milliárd dollár értékben kerültek külföldiek tulajdonába.

<sup>10</sup> 2010. március 1-jén az egy hónapos államkötvény hozama 0,06%, a kétévesé 0,91%, a tízévesé pedig 3,80% volt.



2. ábra • Gyorsuló tőkeáramlások az USA-ban az 1960-es évek elejétől (Forrás: IMF)

az USA kamatlábjának szárnyalásához és végül az amerikai gazdaság „mélyrepüléséhez” vezetne – ami maga után vonná a világgazdaság recesszióját. Michael M. Philips (2008) is úgy véli, hogy ez a fajta függőségi viszony óriási kockázatot jelent a világ legnagyobb adósára, az Egyesült Államokra nézve. Szerinte közel sincs köbe vésvé az amerikai államkötvények végtelen likviditása, továbbá a biztos hozamokat garantáló előnye. Azt is hozzátesszi még, hogy az elmúlt években kialakult közgazdasági vita, melynek keretében kérdésként vetődött fel a dollár tartalékvaluta szerepének fenntarthatósága, tovább növeli a *kételyeket* a dollár jövőbeli tartalékvaluta szerepkörével kapcsolatban. Mindezek mellett John Tatom (2008) is azzal érvel, hogy Amerika szemszögéből nem a folyó fizetési mérleg hiánya a legnagyobb egyensúlytalanságot okozó tényező. A legegységesebb feszültséget a tőkeáramok megfordulása és a dollártól való elfordulás lehetősége jelenti. Az sem mellékes, hogy ha Kína felfüggesztené a dollár-vásárlásait, akkor az a júan dollárral szembeni azonnali nominális árfolyam-erősödését

váltaná ki, ami rövid távon az infláció elszabadulásával, a hazai beruházások elmaradásával és a dollárgyengülés eredményeként negatív vagyongyengüléssel járna, ami kétségkívül a makrogazdasági egyensúly felborulásához vezetne. Hasonló eset játszódott le a japán gazdaságban az 1970-es években (Gábor, 2009a). Korunk világválsága azonban ismét az amerikai túlköltekezést tükröző fizetési mérleg nagy hiányának veszélyére hívta fel a figyelmünket. Ez ugyanis nagyobb veszélynek bizonyul, mint a fentebb leírt problémák – miszerint Kína és a hozzá hasonlóan nagy többlettel rendelkező gazdaságok elfordulnak az amerikai értékpapírcsoktól.<sup>11</sup>

A 2. ábrán az USA tőkeáramlásainak alakulását láthatjuk az 1960-as éveket követően. Amerika a 80-as évek eleje óta *nettó tőkeimportőr*, s ez még akkor is így lenne, ha az adatok nem tartalmaznák a külföldi jegybankok által vásárolt államkötvények állományát. A

<sup>11</sup> Arról, hogy miért nem szabadulnak meg a dollárkövetelésektől, és miért vásárolnak újabb sok dollármilliárdnyi amerikai állampapírt, lásd Farkas Péter e blokkban szereplő dolgozatát.

tökemérlig többletében az ezredfordulót követően figyelhető meg szignifikáns növekedés, pont akkortól, amikortól az amerikai importtöbblet és fizetésimérleg-hiány Kína felé nagy méreteket kezdett öltetni, s a kínai monetáris hatóságok amerikai államkötvényekbe kezdték fektetni a kínai devizapiacra felvásárolt dollárokat.

#### Kína tökemérlege és devizatranzakciói

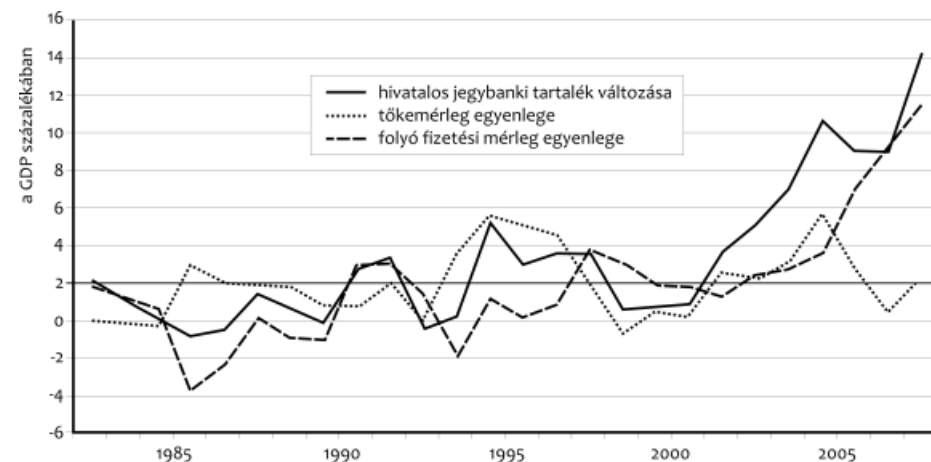
A Kínába beáramló és kiáramló tőke a GDP arányában mérve a legtöbb országénál nagyobb. A tőkebeáramlás nagysága azért is kimagasló, mert a kedvező munkaerőköltségek és az ország kereskedelmi nyitottságának növekvő mértéke egyre több külföldi működő tőkét (továbbiakban FDI – Foreign Direct Investment) vonz a gazdaságba. Az FDI-beáramlás 2006-ot követően ugrott meg szignifikánsan, amikor az előző évhez képest 177%-kal növekedett az értéke. Kína ezzel a feltörekvő országokba áramló külföldi működőtőke egyharmadát, a feltörekvő Ázsiába áramlónak pedig több mint a 70%-át szívja fel (Cappiello – Ferrucci, 2008). E hirtelen növekedés hátterében feltételezhetően a tökemérlig kiáramló tételeire vonatkozó korlátozások 2007-es enyhítése és a jüan felértékelődése állhat.<sup>12</sup> Egy olyan országba, mint az Egyesült Államok, ahol nem vagy csak csekély mértékben lehetünk kormányzati vagy jegybanki intervenciónak szemtanúi, és ahol a monetáris hatóságok aktív devizapiaci tartalékolási politikát nem folytatnak, ott a *tökemérlig többlet a fizetési mérleg egyensúlyát megteremtő tényező*. Kínától eltérően az amerikai pénznem,

<sup>12</sup> A tökemérlig kiáramló tételeire vonatkozó korlátozások feloldása rövid távon a tőkekiáramlás megnövekedésével jár, mint ahogy az a 3. ábrán látható. Hosszú távon azonban a külföldi befektetők bizalmának növekedésével a nettó tőkebeáramlást erősíti.

a dollár szabadon lebeg, így az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve (továbbiakban FED) helyett a piaci erők egyensúlyozzák ki a fizetési mérleget.

Kína esetében azonban a tökemérlig közel sem mondható az egyensúly zálogának, mint ahogy látható a 2. táblázatból. A 2004-es évet követően, a tökemérlig egyes tételeinek lassú, de óvatos liberalizációs lépéseivel, a kínai megtakarítók növekvő arányba helyezték ki vagyonukat külföldre. Mindazonáltal az FDI által vezérelt külföldi tőkebeáramlás még így is meghaladta a tőkekiáramlás mértékét, noha 2006-ban az egyenleg megközelítette a zéró szintet. Mivel a piac egyensúlyt teremtő mechanizmusa nem működik Kínában, ezért a kínai jegybank, a PBC devizapiaci intervenciója és dollárfelhalmozása az egyensúly kulctényezője. Ez a fajta intervenció politikai még az 1994 és 2005 közötti időszak fix árfolyamrendszerének káros és járulékos maradványa napjaink ún. menedzselt lebegtetett árfolyamrendszerében.<sup>13</sup> Kína fizetési mérlegében tehát az a fajta klasszikus merkantilista felfogás érvényesül, amely szerint az ország a biztonság növelése érdekében hatalmas jegybanki tartalékokat halmoz fel, amelyet aztán arany- vagy devizavásárlásra fordít. A hivatalos jegybanki tartalékok alakulását a 3. ábra szemlélteti, a főbb forrásaival, azaz a folyó fizetési és a tökemérlig egyenlegének alakulásával együtt. A PBC évről évre egyre gyorsabb ütemben növeli a hivatalos tartalékok mértékét a GDP arányában, annak ellenére, hogy a kínai gazdaság az elmúlt évtizedben átlagosan 10%-al gyarapodott évente! Mindezek következtében haladja meg napjainkra a jegybanki tartalékok mértéke a 2,399 milliárd dollárt! Ez az összeg – összeha-

<sup>13</sup> Menedzselt árfolyamrendszerrel az árfolyam naponta csak egy előre meghatározott sávban mozoghat.



3. ábra • Kína kettős külgazdasági többlete és a jegybanki tartalékok alakulása (év/év) Forrás: IMF, SAFE

sonlításuképpen – Kína 2008-as bruttó nemzeti össztermékének 55%-a, míg az amerikai GDP-nek 16,6%-a. Bár a 3. ábra arra engedhet következtetni, hogy a növekvő tartalékok forrása a folyó fizetési mérleg többlete volt, különösen 2004-et követően, az igazság azonban az, hogy a tökemérlig egyenlegének majdnem hasonló szerepe van a változásban. Ha egy ország devizatartalékának nagyságát akarjuk megítélni, akkor arra jó kiindulási alap a gazdaság külföldi fizetési kötelezettségeinek számbavétele. Az elemzők legtöbbször azt vizsgálják, hogy az importbeszerzésre fordított összeg és a devizatartalékok nagysága hogyan viszonyul egymáshoz. A konvencionális nézet szerint egy gazdaság akkor ellenálló a külföldi sokkokkal szemben, ha devizatartalékainak mértéke három–négyszeresen haladja meg az egyhavi import biztosításához szükséges összeget. Kína tartalékainak a mértéke viszont akkora, hogy külső források bevonása nélkül is majdnem két évig képes lenne fedezni az áruk, szolgáltatások és eszközök importjának költségeit. A GDP 50%-át meghaladó értékkel (a jegybanki tartalékok

mennyiségét és arányát tekintve) Kína az első a világon (Tatom, 2008).

#### Kína és Amerika pénzügyi elszámolása

Ha visszatekintünk a 2. táblázatra, akkor azt láthatjuk, hogy 2008-ban az USA-ból Kínába mindösszesen csupán 12,3 milliárd dollár tőke áramlott, addig az ellentétes irányba 443,2 milliárd dollár mozgott. E nagy aránytalanság kialakulásához amerikai oldalról a saját hiányok fedezése, a csökkenő kereslet miatt a beruházások visszaesése és a pénzügyi világválságok során természetes kockázatkörül magatartás, a másik oldalról pedig a növekvő amerikai államkötvény-vásárlások járultak hozzá. A Kínából az USA-ba áramló tőke nagyságát tekintve az említett 2. táblázat adatsorai félreértelmezhetőek lehetnek. Az eltérés abból adódhat, hogy míg a kínai tőkekiáramlás 121,1 milliárd dolláros értéke a tartaléknövekedést, nevezetesen az amerikai államkötvény-vásárlásokat nem tartalmazza, addig az Egyesült Államok adatsora igen. Ez pedig a már fentebb említett problémát erősíti. Nevezetesen azt, hogy a kínaiak kevés

megtakarítást helyeznek ki külföldre, míg a PBC-n keresztül hatalmas mennyiségű tőke áramlik az amerikai állampapírcsoporthoz.<sup>14</sup>

#### Lehetséges megoldások

A nemzetközi pénzügyi feszültségek feloldása érdekében mindenképp a probléma azonosítására van szükség. Ez pedig – a kínai oldalt vizsgálva – a PBC egyre növekvő és intenzív amerikai államkötvény-vásárlásai és ezáltal a jegybanki tartalékok folyamatos növekedése,<sup>15</sup> ami a kínai kettős külgazdasági többlet egyensúlyát igyekszik megteremteni. A legtöbb amerikai szakirodalmi forrás szerint a „legjobban” járható útnak az tűnik, ha a kínai valuta árfolyamát a piaci erőkre hagyva felértékelnék, ami az USA-ba áramló kínai exportcikkek árszínvonal-növekedésén keresztül visszafogná az amerikai importot Kínából. Ez javítaná Amerika folyó fizetési mérlegének egyenlegét, csökkentené a kínai dollárfelvásárlásokat – azon keresztül pedig az államkötvények keresletét –, és végül szűkítené a kínai pénzkínálatot, visszafogva ezáltal az inflációt. Tatom (2008) szerint azonban ebben az esetben nem történne különösebb változás az amerikai folyó fizetési mérleg hiányának tekintetében. Egy ilyen eset ugyan-

<sup>14</sup> Megjegyzem, hogy Kína hivatalos jegybanki devizatartalékának 2008. évi 418,9 milliárd dolláros növelése nem kizárólag amerikai államkötvény-vásárlásokkal valósult meg. Kína devizatartaléka ugyanis a dolláreszközökön kívül más, így euró- és jen-alapú eszközöket is tartalmaz. Ennek összetételéről azonban a PBC nem közöl információkat. Mindenesetre az amerikai adat-sorokból arra lehet következtetni, hogy Kína hivatalos tartalékainak a döntő hányada amerikai államkötvényekben halmozódott fel.

<sup>15</sup> Fontosnak tartom aláhúzni itt is, hogy az nemzetközi pénzügyi feszültségek kialakulásáért az USA túlköltekező, fogyasztói, felelőtlen gazdaságpolitikája és az elégtelen szabályozási környezete épp így hozzájárult. Ez azonban nem témája e cikknek.

is azt eredményezné, akár már rövid távon is, hogy az olcsó kínai termékek importját Kína versenytársainak termékeivel cserélnék fel. A júan felértékelése tehát nem lenne különösebb hatással az USA kereskedelmi egyenlegére. A másik oldalon azonban felvetődik a kérdés, hogy a dollárral szembeni felértékelődés miatti negatív vagyonghatás valóban kiváltana-e egy olyan lépést a központi bank, a PBC részéről, amely a dollárfelvásárlás függesztésével, avagy a meglévő dollártartalékok leépítésével járna. Egy ilyen eset a dollár és az amerikai gazdaság már többször említett mélyrepülését eredményezhetné.

Morris Goldstein és Nicholas R. Lardy (2008) is borúlátó a júan hirtelen felértékelésével kapcsolatban. Annak ellenére, hogy egy ilyen scenárió az egyik oldalon csökkentené a kínai folyó fizetési mérleg többletét, a dollárfelvásárlási kényszert, a pénzkínálatot és azon keresztül az inflációt, mégis drasztikus következményekkel járna. A másik oldalon ugyanis negatívan hatna a relatív árváltozáson keresztül az exportszektor teljesítményére, és ezáltal növelné a munkanélküliek számát, továbbá – s ez vizsgálatunk szempontjából kiemelten lényeges –, *spekulatív tőke*, vagy más néven *forró pénz* beáramlását eredményezné a kínai gazdaságba. Ebben az esetben tovább „romlana” a tőkemérleg egyenlege, még nehezebbé válna a monetáris politika mozgásteret, és egy olyan inflációs környezet jönne létre, amely magában rejtene a jövőbeli hirtelen tőkemenekülést, és a valutaválság lehetőségét – mint korábban az 1997–98-as ázsiai krízissorozat alatt megfigyelhettük.

Lorenzo Cappiello és Gianluigi Ferrucci (2008) úgy látják, hogy a nemzetközi feszültség feloldása érdekében Kínának a tőkemérleg tételeire vonatkozó korlátozások feloldására, továbbá egy sokkal rugalmasabb árfo-

lyamrendszer bevezetésére van szüksége. Ronald McKinnon és Günther Schnabl (2008) szerint a júant az 1994 és 2005 közötti fix árfolyamrendszerhez hasonlóan, egy kezdetben szűk ( $\pm 0,3\%$ -os) – később egyre szélesedő – árfolyamcsatornába kellene szorítani, amely stabilizálhatná az árfolyamot. Mindehhez persze arra lenne szükség, hogy a *külföldi felértékelési nyomás megszűnjön*. Egy ilyen sávós árfolyamrendszer mellett a PBC felhagyhatna a dollárvásárlással a devizapiacra.

Kína folyó fizetési mérlegének tételeit hosszas előkészítés után 2007 februárjában liberalizálták, így a deviza szabadon áramolhat az országhatárt átlépve a kereskedelem ellentételezéseként. A tőkemérleg tételeire azonban némi lazítástól eltekintve ugyanez még nem mondható el. A 2. táblázatban látható alacsony kínai tőkeáramlás oka pedig mindenképpen a korlátozásokban keresendő. *A tőkeáramlás tételeire vonatkozó tilalom feloldásával minden bizonnyal hosszabb távon csökkenne a nettó tőkebeáramlás mértéke*, ezáltal a jegybanki devizatartalékok felhalmozódásának dinamizmusa, így valószínűleg a nettó tőkebeáramlás nettó tőkeáramlásba fordulna át. A csökkenő devizafelhalmozás pedig enyhítené a nyomást a monetáris túlkínálaton és az infláción. Ám ameddig a kínai adminisztráció nem hagy fel a bankok hitelezési gyakorlatának ellenőrzésével és a piaci viszonyokat figyelmen kívül hagyó kamatpolitikájával, addig *a pénzügyi harmonikus működése valószínűtlenül válik. A tőkeáramlás túlzott szabályozottságával Kína pénzügyi rendszerére az elnyomottság és az alulfejlettség jellemző, ami a hosszú távú növekedés elsődleges akadálya*.

#### Konklúzió

Az USA és Kína között kialakult kereskedelmi egyensúlytalanság nem jelentene égető prob-

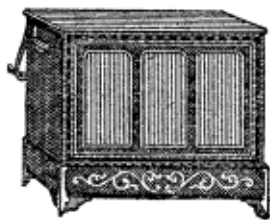
lémát olyan esetben, ha tőkemérlegük a folyó fizetésimérleg-hiányokat vagy -többleteket kiegyensúlyozná. Míg Amerika esetében ez megtörténik, Kína esetében közel sem. Kína folyó fizetésimérleg-többletével szemben joggal elvárható lenne, hogy tőkemérleghiány álljon, ám a tőkemérleg tételeire vonatkozó kínai tőkeszabályozások ezt nem teszik lehetővé. Mindezek következtében a kínai jegybank az export eredményeként a beáramló dollármilliárdokat felvásárolja, alacsony árfolyamon tartva továbbra is a kínai valuta árfolyamát. Véleményem szerint a *feszültség feloldása a tőkemérleg tételeinek liberalizálásával képzelhető el*. E folyamat során a megnövekedett tőkekiáramlás deficitessé tenné a tőkemérleg egyenlegét, amely így a folyó fizetésimérleg-többlet ellensúlyaként megteremtené a nemzetközi egyensúlyt. Egy ilyen esetben pedig megszűnne a kínai jegybank dollárfelvásárlási kényszere, sőt, a júan árfolyamának a lebegtetési sávban tartása érdekében akár dolláreladásokra is kényszerülhetne. Sokak véleményével szemben szerintem ez nem jelentené az amerikai gazdaság külső – kínai – finanszírozásának az elapadását. Az amerikai állampapírcsoporthoz áramló kínai tőkét ugyanis a kínai magánszektor portfólió beruházásai váltanák fel, ami az amerikai gazdaság szempontjából mindenképpen kedvezőbb lenne. Láthatjuk tehát, hogy a megoldás kulcsa a tőkekiáramlás tételeire vonatkozó szabályozások fokozatos leépítésében rejlik. Mindazonáltal, tekintettel a fokozatosság és az óvatosság jegyében a liberalizációs lépések hosszúságára – harmonizációs időtartamára, találgatásokba nem bocsátkoznék a tőkemérleg teljes liberalizációjának időpontjával kapcsolatban. Mindenesetre a globális egyensúlytalanság csökkentése az amerikai magánszektor részéről is megköveteli majd a korrekciót.

Kulcsszavak: *Kína, Egyesült Államok, folyó fizetési mérleg, tökemérleg, egyensúlytalanság, tőkeáramlás, dereguláció*

#### IRODALOM

- Cappiello, Lorenzo – Ferrucci, Gianluigi (2008): *The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalisation. ECB Occasional Paper Series, No 82*, March 2008.
- Gábor Tamás (2009a): Kína árfolyam-politikájáról alkotott eszmék vagy téveszmék: valóban káros az alulértékelt jüan a globális gazdaság egésze szempontjából? Pénzügyi Szemle. 2–3.
- Gábor Tamás (2009b): Nézetek a globális egyensúlytalanságról: fenntartható vagy fenntarthatatlan pályán van-e a világgazdaság? In: Botos Katalin (szerk.): *Idősödés és globalizáció*. Tarsoly, Budapest
- Goldstein, Morris – Lardy, Nicholas R. (2008): China's Currency Needs to Rise Further. Financial Times. 23 July.
- International Monetary Fund, International Financial Statistics (IMF IFS), <http://www.imf.org>

- McKinnon, Ronald – Schnabl, Günther (2008): China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar. *CESifo Working Paper No. 2386*, September 2008.
- U.S. Bureau of Economic Analysis: *U.S. International Transactions Accounts Data 2008*. <http://www.bea.gov>
- Phillips, Michael M. (2008): Capital Flow from Emerging Nations to U.S. Poses Some Risks. The Wall Street Journal. 23 June.
- State Administration of Foreign Exchange (China): China's Balance of Payments Maintained a Twin Surplus in 2008. <http://www.safe.gov.cn>
- Tatom, John (2008): *Imbalances in China and U.S. Capital Flows. Networks Financial Institute Working Paper 2008-WP-14*
- Xafa, Miranda (2007): Global Imbalances and Financial Stability. Journal of Policy Modeling. 29, 783–796.



## KÍNA SZEREPE A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI RENDSZER STABILIZÁLÁSÁBAN ÉS ÁTALAKÍTÁSÁBAN

Farkas Péter

kandidátus, főmunkatárs  
MTA Világgazdasági Kuratóriumi Intézet  
[pfarkas@vki.hu](mailto:pfarkas@vki.hu)

*Kína pragmatikusan együttműködik az USA-val, a G20 országaival és a nemzetközi szervezettekkel a globális pénzügyi rendszer stabilizálása érdekében, ezt számos magas szintű nyilatkozatban megerősítette, s a gyakorlatban is bizonyította. (Az egyetlen tabu mindeddig a jüan lényegében dollárhoz kötött árfolyama, mely a kínai felzárkózási és gazdasági stabilitási stratégia kulcseleme.) Kína az egyik legaktívabb ország a helyzet végiggondolásában, a válságkezelésben és a javaslatok kidolgozásában.*

A továbbiakban először a kínai vezetők és szakemberek általános helyzetértékelését és a jövőt illető elvi jelentőségű megállapításait ismertetjük. Ezután Kínának a nemzetközi pénzügyi rendszert érintő válságkezelési lépéseiről, és ezeknek a nemzetközi kihatásairól lesz szó. Végül az eljövendő nemzetközi pénzügyi rendszerrel kapcsolatos konkrét kínai javaslatokat foglaltuk össze.

*Magas szintű tárgyalások és elvi nyilatkozatok*

A válsággal kapcsolatos fontosabb kínai politikai megnyilatkozások közül azok a legértékesebbek, amelyek 2008 végén és 2009 elején, nemzetközi szervezetek tanácskozásain hangzottak el, s ahol a résztvevő országok magas

rangú képviselői közös nyilatkozatokban kötelezettséget vállaltak a válság kezelésében való együttműködésre. A legfontosabb értekezletek bemutatásában időrendben haladunk.

Ven Csia-pao miniszterelnök közvetlenül a világválság nyílt kitörése, általános tudatosodása után, az *Ázsia-Európa Tanácskozás*on (ASEM), 2008 októberében így fogalmazott: Kína hozzáállása a pénzügyi válsághoz „felelősségteljes és pragmatikus”. Ez annyit jelent, hogy Kína (egyébként már régen) nem a fejlett centrumországok által képviselt kapitalista világmodell marxista szemléletű elemzésének vagy gyakorlatának általános kritikáját folytatja. Kerüli a konfrontációt, a legteljesebben együttműködik a válság kezelésében, javaslatai a kapitalista rendszeren belül maradnak, s a gyakorlati eredményekre koncentrálnak.<sup>1</sup> Ezt a legfontosabb partnerei, a fejlett országok, köztük az Egyesült Államok sem vonják kétségbe. S bár (egyelőre?) nem vállal komolyabb konfrontációkat, Kína határozottan megfogalmazza saját érdekeiből fakadó elképzeléseit, javaslatait is.

<sup>1</sup> Kína már 2007 óta érzékelte a pénzügyi rendszer erősödő törékenységét, és erre fel is hívta a nemzetközi közösség figyelmét (Farkas-Szabó, 2009, 187–222.).