

## A kínai árfolyampolitika hatása a világgazdaságra

Kicsit közelebbről és alaposabban megvizsgálva Távol-Kelet helyzetét egyáltalán nem jelenthetjük ki egyértelműen, hogy a régió országai kizárólag a nyereségelhajzás miatt fordulnak a mesterségesen rögzített árfolyam eszközéhez, bár valószínűleg nem jön rosszul nekik az extraprofit sem. Sokuknál a stabil, jóformán rögzített árfolyam sokkal inkább a gazdaság stabilitását, a túlzott kockázatok kizárását szolgálja. Elég felelevenítenünk az 1997-es esztendőt, amikor az ázsiai országok elhamarkodott piaci nyitása hosszú hónapokra, évekre kiható válságot okozott, és akkoriban üdvözítették Kína azon politikáját, hogy rögzített árfolyamát nem változtatta meg, amely nagyban hozzájárult a válságból való kilábaláshoz. 5 évvel később, 2002-ben Kína ismét a fejlett országok célkeresztjébe került, de ekkor már nem a megváltást hozó üdvöztető személyében, hanem a rosszat hozó ördög szerepében. 2002. december 1-jén ugyanis a japán pénzügyminisztérium két vezető hivatalnoka a Financial Times-ban megjelent cikkében azt írta, hogy Kína deflációt exportál azzal, hogy árfolyamát a dollárhoz köti, és ennek a nem kívánt exportnak a megszüntetése érdekében a jüan felértékelését kérték. 2003 közepén Dél-Korea, Nyugat-Európa és az Egyesült Államok is csatlakozott Japánhoz mondván, hogy Kína jogosulatlan előnyre tesz szert olcsó exportjával, és egyensúlytalanságot okoz. Hogy a Kínát érintő vádak helyénvalóságáról tisztább képet alkothassunk, vessünk egy pillantást gazdasága valódi helyzetére, amely sok hasonlóságot mutat a régió többi országáéval.

\* *A szerző az ING Bank makroelemzője*

*Nagyító alatt az „álnok” Kína*

Elsőként az a kérdés vetődhet fel bennünk, hogy fenntartható-e ez a magas gazdasági növekedés (9-10 százalék körül). Túlfűtött-e Kína gazdasága vagy sem?

Míg a fejlett ipari gazdaságok a világ népességének mindössze egyötödét adják, addig India és Kína együtt több mint egyharmadát. Ezek az országok 1980 óta jelentős gazdasági növekedésen mentek át, amely során nagymértékben voltak képesek csökkenteni a szegénységet, és egyre inkább képesek lesznek ők is élvezni a gazdasági jólét gyümölcsét. 1980 óta az egy főre eső GDP több mint megduplázódott Indiában, míg Kínában meghétszereződött. A növekedés szerkezete nagy különbségeket mutat. Mindkettő a gazdasági önellátástól és a világgazdaságtól való elszigeteltségtől indult, de Kína sokkal gyorsabban és agresszívebben csökkentette a kereskedelmi korlátokat, és vonzotta a külföldi működőtőke - beáramlást. Ráadásul Kína növekedését az ipari szektor robbanásszerű bővülése serkentette, míg Indiában a szolgáltató szektorra helyezték a hangsúlyt.

A kiugró növekedés ellenére is mindkét ország nagyon szegény az Amerikai Egyesült Államokhoz képest (az USA bruttó nemzeti jövedelméhez képest mindössze 15%, illetve 8%-os szinten tartózkodik Kína illetve India). Ugyan Kína az elkövetkező időszakban a munkaképes korúak lassuló növekedésével fogja szembe találni magát, a gazdasági növekedés fenntartható lesz az agrárszektorból a magasabb produktivitást jelentő iparba és szolgáltatásba áramlókon keresztül. India ennél kedvezőbb helyzetben van, hiszen mind a munkaképes korúak gyors növekedése, mind a szektorok közötti áramlás serkenti a növekedést.

Kína nagy eredményeket ért el a fiatal dolgozók oktatási képzettségében, amely téren India jelentős lemaradást mondhat magáénak.

India is jelentős magánmegtakarításokkal rendelkezik, ennek jelentős része az állami szektor hiányának finanszírozására megy el, melynek csökkentése esetén 7% fölé gyorsulhatna a gazdasági növekedése.

1978-óta Kína gazdaságában kisebb-nagyobb hullámhegyek és -völgyek voltak megfigyelhetőek. Ha felrajzoljuk a reál GDP-növekedés pályáját, 8-10 éves ciklusokat találhatunk. Amikor 1998 közepén nyilvánvalóvá vált, hogy a gazdaság számottevően lelassult, a kormány monetáris és fiskális intézkedésekbe kezdett az aggregált kereslet növelése érdekében. A kamatokat nyolc alkalommal csökkentették kevesebb mint hat év alatt. Jelentősen megnöttek az állami beruházások, aminek következtében az állami kiadások és a költségvetési hiány is megugrott. Megnőtt az állami bankok kölcsönkihelyezése is, valamint nagymértékben bővült a pénzkínálat, és az intézkedések során fellazult az ellenőrzés is. Mindezen folyamatoknak köszönhetően az 1999-es mélypontot követően (7,1 százalék) a gazdaság ismét gyorsuló növekedésbe kezdett, és 2004–2006 között – a kínai hatóságok intézkedései ellenére (szigorították a banki hitelkihelyezést, megemelték a betéti és hitelkamatot) – 11 százalék fölé gyorsult. (*Németh, 2005*)

Hosszabb távon a fenntartható növekedést veszélyeztetheti a kínai pénzügyi szektor hatékonyságának csökkenése. Továbbra is folytatniuk kell a világpiacon való integrálódásukat, mind a termékek és szolgáltatások kereskedelmében, mind a beruházások áramlásában.

Óvatosnak kell lennie Kínának, hiszen az óriási tőkefelhalmozás egyes szektorokban komoly gondokat okozhat a túlberuházás miatt. Kína rendelkezik a fejlődő világ egyik legnyitottabb külkereskedelmi és FDI-rezsimjével. *Fan-Morck-Xu-Yeung (2007)* eredményei alapján az óriási FDI-beáramlás Kínában összefügg az ország gazdasági növekedésével, gazdaságának méretével, demográfiai vonzerejével, nyitottságával. Az intézményi változók nem meghatározóak Kína esetében.

Kína „bekapcsolódása” a globalizációba növelte a versenyt a termékpiacon, javította a versenyképességet, a tényezőfelhalmozást, fokozta a fogyasztói jólétet, és előnnyel bírt a világ többi fogyasztói számára is.

Az egyetlen terület, ahol nem történt jelentős előrelépés, az árfolyamrendszer. Ugyanakkor a felértékelés költségei egyre nagyobbak

lehetnek. Elképzelhető, hogy a beruházási boom alatt kiépített óriási kapacitások nem lesznek életképesek egy erősebb árfolyam mellett. *Branstetter-Lardy (2006)*

A nemzeti megtakarítás 40% fölött van a GDP százalékában, ez továbbra is biztosítani tudja a beruházások bővülését. Továbbá az amerikai leányvállalati (affiliate) aktivitás még mindig alacsony Kínában. A legtöbb amerikai leányvállalati tevékenység olyan országokba irányul, amelyek nagyok, földrajzilag közel vannak, alacsony a korrupció, és amelyek gazdagok. A kínai gazdasági növekedés ösztönözheti az amerikai cégeket, hogy növeljék kínai működésüket (*Barnsetter-Foley, 2007*). Előbb említettek segítenek fenntartani a 10% körüli növekedést.

Középtávon azonban Kínának a belföldi piac fejlődésére és a kiegyensúlyozottabb kereskedelmi pozícióra érdemes figyelnie. (*Bosworth – Collins 2007*)

Az infláció hosszú éveken keresztül nulla közelében mozgott, és sok esetben negatív értékeket vett fel. A defláció a kiskereskedelmiár-indexben (RPI) jelent meg először 1997 októberében, majd 1998 februárjában a fogyasztóiár-indexben (CPI) is. A deflációs nyomás, amely Kínát 1997-től sújtotta, egyrészt a csökkenő pénzmultiplikátorból, másrészt a fogyasztás növekedésének lelassulásából eredt. Kína folyamatos kamatsökkentései ellenére a belföldi magánkereslet nem lendült fel, és a megtakarítási ráta növekedett. 2004-ben azonban a dezinfláció hirtelen megfordult, és az éves infláció közel 4 százalék volt, amely megegyezik a korábbi évek tapasztalatával, ugyanis a 90-es évek elején is a gazdasági fellendülést a fogyasztóiár-index gyors növekedése kísérte. Azt is meg kell azonban jegyeznünk, hogy a 2004-es inflációnövekedést főleg az agrárárak növekedése idézte elő – ugyanis a kedvezőtlen időjárási viszonyok valamint a művelés alá vont területek csökkenése visszavetette a mezőgazdasági termékek kínálatát –, míg az ipari termékek ára továbbra is stagnált, sőt sok esetben kis mértékben csökkent is.

Kínában a munkanélküliség szintje sem elhanyagolható. Még óvatos becslések mellett is vidéken az 500 milliós munkaerőből 175

millió a munkanélküli – amely a mezőgazdaság fejlődésével és a külföldi agrártermékek térhódításával tovább bővíülhet –, a városokban pedig 25 millióra tehető az állástalanok száma. Amennyiben hosszú távon 7,5 százalékos gazdasági növekedéssel számolunk egy évben, az is csak körülbelül 13-15 millió új munkahelyet képes teremteni. Ezzel szemben éves szinten 8 millió új munkahely teremtésére volt képes Kína az elmúlt időszakban, amely nagymértékben az export dinamikus növekedésének volt köszönhető. Ugyanakkor vizsgálatok azt mutatják, hogy a belföldi kereslet élénkítése óriási kiaknázatlan területeket rejt, és kulcs lehet a jövőben a munkahelyteremtésben. Ennek elérése érdekében természetesen az államnak sok teendője akad, amelyek még éppen csak elkezdődtek. Az árfolyam reálfelértékelődése, amely során a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékek (non-tradable) ára megemelkedik, ami a belföldi keresletet az export és import termékek felé fordítja. Továbbá szükség van folyamatos nominálisárfolyam - felértékelésre, az öregkori létbiztonság segítésére, a bankrendszer reformjára stb. A belföldi piac megerősítése egyidejűleg a fizetési mérleg egyensúlytalanságának megszüntetését is segítené. (Feenstra – Hong 2007)

Azonban legalább évi 25 millió munkahelyre lenne szükség ahhoz, hogy a munkanélküliek köre lassan szűküljön. Könnyen belátható, hogy ez hatalmas terhet ró az államra, és egy esetleges túlfűtött gazdaság következtében felgyorsuló infláció mellett (mint ami a 90-es évek első felében volt) a szociális stabilitás veszélyben foroghat.

A legtöbb probléma tagadhatatlanul a bankrendszerre vezethető vissza. Egyes becslések szerint a behajthatatlan követelések állománya elérheti akár a 35 százalékot is, azonban ezt nagyon nehéz megbecsülni, mivel sok esetben az állami bankok nagy állami vállalatokhoz delegálják a követelések egy részét. A problémát nem csak a behajthatatlan követelések fennálló nagysága jelenti, hanem az is, hogy továbbra is általánosnak mondható a rossz tőkekihelyezés, amely több veszélyt is rejt magában. Egyrészt megnő a fizetési képesség esélye, ami egy olyan országban, ahol a betéteseket nem védik, jelentősen megnöveli a valószínűségét annak, hogy külföldi bankokhoz pártolnak át, amint lehetőség nyílik rá, különösen annak

tükrében, hogy a külföldi bankok valószínűleg jóval kedvezőbb kamatfeltételek tudnak biztosítani ügyfeleik számára, lévén, hogy az ő vállukat nem nyomja a behajthatatlan követelések óriási súlya. Egy egész Kínát érintő bankok közötti tőkemozgás azonban könnyen párosulhat a gazdasági növekedés visszaesésével, valamint az állami bankok és sok állami vállalat csődbe jutásával. A betétesek megőrzése ezért elképzelhetetlen az állam segítő keze és a bankok sorozatos rekapitalizációja nélkül, amely azonban a laza fiskális politikával karöltve egy fenntarthatatlan adósságspirálhoz vezethet. A 2004. végi IMF-jelentés alapján 2003-ban a GDP 62,2 százaléka volt a bruttó államadósság. Ezt érdemes kiegészíteni az állami bankok átszervezésének és esetleges pótlólagos feltőkésítésének a költségeivel, amely egyes számítások szerint elérheti akár a GDP 45%-át is. A kettő együtt megközelíti a GDP 100 százalékát, amely szint még nem fenyeget válsággal, amennyiben sikerül megállítani a további duzzadását, ezért az adósságspirál elkerülése érdekében a mindenkori kormánynak minden eszközzel vissza kell fogni a túlzott állami és pazarló beruházásokat, amelyekről sokszor még a megvalósíthatósági jelentés elkészülte előtt döntöttek. (Németh, 2005)

## *Devizatartalékok*

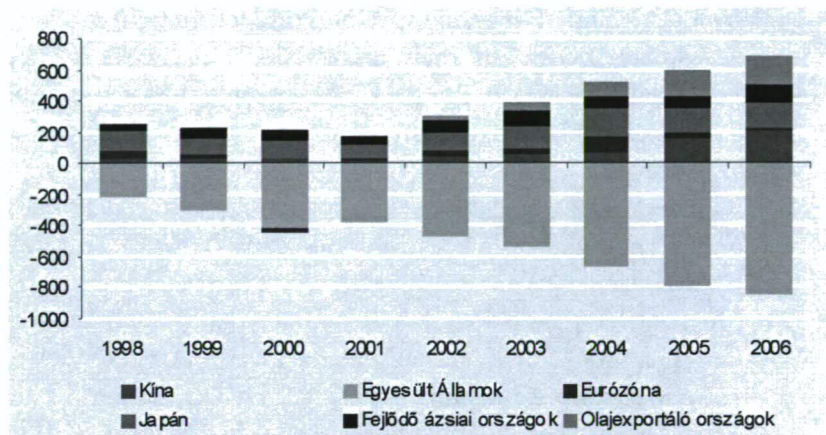
Kína rendelkezik a világ legnagyobb devizatartalékával, megfosztva a hosszú éveken át uralkodó Japánt a trónjától. A devizatartalékok növekedésének okaként általában a mesterségesen alulértékelt árfolyamot szokták megemlíteni. Kína a gyengén tartott árfolyama érdekében folyamatosan devizapiaci intervenciót alkalmaz, amely során devizát vesz és jüant ad el, ebből pedig hatalmas tartalékokra tesz szert. Érdemes azért megvizsgálni, hogy létezik-e más racionális magyarázata is a kiugróan magas devizatartalékoknak. (Aizenman, 2007)

- Ázsia válság – védekezés a külső sokkok ellen
- Belső instabilitásnak való kitettség csökkentése (merkantilista, önbiztosító motívum)

- 2000-es évek – új pénzügyi architektúra jelei lehetnek
- Elővigyázatosság: egy mély krízis valószínűsége kicsi, de a potenciális károk hatalmasak (a 20. században Kína számos gazdasági és politikai „földrengést” tapasztalt, és emiatt elővigyázatos)
- Nemzetközi tartalékok és külső adósság: a tartalékokhoz nem férhetnek hozzá a külföldi hitelezők (a fogyasztássimítás eszköze lehet)
- Megtakarítások: a nemzetközi tőkepiacokkal való korlátozott integráció mellett a magasabb megtakarítási rátával rendelkező ország több tartalékot halmoz fel. Ez lehet magyarázata annak, hogy miért halmoztak fel jóval több tartalékot Ázsiában, mint Latin-Amerikában
- Diverzifikáció és ügynök probléma: a tartalékok megfelelő diverzifikációjának hiánya az ügynök problémával magyarázható. A jegybankok veszteségkerülők. A túl kevés tartalék tartásának sokkal nagyobb költsége lehet, mint a tartalékok alternatívaköltségének.

### *Globális egyensúlytalanság*

Az elmúlt évek folyamán az Amerikai Egyesült Államok hatalmas folyófizetésimérleg-hiányt halmozott fel, megközelítette az 1 billió dollárt. Természetes ezzel a hiánnyal szemben más országok többel rendelkeznek, ebből kifolyólag nem lehet külön kezelni a világban jelenlevő folyófizetésimérleg-hiányokat és -többleteket.



Folyófizetésimérleg-hiány (milliárd dollár)

Forrás: ING Bank (2007)

*Ben Bernanke* 2005 márciusában az amerikai külső hiány fő okaként a világ többi részén jelen levő megtakarítási bőséget jelölte meg. Mások a magas hiányt az amerikai gazdaság erejének megtérsítőjeként értékelték, hiszen Amerika növekedése jóval meghaladta Európa, illetve Japán növekedését.

Érdekes egy pillanatra kitekinteni rá, hogy miként érkezünk el ehhez az egyensúlytalansághoz. Amíg 1990-es évek elején USA mérlege közel egyensúlyban volt, addig 2004-ben a hiány értéke 650 milliárd dollárra tehető, amely 5,5 százaléka a bruttó nemzeti termékének. A fizetésimérleg-hiány jelentős eladósodáshoz vezetett a deviza-külföldiekkel szemben, ami azt eredményezte, hogy 2003 végén a külföldi eladósodottság meghaladta az amerikai termékek és szolgáltatások exportjának a 250 százalékát, és elérte a GDP 25 százalékát.

Amennyiben a folyómérlegek alakulását a megtakarítások és beruházások egyenlegeként vizsgáljuk, arra a megállapításra juthatunk, hogy Amerikában az 1990-es évek közepétől a fizetési mérleg túlnyomórészt a magánszektor hatalmas beruházási hulláma miatt romlott, és nem a megtakarítások visszaesése miatt. Ezzel ellentét-



ben 2000-től a közszféra megtakarításának a jelentős csökkenése – a növekvő költségvetési hiány állt a háttérben – és a már amúgy is alacsony háztartási megtakarítások további esése voltak a fő okai a fizetési mérleg romlásának, míg a magánszféra beruházása a 2003-as növekedés ellenére is az 1990-es évek közepén tapasztalt szint alatt maradt.

A folyófizetésimérleg többlete az ázsiai országok többségében a beruházások nagymértékű visszaesésének volt az eredménye – amely az 1997-1998-as válságot megelőző túlzott beruházási boom korrekciójaként jelent meg –, míg a megtakarítási hajlandóság nem változott számottevően. Ezzel szemben Kínában folyamatosan növekedtek a beruházások az elmúlt években, mivel azonban a megtakarítások még gyorsabban növekedtek, ezért a fizetési mérleg többlete tovább duzzadt. A magánszektor magas megtakarítása két fő okra vezethető vissza: egyrészt a veszteséges állami vállalatok alkalmazásában álló munkavállalók félnek attól, hogy a privatizációt követően jelentős létszámleépítés lesz, ezért növelik megtakarításukat. Másrészt a magánvállalatok nehezen jutnak hitelhez a bankoktól (sok esetben még mindig negatív megítélés övezi őket, továbbá sokáig nem létezett egy egységes, megbízható mód mérlegeik megvizsgálására), ezért kénytelenek saját erőforrásból beruházni és fejleszteni. Mivel a kis tőkeigényű, munkaintenzív iparosodás szakasza a végéhez közeledik, a vállalatoknak tőkeintenzív beruházásokra van szükségük versenyképességük növeléséhez, ami megtakarításuk növelésének szükségét vonja maga után.

Csak nagyon kevés nagy ország képes tartósan magas GDP- arányos többletet fenntartani. Ez alól kivételt képez a Közel-Kelet, amely az olaj szerepének fontosságát tükrözi.

Noha jelentős többlet nem szokott tartósan jelen lenni, a magas hiány még rövidebb életű. Ugyanakkor a folyófizetésimérleg nagymértékű, hirtelen csökkentése is ritka jelenség a világgazdaságban. A legnagyobb ilyen többletküigazítás a Közel-Keleten jellemző, míg a legkisebb a fejlett piacokon van jelen. (*Sebastian Edwards, 2007*)

## *Új Bretton Woods*

Néhány közgazdász, *Dooley, Garber és Folkerts-Landau (2003)* egy új Bretton Woods rendszer megjelenéséről beszélnek. Véleményük szerint a jelenlegi globális egyensúlytalanság egy tudatos és stabil gazdasági berendezkedést tükröz a többlettel és hiánnyal rendelkező országok között. Egy francia közgazdász, *Jacques Rueff* egy nagyon szemléletes hasonlattal ragadta meg a rendszer lényegét. Amennyiben kötünk egy megállapodást a szabónkkal, miszerint még ugyanazon a napon visszafizeti nekünk a szolgáltatása fejében kapott összeget, ki ne rendelne még egy öltönyt vagy kosztümöt. Átültetve a hasonlatot a világgazdaságra, a szabó szerepében az Amerikai Egyesült Államok díszel, míg a mi szerepünket a fejlődő ázsiai országok képviselik.

Kicsit hétköznapibb nyelvre lefordítva, Kínában, amint azt már említettem, 200 millió munkanélküli van, ami komoly szociális instabilitást okozhat, ezért fontos lenne, hogy a gazdaság hamar fel tudja szívni a pluszmunkaerőt. Új munkahelyek és hatékony vállalatok teremtésének a legjobb módja az Amerikába irányuló exportra való termelés, amelyet kezdetben egy alulértékelt árfolyammal segítenek meg. Természetesen ez feszültséget teremt az USA-ban, ahol úgy látják, hogy emiatt munkahelyek szűnnek meg. Kína ezért – mint amolyan ellenszolgáltatás – egyrészt beengedi az amerikai multinacionális vállalatokat az országba, és hagyja, hogy az olcsó munkaerőből származó extraprofitot bekebelezzék, másrészt pedig a külkereskedelmi többletből széles körű amerikai államkötvény-vásárlást folytat, és ezzel nagyban hozzájárul az amerikai hiány finanszírozásához.

## *Merre tovább?*

Valószínűsíthető, hogy az ázsiai országok a nyugati hatalmak, így az amerikai nyomás ellenére is fenn fogják tartani rögzített/kvázi rögzített árfolyamaikat az elkövetkező időszakban, ugyanis a kelet-ázsiai régió országai nem valószínű, hogy hagyják felértékelődni a valutájukat, amíg Kína nem értékeli fel a jüant, ugyanis akkor veszteséget kellene elszenvedniük az Ázsián kívüli piacokon. Annak azonban

elég kicsi az esélye, hogy Kína a közeljövőben rugalmasabbá teszi az árfolyamát, és hagyja felértékelődni azt, mivel gazdasága számos problémával küzd, és egy rugalmas árfolyamrendszer fölösleges és korai kockázatoknak tenné ki a gazdaságát. Hasonlóságokat lehet fellelni a II. világháborút követő japán árfolyampolitika és a jelenlegi kínai politika között. Két évtizednyi rögzített árfolyam után 1971 augusztusában elengedték az árfolyamot, majd decemberben miután 360-ról 308-ra erősödött a dollárral szemben az árfolyam, újra az amerikai fizetőeszközhöz rögzítette Japán az árfolyamát. 14 hónap múlva, miután stabilizálták az árfolyamot az új szinten, rugalmasabb árfolyamrendszert vezettek be. Ugyan jelentős különbségek jellemezték az akkori Japánt a mostani Kínához képest – fejlettebb volt, magasabb volt az egy főre eső jövedelme, jobban fel volt zárkózva Amerikához képest, fejlettebb tőkepiaca volt stb. –, azért levonhatóak bizonyos tanulságok.

Kína 2005-ben változtatott az (amerikai dollárhoz rögzített) árfolyamrendszerén, melynek során egy lépésben 2,1%-kal felértékelte árfolyamát a dollárral szemben, majd egy referencia-valutakosárhoz rögzítette a jüan árfolyamát. Továbbá kiszélesítette a napi ingadozási sávot, és a kínai nemzeti bank minden nap végén meghatározza az új középárfolyamot. A 2005. júliusi felértékelés óta 2006 végéig a jüan 3,6%-ot erősödött, amit folyamatos monetáris lazítás kísért (M1 nőtt). Ennek következtében megnöttek a tartalékok, amelyek hiányában még nagyobb lenne a külkereskedelmi többlet.

|                                      | RMB-<br>felértékelés | M1<br>növekedése | Közös  |
|--------------------------------------|----------------------|------------------|--------|
| <b>az import változása (%)</b>       |                      |                  |        |
| értékben                             | 1,95                 | 3,08             | 6,11   |
| mennyiségben                         | 3,39                 | 2,14             | 7,7    |
| <b>az export változása(%)</b>        |                      |                  |        |
| értékben                             | -2,37                | -1,92            | -4,26  |
| mennyiségben                         | -4,72                | -3,65            | -8,21  |
| <b>külkereskedelmi többlet</b>       |                      |                  |        |
| %-os változása az alapesethez képest | -5,34                | -5,36            | -11,38 |

A 2005-ös monetáris politika hatása

*Forrás: Wang – Whalley (2007): 26. oldal*

|                                      | RMB-felértékelés mértéke |        |        |
|--------------------------------------|--------------------------|--------|--------|
|                                      | 5%                       | 10%    | 20%    |
| <b>az import változása (%)</b>       |                          |        |        |
| értékben                             | 6,3                      | 13,25  | 29,5   |
| mennyiségben                         | 11,85                    | 25,71  | 61,52  |
| <b>az export változása(%)</b>        |                          |        |        |
| értékben                             | -4,95                    | -9,9   | -19,81 |
| mennyiségben                         | -9,7                     | -18,91 | -35,85 |
| <b>külkereskedelmi többlet</b>       |                          |        |        |
| %-os változása az alapesethez képest | -12,68                   | -25,81 | -53,67 |

|                                      | M1-növekedés |        |        |
|--------------------------------------|--------------|--------|--------|
|                                      | 5%           | 10%    | 20%    |
| <b>az import változása (%)</b>       |              |        |        |
| értékben                             | 11,61        | 23,84  | 50,13  |
| mennyiségben                         | 11,84        | 24,35  | 51,39  |
| <b>az export változása(%)</b>        |              |        |        |
| értékben                             | -5,18        | -9,9   | -18,18 |
| mennyiségben                         | -9,7         | -18,09 | -31,8  |
| <b>külkereskedelmi többlet</b>       |              |        |        |
| %-os változása az alapesethez képest | -16,72       | -33,07 | -65,08 |

Az árfolyam és pénzkínálat változásának hatása a külkereskedelmi többletre

*Forrás: Wang – Whalley (2007): 23-24. oldal*

Az RMB-felértékelés hatása nagyobb a külkereskedelmi többletre, mint a külkereskedelmi áramlásokra. A monetáris politikai intézkedéseknek köszönhetően kisebb a többlet, mint egyébként lett volna. (Wang – Whalley, 2007)

Gyorsan növekvő, exportorientált gazdaság esetén tőkepiaci korlátozás mellett és a kifejlett, likvid forward devizapiac nélkül is be lehet vezetni a szabályozottan lebegtetett árfolyamrendszert. A lebegtetett árfolyamrendszer lehetőséget nyújt a belföldi pénzmennyiség és hitelkörülmények megfelelőbb kezelésére, de nagyon fontos, hogy a lebegtetés során figyelembe kell venni a belföldi körülményeket, és el kell kerülni a túlzott reálfelértékelődést, amely veszélyeztethetné a profitot, a beruházást és a pénzügyi stabilitást, különösen abban az esetben, ha nincs kifejlett, likvid forward piac, amelyen fedezni

lehetne a külföldi kivettségeket. Az előbbieket figyelembe vételével azonban lehetőség van az árfolyamrendszer rugalmasabbá tételére. Kína esetében ez azt jelenti, hogy érdemes fenntartani a jelenleg elindított fokozatos felértékelést az elkövetkező időszakban, és nem szabad még szabadon lebegtetni az árfolyamot, hiszen a nagymértékű felerősödés a profit visszaesésével, a gazdaság lassulásával és a beruházások elmaradásával párosulhat. (*Eichengreen, 2005*)

### *Visszatérés az egyensúlyi állapotba*

Ezen túlmenően, egyedül az ázsiai árfolyamrendszerek rugalmasabbá tétele és az árfolyamok felértékelése sem valószínű, hogy megoldanak a globális egyensúlytalanságot és a tetemes amerikai fizetésimérleg-hiányt, bár valószínűleg csökkenne a mértéke. Ahhoz ugyanis, hogy Amerika külkereskedelmi mérlege közel egyensúlyba kerüljön, a dollárnak az összes kereskedelmi partner valutájával szemben közel 20-25 százalékkal kellene leértékelődnie, és még akkor is ott maradna problémaként a költségvetési túlköltekezés és a megtakarítások alacsony szintje.

*Dekle-Eaton-Kortum (2007)* eredményei azt mutatják, hogy az Egyesült Államok GDP-súlyának 7 százalékkal kell esnie a világ GDP-jéhez képest, míg a többletet felmutató országok GDP-súlyának 2-4 százalékkal kell növekednie a világhoz képest.

A globális egyensúlytalanság ezért valószínűleg csak lassan, hosszabb időtávon fog megszűnni, amelynek érdekében Európának, Ázsiának, de éppúgy az Amerikai Egyesült Államoknak is tevékenykednie kell. A folyófizetési-mérleg a gazdasági ciklusokkal, reálárfolyammal (a folyófizetési-mérleg egyenlegének kiegyenlítődése reálárfolyam felértékelődéssel és a kereskedelem romlásával), fiskális egyensúlytalansággal és az ország nettó külső pozíciójával mozog együtt.

A gazdasági növekedés átrendeződése – Amerika lassulása, az EU és Japán gyorsulása – csak kis mértékben járul hozzá a globális egyensúlytalanság helyreállításához. Ez alapján elkerülhetetlen, hogy jelentős árfolyamváltozás kísérje az egyensúly helyreállítását. Ezért Kína többletének csökkentése akkor lesz aktuális, amikor a globális

egyensúlytalanság megoldásáról elhatározzák magukat az érintettek.

A kínai háztartások megtakarítási rátája magas és növekszik, aminek fő okaiként a késleltetett megtakarítási rátát, a jövedelmek növekedési rátáját, a reálkamatot és az inflációt lehet megjelölni. Addig nem várható jelentős visszaesés a háztartások megtakarításában, amíg nem kezd el fokozatosan csökkenni a növekedés. Ez azt jelenti, hogy Kína megtakarításai rövid és középtávon magasan maradhatnak, így folyófizetésimérleg-többlete is megmarad. (*Horioka – Wan 2006*)

Európának végre kell hajtania az elkerülhetetlen strukturális reformokat (egészségügyi, nyugdíj-, adó- és munkapiaci reformok), ténylegesen szabadabbá kell tenni a munkaerő-áramlást. Ázsiának és Kínának folytatnia kell a fokozatos piaci nyitást, vele párhuzamosan árfolyamrendszerét rugalmasabbá kell tenni, és végre kell hajtani a szükséges reformokat, különös tekintettel a bankrendszerére. Amerika sem ülhet a babérjain. Szigorítania kell költségvetési politikáján, és ösztönözni kell a magánszféra megtakarítási hajlandóságát.

Végleg búcsút kell mondanunk az Amerikai Egyesült Államok dominanciájának – ezt Amerikának is el kell fogadni –, és Kelet-Ázsiával mint a világgazdaság szerves, dinamikusan bővülő, és növekvő erejének tudatában levő szereplőjével mindenkinek számolnia kell.

## Irodalomjegyzék

- Aizenman, Joshua (2007): *Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture*. NBER Working Paper 13277
- Bosworth, Barry – Collins, Susan M. (2007): *Accounting for growth: comparing China and India*. NBER Working Paper 12943
- Branstetter, Lee – Foley, C. Fritz (2007): *Facts and fallacies about U.S. FDI in China*. NBER Working Paper 13470
- Branstetter, Lee – Lardy, Nicholas (2006): *China's embrace of globalization*. NBER Working Paper 12373
- Dekle, Robert – Eaton, Jonathan – Kortum, Samuel (2007): *Unbalanced trade*. NBER Working Paper 13035
- Dooley, Michael P. – Folkerts-Landau, David – Garber, Peter (2003): *An essay on the revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper 9971
- Edwards, Sebastian (2007): *On current account surpluses and the correction of global imbalances*. NBER Working Paper 12904
- Eichengreen, Barry – Hatase, Mariko (2005): *Can a rapidly-growing export-oriented economy smoothly exit an exchange rate peg? Lessons for China from Japan's high-growth era*. NBER Working Paper 11625
- Fan, Joseph P.H. – Morck, Randall – Xu, Lixin Colin – Yeung, Bernard (2007): *Institutions and foreign investment: China versus the world*. NBER Working Paper 13435
- Feenstra, Robert C. – Hong, Chang (2007): *China's exports and employment*. NBER Working Paper 13552
- Frankel, Jeffrey A. – Wei, Shang-Jin (2007): *Assessing China's exchange rate regime*. NBER Working Paper 13100
- Horioka, Charles Yuji – Wan, Junmin (2006): *The determinants of household saving in China: A dynamic panel analysis of provincial data*. NBER Working Paper 12723

---

ING Bank (2007): *Directional Economics – Back to Basics*.

Németh Dávid (2005): *A kínai árfolyam-politika kérdései*. *Külgazdaság*, 49. évf. 5-6. sz. 23-49. o.

Wang, Li – Whalley, John (2007): *The impacts of Renminbi appreciation on trades flows and reserve accumulation in a monetary trade model*. NBER Working Paper 13586

\*\*\*