

Budapesti Corvinus Egyetem
Nemzetközi Kapcsolatok Doktori Iskola

ÉRTEKEZÉS

Tőrös Ágnes

Az árfolyam-politika szerepe Kína gazdasági növekedésében

Témavezető: **Magas István, DSc**

egyetemi tanár

Budapest, 2013

Tartalomjegyzék

Ábrák jegyzéke.....	5
Táblázatok jegyzéke.....	6
Rövidítések jegyzéke	7
1 Bevezetés	10
1.1 Kína mint új gazdasági erőközpont	10
1.2 A kutatás motivációi, fókuszpontjai	13
2 A releváns közgazdasági elméletek összefoglalása	17
2.1 A gazdasági növekedés faktorai	17
2.1.1 A növekedéselmélet modelljei	17
2.1.2 Az árfolyam-politika szerepe a növekedésben.....	20
2.2 Az árfolyamszint befolyásolásának hatásai.....	29
2.2.1 Az árfolyam-politika működése	29
2.2.2 A fizetési mérleg kiigazítása	34
2.2.3 A reálárfolyam	36
2.3 Az árfolyam-eltérés meghatározása	38
2.3.1 Az egyensúlyi árfolyam	38
2.3.2 Hagyományos árfolyammodellek	41
2.3.3 Az egyensúlyi árfolyam új típusú elméletei.....	46
2.4 Árfolyamrendszer-választás, a nemzetközi tőkeforgalom liberalizálása	49
2.5 Hipotézisek.....	53
3 Az elemzés módszertana	54
3.1 Gazdaságtörténeti keret, az elemzés időbeli behatárolása.....	54
3.2 A hipotézisek konceptualizációja	57
3.3 A hipotézisek teszteléséhez használt módszerek, adatforrások.....	63
4 A kínai árfolyam-politika evolúciója	64
4.1 Mérföldkövek a kínai árfolyam-politikában.....	64
4.1.1 A kínai árfolyam-politika kezdeti sajátosságai	64
4.1.2 Az egységes árfolyamrendszer kialakulása.....	67
4.2 Az árfolyam alulértékeltségének bizonyítékai	74

4.2.1	A vásárlóerő-paritás szerinti megközelítés	74
4.2.2	A Balassa–Samuelson-hatással kiigazított PPP-elv	78
4.2.3	A makrogazdasági egyensúly koncepció	83
5	A kínai árfolyam-politika eredményei	88
5.1	Az árversenyképesség alakulása	88
5.2	Árstabilitás fenntartása	91
5.3	A külgazdasági szektor pozíciója	96
5.3.1	A külkereskedelmi forgalom.....	97
5.3.2	A külföldi tőke beáramlása	103
5.4	A gazdasági növekedés és az árfolyam kapcsolata	107
5.4.1	Export-orientált modell?	107
5.4.2	Az alulértékeltség növekedési hatása.....	110
6	Adekvát kínai árfolyamrendszer a jelenben?	118
6.1	A dilemma különböző aspektusokból való értelmezése.....	118
6.1.1	Nemzetközi vélemények	118
6.1.2	A kínai perspektíva	126
6.2	Az árfolyam-politika fenntartásának belső korlátai	131
6.2.1	A rögzítés mechanizmusának következményei	131
6.2.2	A pénzügyi integráció elmélyülésének hatása	137
7	Következtetések és záró gondolatok	145
8	Hivatkozások jegyzéke	150
9	Függelék.....	159
9.1	Az ökonometria számítások háttértáblái	159
9.2	Az ökonometria számításokhoz használt program	163

Ábrák jegyzéke

1. ábra: Az árfolyam-volatilitás és a kereskedelmi volumen közti kapcsolat, fejlődő ázsiai országok esetében	25
2. ábra: Valutaleértékelés az IS-LM-FE modellben.....	31
3. ábra: Valutaleértékelés rögzített árfolyam esetében az AD-AS modell szerint.....	33
4. ábra: Az egyensúlyi árfolyam piaci meghatározódása	39
5. ábra: Kereslet-változás hatása rögzített árfolyamrendszerben	40
6. ábra: Az arbitrázson alapuló elméletek közti összefüggés.....	45
7. ábra: A külső és belső egyensúlyon alapuló modell	47
8. ábra: A renminbi lebegési sávjának szűkítése.....	69
9. ábra: A renminbi felértékelődésének üteme.....	71
10. ábra: A renminbi különböző árfolyamai	73
11. ábra: A renminbi alulértékelttsége a Big Mac index alapján	75
12. ábra: A hivatalos árfolyam és a GDP alapon számolt vásárlóerő-paritás viszonya Kínában	77
13. ábra: A kibővített PPP megközelítés alapja– a reálárfolyam és a kibocsátás közti kapcsolat.....	80
14. ábra: A renminbi alulértékelttsége a korrigált PPP-elv alapján	82
15. ábra: A renminbi dollárral szembeni leértékelődésének üteme	90
16. ábra: A kínai fogyasztói árindex	93
17. ábra: A kínai termék és szolgáltatásexport mennyiségének növekedési üteme...	98
18. ábra: A kínai termék- és szolgáltatásexport árértéke	99
19. ábra: A renminbi reálleértékelődése és a kínai export közti kapcsolat	101
20. ábra: A Kínába érkező FDI-beáramlás értéke	104
21. ábra: A renminbi reálleértékelődése és a Kínába érkező FDI közti kapcsolat...	105
22. ábra: A kínai fizetési mérleg egyenlege	106
23. ábra: A kínai exporthányad	108
24. ábra: Hozzájárulás a kínai GDP változásához	109
25. ábra: Az alulértékelttség és a növekedési ütem együttmozgása Kínában	111
26. ábra: Az alulértékelttségi szint változásának növekedési hatása Kínában	116
27. ábra: Kína és az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének egyenlege	120
28. ábra: Külföldi tőkebeáramlás Kínában.....	132
29. ábra: A kínai fizetési mérleg egyes részegyenlegei	133

30. ábra: Kína külföldi valutatartalék-állománya.....	134
31. ábra: Kínai árindexek	136
32. ábra: A Kínára számolt KAOPEN index	139
33. ábra: A külföldi eszközök és források összege Kínában.....	140
34. ábra: Elmozdulás a kínai trilemma indexekben	142

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat: A főbb egyensúlyi árfolyammodellek tipizálása	49
2. táblázat: A PPP alapú modellszámítás fő eredményei	81
3. táblázat: A renminbi FEER megközelítés szerinti alulértékeltsége	86
4. táblázat: Egyedi árfolyam-változtatás kezdeti hatása nyitott nemzetgazdaságokban	124
5. táblázat: A valuta dollárral szembeni felértékelésének hatásai egy hitelező országban.....	126

Rövidítések jegyzéke

rövidítés	jelentés
ADB	Asian Development Bank; Ázsiai Fejlesztési Bank
AREAR	Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
BEER	Behavioural Equilibrium Exchange Rate
BIS	Bank for International Settlements; Nemzetközi Fizetések Bankja
BRIC országok	Brazília, Dél-Afrika, India és Kína
CASS	Chinese Academy of Social Sciences; Kínai Társadalomtudományi Akadémia
CFETS	China Foreign Exchange Trade System
CHEER	Capital Enhanced Equilibrium Exchange Rate
CIC	China Investment Corporation
CPI	consumer price index; fogyasztói árindex
DEER	desired equilibrium exchange rate
FDI	foreign direct investment; külföldi közvetlen befektetések
FE	Fisher-effect, országban belül érvényes Fisher-hatás
FEAC	foreign exchange adjustment center
FEER	fundamental equilibrium exchange rate
FESPS	foreign exchange surrender and purchase system
FTC	foreign trade corporation; (feljogosított) külkereskedelmi vállalat
G7	legfejlettebb ipari államok
IEB	internal–external balance; belső és külső egyensúly
IFE	international Fisher effect; nemzetközi Fisher-hatás
IMF	International Monetary Found; Nemzetközi Valutaalap
IRP	interest rate parity; kamatparitás elve

IRTS	internal rate for trade settlement
KKP	Kínai Kommunista Párt
KNK	Kínai Népköztársaság, röviden: Kína
LOOP	law on one price; egységes ár elve
MOF	Ministry of Finance [China]; [kínai] Pénzügyminisztérium
MOFCOM	Ministry of Commerce [China]; [kínai] Kereskedelmi Minisztérium
NBCS	National Bureau of Statistics of China Kínai Nemzeti Statisztikai Hivatal
NAIRU	non-accelerating inflation rate of unemployment; a munkanélküliség természetes rátája
NATREX	natural real exchange rate
NDRC	National Development and Reform Commission [China]; [kínai] Nemzeti Fejlesztési és Reformbizottság
ONGY	Országos Népi Gyűlés
PBOC	People's Bank of China; Kínai Népi Bank
PEER	permanent equilibrium exchange rate
PPP	purchasing power parity; vásárlóerő paritás
QFDI	qualified domestic institutional investor
QFII	qualified foreign institutional investor
SEZ	special economic zones; különleges gazdasági övezet
UB	underlying balance; belső és külső egyensúly, lásd: IEB
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development; ENSZ Kereskedelmi és Fejlesztési Konferenciája
WB	World Bank; Világbank
WTO	World Trade Organization; Világkereskedelmi Szervezet

Köszönetnyilvánítás

Szeretnék köszönetet mondani a Világgazdasági Tanszék tanszékvezetőjének, Dr. Magas Istvánnak, hogy kutatásvezőként az elmúlt években messzemenően támogatott. Hálás vagyok a Nemzetközi Kapcsolatok Doktori Iskola Világgazdasági Alprogram programigazgatójának, Dr. Blahó Andrásnak, hogy szükség esetén tanácsaival mindig segítségemre volt. Köszönettel tartozom Gáspár Attilának, hogy a haladó ökonometria módszerek alkalmazásában segítséget nyújtott számomra. Nagyon köszönöm továbbá családomnak és kiemelten Gábornak, hogy végig türelmesen mellettem álltak és szeretetteljes, támogató környezetet biztosítottak nekem.

A szerző

1 Bevezetés

Értekezésünk első fejezetében először világgazdasági kontextusba helyezzük választott témánkat, illetőleg megindokoljuk, hogy miért gondoljuk úgy, hogy a terület vizsgálata szükséges. A témakör aktualitásának bemutatását követően megfogalmazzuk munkánk fő célkitűzéseit és rávilágítunk arra, hogy milyen gondolatmenet alapján, mely kérdésekre keresünk válaszokat.

1.1 Kína mint új gazdasági erőközpont

Napjaink világgazdaságának struktúrája, azaz egyes elemeinek elhelyezkedése és az azok közt jellemző viszonyok merőben más képet festenek, mint azt a 20. század második felében tapasztaltuk. Miután véget ért a hidegháború időszaka és megszűntek az állandó konfliktusok, egy ideig úgy tűnt, hogy az Egyesült Államoknak sikerül egy unipoláris világrendet kialakítania. Hamarosan kiderült viszont, hogy bizonyos fejlődő országok rohamos tempójú felzárkózása meg fogja kérdőjelezni az USA egyedüli vezető szerepét. Ma már a hatalom többközpontú, multipoláris elosztásának vagyunk tanúi. (Magas [2010])

Ami a mai világgazdasági erőviszonyokat illeti, három meghatározó gazdasági koncentráció fennállásáról beszélhetünk, nevezetesen az észak-amerikai, a nyugat-európai valamint az ázsiai térségekről. Az amerikai hatalom alapja továbbra is az USA gazdaságának relatív elsőbbsége. Kétségtelen, hogy a sokáig utolérhetetlennek tűnő gazdasági fölény valamelyest gyengült napjainkra, de ez nem jelenti azt, hogy ne maradna az Egyesült Államok a világgazdaság döntő tényezője. (Magyarics [2010]) Primátusát alátámasztja többek közt, hogy erős tudományos bázissal valamint a világ legütőképesebb hadseregével rendelkezik illetőleg a világpolitika, a nemzetközi együttműködés fő formálója. (Simai [2007]) Ennek ellenére, látván a két ázsiai feltörekvő állam (India, Kína) gazdasági dinamizmusát, sokan teszik fel a kérdést mostanság, hogy vajon mikor fogja Ázsia átvenni a centrumszerepet? Az is egyre nyilvánvalóbb, hogy az Európai Unió súlya tovább fog csökkenni a 21. század folyamán. Az EU hiányossága, hogy nem nevezhető egy koherens egységnek, a tagállamok megosztottsága több területen jellemző, s gazdasági teljesítménye sem

kielégítő. Hibái miatt gyakran a „gazdasági óriás és egyben politikai törpe” jelzővel illetik az integrációt. (Kutasi [2010])

A várható ázsiai térhódítás akkor kezdett beépülni a köztudatba, miután O'Neill [2001] és kutatócsapata a világgazdasági erőviszonyokat taglaló tanulmányát nyilvánosságra hozta. Munkájukkal arra hívták fel a figyelmet, hogy a BRIC országok - s azon belül főként Kína - folyamatos növekedése alapjaiban fogja megváltoztatni a globális gazdasági erőviszonyokat, s emiatt át kell gondolni a fő döntéshozatali fórumok összetételét. Hangsúlyozták, hogy amennyiben továbbra is a G7 együttműködés keretében tárgyalják meg a leglényegesebb világgazdasági kérdéseket, akkor az lenne a helyénvaló, ha a gazdasági méreteket alapul véve Olaszország és Kanada átadná helyét Kínának és Indiának. Kis idő elmúltával a Goldman Sachs elemzői merész előrejelzésükben pedig már arról adtak számot, hogy a világgazdasági erőeltolódás drámai gyorsasággal fog végbemenni. Számításaik szerint 2050-re átrendeződik a leggazdagabb országok köre, Kína eddigre GDP alapján minden államot maga mögött fog majd tudni, s a jelenlegi fejlett országok jóval hátrébb kerülnek a rangsorban. (Wilson – Purushothaman [2003])

Angus Maddison, a historikus világgazdasági statisztikák kimunkálója időben még ennél is közelibbre tette Kína előretörését, 2007-ben azt publikálta, hogy véleménye szerint az ország már vélhetően 2015-re visszaszerzi a világ legnagyobb gazdasága címet a vásárlóerő-paritáson mért GDP alapján. A nemzetek felemelkedésével illetve teljesítményromlásával foglalkozó kutató ajánlása szerint ahhoz, hogy megértsük a kortárs Kínát, messzebbre nyúló adatokat kell áttanulmányoznunk. Ha az ország teljesítményét vizsgáljuk, tudatában kell lenni annak, hogy Kína több okból is kivételes: az egy főre jutó jövedelem alapján már a 10. századtól kezdve a világ vezető gazdasága volt, a technológiai vívmányokat tekintve megelőzte Európát, óriási területre kiterjedő, erős politikai egységként funkcionált, s ezt az elsőbbségét egészen a 15. századig meg tudta őrizni. (Maddison [2007])

Azt, hogy Kína tekintélyes világgazdasági pozícióját visszanyerje a 19-20. század folyamán, eleinte több tényező is hátráltatta. Egyrészt „versenytársai” rohamos fejlődése azt eredményezte, hogy drasztikusan lecsökkent relatív gazdasági teljesítménye. A súlyponteltolódás tendenciáját mutatja, hogy míg az 1800-as évek elején Kína a világ vásárlóerő-paritáson számolt össztermékének mintegy

egyharmadát birtokolta, 1950-re részaránya 4,5 százalékra zsugorodott. (Maddison [2003]) Másrészt, az amerikai és nyugat-európai térhódítás mellett a kínai belgazdasági folyamatok sem alakultak szerencsésen az ország gazdasági teljesítménye szempontjából. A polgárháborús időket követően ugyan a Kínai Népköztársaság (a továbbiakban: KNK vagy Kína) 1949-es megalakulásával a szélsőbaloldali vezetés ambiciózus növekedési eredmények elérését célozta meg, a valóságban egy elhibázott gazdaságfejlesztési stratégia bontakozott ki. Így a világgazdasági elszigetelődés és a forradalmi elvekhez való elvakult ragaszkodás miatt a maoista politika három évtizede bár sok mutató tekintetében látványos előrelépést jelentett, összességében számottevően hátráltatta a kínai fejlődést, s jelentős megpróbáltatásokkal sújtotta a kínai lakosságot is. (Tálas [1999], Szunomár [2003])

Kína újkori gazdaságtörténetében a „reform és nyitás” vagyis az 1978-tól kezdődő új politikai irányvonal meghirdetése hozta meg azt a fordulópontot, amely a nemzet felemelkedésének több ezer éves vágyát elérhető távolságba helyezte. (Juhász [2009]) A „reform” a túlcentralizált tervgazdasági rendszer lebontására utalt, előirányozták, hogy olyan gazdaságirányítási struktúra bontakozzon ki, ahol valamelyest már a piaci hatások is érvényesülni tudtak. A „nyitás” pedig az izoláció megszüntetését jelentette, ez alatt a külföldi vállalatokkal, kormányokkal és nemzetközi szervezetekkel folytatott széleskörű kooperáció megvalósítását értették. (Tálas [1999]) A történelmi jelentőségű váltás, a „kínai típusú szocializmus” építésének meghirdetése céljait tekintve nem tért el az előző érától, más módszerekkel ugyan, de újból azt tűzték ki, hogy Kína a világ egyik vezető hatalmává váljon.

A Deng Xiaoping által elindított modernizáció kétségtelenül sikeresnek bizonyult, Kína egyedülálló utat járt be az elmúlt évtizedek során. Világgazdasági súlya fokozatosan erősödni kezdett, s mára az Egyesült Államok után a világ második legnagyobb gazdasága, ha a vásárlóerő-paritáson mért GDP-t tekintjük. (IMF [2013]) Az IMF jelenlegi előrejelzése szerint e mutató szerint az első helyet 2017-től birtokolhatja majd. A gazdaságirányítási stratégia megváltoztatásának köszönhetően ezen túl más jelentős eredményekkel is büszkélkedhet: manapság Kína rendelkezik ugyanis a világon a legtöbb valutatartalékkal, illetve a legnagyobb exportőr ország.

1.2 A kutatás motivációi, fókuszpontjai

A bevezetőben rávilágítottunk arra, hogy napjainkban a világgazdasági erőviszonyok milyen jelentős átalakulásának lehetünk szemtanúi illetőleg a felzárkózó országok közül kiemeltük Kína példáját. A röviden felvázolt statisztikák alapján - úgy gondoljuk - egyértelműen látszik, hogy Kína mára egy olyan világgazdasági entitássá nőtte ki magát, amely létezését egyszerűen nem lehet figyelmen kívül hagyni. Az ország pár évtized alatt bekövetkező, látványos átalakulásával kivívta magának azt a jogot, hogy a nemzetközi fórumok többségén már hangadóként vehet részt, véleménye – sokrétű világgazdasági integráltsága miatt – fontos, számít. Kína világgazdasági folyamatokat formáló tevékenységét a nemzetek szintjén sem kérdőjelezzik meg, a kormányok tudatában vannak annak, hogy külgazdasági stratégiájuk megalkotásakor számolni kell az új helyzet adta potenciális lehetőségekkel. Az ország fokozatos felemelkedésével világszerte szaporodik a reláció felé irányuló magas szintű, nemzeti delegációk száma, valamint a kooperációk elmélyülése mikroszinten is egyre inkább érződik.

A változás a tudományos életben is érezhető. Bár az óriási távolság miatt az ország korábban is rejtett a nyugati kutatók számára újabb és újabb felfedeznivaló témákat, az átalakuló világgazdasági elrendeződés miatt az elmúlt évtizedben még inkább megnőtt az érdeklődés Kína iránt. Ez a trend a magyar tudományos kutatások terén is jellemző, dinamizálódtak a kétoldalú kapcsolatok, egyre több Kína témájú konferencia kerül megrendezésre Magyarországon, s számos értékes tanulmány születik mind a tapasztalt magyar sinológusok, mind a fiatalabb generáció tollából. A magyar nyelvű kutatások köre számos tudományterületre kiterjed, talán nincs is olyan nézőpont, amely alapján még ne vették volna nagyító alá Kínát.

Jelen írással célunk az, hogy Kínával kapcsolatos gazdasági ismereteinket tudjuk bővíteni, s azon belül is egy szűkebb témakörrel, az ország árfolyam-politikájáról tudjunk releváns, a gyakorlatban is hasznos újabb eredményeket felmutatni. Úgy véljük, hogy bár a magyar szakirodalom foglalkozik Kína árfolyam-politikájával, léteznek még olyan kiaknázatlan részterületek, amelyek írásunk létjogosultságát alátámasztják. Ennek megfelelően egy speciális aspektusból, nevezetesen Kína hosszú távú céljaival illetve gazdasági növekedésével való összefüggésében vizsgáljuk az ország árfolyam-politikáját, tehát *írásunk fő fókuszpontja a kínai*

árfolyam-politika és a kínai gazdasági teljesítmény közti kapcsolat elemzése. Ezt a viszonyt a különböző időhorizontokon vizsgáljuk. A témaválasztás kapcsán fontos kiemelni továbbá, hogy abból, hogy egy általunk meghatározónak tartott, kiragadott tényező alaposabb vizsgálatára vállalkozunk, még nem következik, hogy a kínai gazdaság teljesítmény-javulásához hozzájáruló számos más faktor fontosságát elvetnénk.

Elsőként a múlt felé fordítjuk figyelmünket és megvizsgáljuk, hogyan alakult a renminbi árfolyamának szintje az elmúlt évtizedekben, valamint áttekintjük, hogy annak alakításában mekkora szerepet játszott a piac illetve a hivatalos szféra. Azt szeretnénk megtudni, hogy *igaz-e az a nézet, miszerint a renminbi árfolyama jelentősen alulértékelt volt a dollárral szemben*. A renminbi vélt félreértékelttségével számos kutatásban foglalkoznak. A kutatók abban egyetértenek, hogy e kérdés megválaszolásához először meg kell határozni, hogy a kínai fizetőeszköz valós árfolyama mennyiben tért el annak egyensúlyi értékétől, abban azonban nincs konszenzus, hogy milyen módszer alapján érdemes a referenciaértéket kiszámítani.

Több szerző kizárólag az árupiaci folyamatokat veszi számításba, azaz a nemzetközi kereskedelem árkiegyenlítő mechanizmusára koncentrál: a vásárlóerő-paritás elméletét felhasználva például Bosworth [2004] és Frankel [2006] is a renminbi nagyfokú alulértékelttségét támasztja alá. Azok, akik az egyensúlyi árfolyam meghatározásához a jóval összetettebb, makrogazdasági egyensúlyon alapuló módszert használják vegyes eredményeket publikálnak. Míg például Wren-Lewis [2004], Coudert – Couharde [2005] azt állítja, hogy a valuta lényegesen alulértékelt volt, Wang [2004] kétségbe vonja ezt a nézetet. Az ellentmondásokat látva azt a célt tűzzük ki magunk elé, hogy saját számításaink alapján megállapítsuk, melyik nézetet tudjuk elfogadni a renminbi alulértékelttsége kapcsán.

Ezután az ország múltbéli gazdasági teljesítményét, azaz az éveken keresztül fenntartott magas növekedési ütemet vesszük szemügyre. Célunk az, hogy kielemezzük a jelenséget, megértsük annak lényeges mozgatórugóit. Nem törekszünk azonban minden egyes meghatározó tényező felderítésére, arra vagyunk kíváncsiak, hogy a megtett árfolyam-politikai intézkedések milyen szerepet játszottak a kínai gazdasági eredmények elérésben. Vizsgálódásainkkal tehát arra keressük a választ,

hogy a kínai árfolyam-politika mennyiben járult hozzá az ország gyors átalakulásához.

Ez idáig rendkívül kevés olyan empirikus tanulmányt publikáltak, amely a kínai árfolyam-politika növekedési befolyását tesztelte. Ez részben azzal magyarázható, hogy a növekedéstudomány azon újabb ága, amelyben a különböző gazdaságpolitikai beavatkozások hatását a tapasztalatok alapján vizsgálják, még gyerekcipőben jár. (például Williamson [1990], Razin – Collins [1997], Johnson et al [2007]) Illetőleg azon belül, az árfolyam-alulértékeltség növekedési befolyására koncentrált kutatások kapcsán is sok még a megoldatlan kérdés. (Gala [2007], Bhalla [2008]) Ehelyett, a téma kapcsán Kína vonatkozásában inkább az olyan kutatások az elterjedtebbek, amelyekben az árfolyam, mint a növekedést befolyásoló változó indirekt szerepet, azaz az ország sikereit az export-orientált növekedési modell segítségével magyarázzák. (Yao [2010]) A kínai alulértékeltség pozitív növekedési hatását Rodrik [2008] és Bhalla [2008] ugyan egyértelműen bizonyítja, amiatt, hogy mindkét közgazdász az országok széles körét vizsgálja, a Kínára vonatkozó új ismeretek meglehetősen szűkösek. A szakirodalom hiányosságai miatt arra vállalkozunk tehát, hogy a renminbi alulértékeltsége valamint a kínai gazdasági növekedés közti kapcsolatot felderítsük.

Kutatásunk nem korlátozódik a történelmi folyamatok megértésére, a retrospektív szemléletű elemzést követően a két változó – kínai árfolyam-politika és kínai gazdasági teljesítmény – közti összefüggést a jelenben is megpróbáljuk feltárni. Feltesszük a kérdést, *hogyan támogatja-e az ország további gazdasági prosperálását a jelenbeli árfolyam-politika*, segíti-e azt, hogy az eddig megtett utat folytatni tudja. A kínai árfolyam-politika különböző aspektusokból való fenntarthatósága sokakat foglalkoztat. Washingtonban például széles körben (politikai döntéshozók, érdekképviselői, szervek vezetői, vállalkozók) azt vallják, hogy a kínai árfolyam-politika káros az Egyesült Államokra nézve, mivel rontja a termelők helyzetét és súlyos állásvesztéseket követel. (Csáki [2011]) Azt a nézetet, miszerint a más országokra gyakorolt negatív befolyása miatt indokolt, hogy Kína változtasson árfolyam-politikáján neves közgazdászok különböző empirikus bizonyítékokkal már számos alkalommal alátámasztották (például Cline [2010]).

Nem minden szakértő ért azonban egyet a kritikákkal. Vannak, akik a vádakat egy az egyben elvetik, mások pedig úgy vélik, hogy a témát Kína szempontjából is meg kell vizsgálni. Frankel [2006] szerint például a változtatás Kína kiegyensúlyozott fejlődése miatt fontos, ám kiemeli azt is, az időzítés nagyon lényeges. Hangsúlyozza továbbá, hogy a rugalmasabb árfolyam felé való elmozdulás a hasznok mellett jelentős költségeket is róhat az országra. Ezen túl a kínaiak úgy vélik, hogy joguk van saját árfolyam-politikájukat úgy alakítani, ahogy az számukra a legmegfelelőbb, s a reformokat a saját tempójukban végrehajtani. Miután a probléma a világgazdasági folyamatok alakulása szempontjából rendkívül fontos, úgy véljük, érdemes mind a nemzetközi, mind a kínai érveket körüljárni, s a tények fényében saját véleményét kialakítani.

2 A releváns közgazdasági elméletek összefoglalása

Szakirodalmi felvezetőnkben áttekintjük azokat a témánk szempontjából fontos elméleteket, amelyekre gyakorlati munkánkat alapozzuk. Az árfolyam gazdaságban betöltött szerepének megismeréséhez különböző teóriákat kell végigvennünk. Először megnézzük, hogy az árfolyam, mint gazdaságpolitikai változó befolyásolhatja-e a gazdasági növekedés ütemét, majd áttekintjük milyen hatásokra számíthatunk az árfolyamszint tudatos változtatásával. Ezután bemutatjuk, milyen felfogások léteznek az egyensúlyi árfolyam megragadására. Végezetül kitérünk az árfolyamrendszer-választás illetve a tőkepiaci liberalizáció okozta dilemmákra.

2.1 A gazdasági növekedés faktorai

2.1.1 A növekedéselmélet modelljei

A gazdasági növekedés, mint makroökonómiai jelenség vizsgálata hosszú ideje a közgazdaságtan egyik központi témaköre, gyökerei egészen a II. Világháborút megelőző időkig visszanyúlnak. A növekedéselmélet uralkodó téziseit tekintve jelentős átalakulásokat figyelhetünk meg, a növekedés meghatározó tényezőit és az országok közti jövedelemkülönbségek okait kutató teoretikusok újabb és újabb elméleti megítéléseket tartanak helyesnek, amelyekkel felülírják a korábban elfogadott nézeteket. Ennek megfelelően a problémakör meglehetősen kiterjedt, sokféle koncepciót felölel, terjedelmi korlátaink miatt viszont jelen esetben csak a főbb iskolákat mutatjuk be röviden.

A neoklasszikus növekedéselmélet egyik megteremtője és képviselője Robert Solow, úttörő tanulmánya (Solow [1956]) alapján a Solow-modell az egyik legismertebb növekedéselméleti koncepcióvá nőtte ki magát. Az elmélet a növekedés kérdését kínálati oldalról közelíti meg, a modern közgazdaságtan által kidolgozott termelési koncepcióra épül, azaz a termelés alakulását befolyásoló tényezők határozzák meg a növekedés ütemét. A kínálati oldalra való fókuszálás azzal magyarázható, hogy alapgondolata szerint a tőkés gazdaság mechanizmusai teljes foglalkoztatottságot valósítanak meg, az összkereslet és az összkínálat egyensúlyban van. (Mátyás [2003])

Solow a termelésben két inputot, tőkét és munkát, s köztük helyettesíthetőséget feltételez, a modell alapfelvetése a jól viselkedő, Cobb-Douglas típusú termelési függvény, amelyre érvényesül a csökkenő hozadék törvénye és a konstans skáláhozadék. A modell megmutatja, hogy a magyarázóváltozók, azaz a megtakarítás, a népességnövekedés és a technológia haladás miként befolyásolják a kibocsátást. A Solow-modell nyomán kialakult modelleszaládot exogén növekedési modelleknek is nevezi a szakirodalom, mivel a gazdasági növekedés sebességét a gazdaságon kívül végbemenő, exogén technikai haladástól teszik függővé. (Szentés [2011])

A neoklasszikus modell előzményének Evsey D. Domar és Roy Harrod modelljei tekinthetők. A két szerző munkája keynesiánus alapokon nyugszik, mindketten foglalkoznak a keresletkorlát problémájával illetve a beruházások jövedelemgerjesztő hatásával. A gazdasági növekedést Domar szerint egy tényező, a fizikai tőke és az azt növelő beruházás határozza meg, a beruházások multiplikátorhatásának köszönhetően nő a jövedelem és a piaci kereslet. Harrod [1948] szintén épít a beruházások multiplikátorhatására, viszont azon kívül az ún. akcelerátor elvet is szerepelteti. (Szentés [2011])

A neoklasszikus modellt számos bírálat érte. Bár a modell a tőke mellett növekedési tényezőként már a munkát is tartalmazta, illetőleg bevezette a semleges technológiai haladást, még mindig a valóságtól távol álló, leegyszerűsített képletet jelentett. (Simon [2001]) A kutatók egy része nem tartotta elfogadhatónak, hogy a modell a tőkefelhalmozás mellett tette le a voksát, azaz a jövedelemkülönbségeket alapvetően a tőkeellátottság eltéréseivel magyarázta. Számos forrásban pedig arra hívták fel a figyelmet, hogy a modell tételeit az empirikus munkák sem igazolják. A Solow-moddellel szemben felhozott érvek közül az egyik legkiemelkedőbb az volt, hogy az elméletben a technológiai fejlődés egy külső adottságként jelenik meg, azaz a modell exogén tényezőként kezeli azt. Ebből pedig az következett, hogy a technológiai fejlődés minden országot egyformán érint. (Valentinyi [1995])

Az 1980-as évek végére olyan újabb növekedési irányzatok jelentek meg, amelyekkel a korábbi neoklasszikus modell vélt, hátrányos vonásait igyekeztek kijavítani. Az újabb elméletek szerzői válaszul arra, hogy a korábbiak nem magyarázták az országok közti fejlettségbeli eltéréseket, a technológiai haladást már

endogén tényezőként kezelték. Az új növekedésméletet tehát „azért nevezik endogénnek, mert a technikai fejlődés, a humántőke-felhalmozás explicit modellezésével elemzi a gazdasági növekedés összefüggéseit”. (Valentinyi [1995] pp. 586.) A modell további sajátossága, hogy szakít a csökkenő hozadék elvével.

A technológiai fejlődés újfajta felfogása többek közt Paul M. Romer [1990] nevéhez köthető, aki a növekedés magyarázata során azt már endogén változóként kezeli, azaz a gazdaság belső sajátosságának tekinti. Nézete szerint a technológiai fejlődés a piac profitmaximalizáló szereplőinek beruházásaiból adódik. Modelljében Romer nem feltételez tökéletes piaci egyensúlyt, a technológiai tudás nem versenyző jószág, annak fogyasztásából mások részlegesen kizárhatóak, így a technikai fejlesztés következtében megjelenő monopolista profit realizálható. Azt is hangsúlyozza, hogy a szabadalmak védelme csak ideiglenesen teszi lehetővé a monopolhelyzetet - azaz a kizárást -, a tudás idővel „átcsordul” a többi szereplőhöz. A folyamat azonban nem a piacon megy végbe, hanem externáliaként. A növekvő hozadékok forrását tehát a kutatási beruházások nyomán végbemenő externáliák képezik. (Balatoni – Törös [2010])

Ahogy Romer, úgy Robert Lucas [1988] elméletében is fontos szerepe van a növekvő hozadékok elvének és az externáliáknak, azonban utóbbi olvasatában az externáliák alapja a humán tőke. Elméletének lényege, hogy a fizikai tőke felhalmozását és egyben a termelés növekedését a humántőke felhalmozása mozditja előre. Mind a két szerző kapcsán meg szokás említeni Kenneth Arrow nevét. Azáltal, hogy ő 1962-es munkájában nyomatékossította a cselekvés útján, azaz a tapasztalat alapján megszerzhető tudás (learning by doing) jelenségét, nagyban hozzájárult a technológiai fejlődés növekedési modellekben való endogenizáláshoz. (Szentes [2011])

Mind az innovációk, technikai újdonságok, mind a humán tőke szerepét a középpontba állító növekedési elméletek lényeges új eleme Helpman szerint, hogy azok képesek a gazdasági nyitottság hatásait értelmezni, Solow zárt nemzetgazdaságot ábrázoló modelljével szemben. A három fő csatorna, amely a kereskedelem és a gazdasági növekedés közt az új növekedési elméletekben értelmezhető: a külkereskedelmi cserearány változása, a tudás extern hatásai és a kutatás-fejlesztésből származó hatások. A nyitottság tehát befolyásolhatja a

növekedés ütemét, a befolyás jellege azonban nem tisztázott, módszertani problémákat vet fel. (Czeglédi [2006])

A növekedéstudományban kialakulása óta számos koncepcionális változás, minőségbeli javulás történt, mindazonáltal a jelenleg uralkodó felfogás sem ad egzakt válaszokat a növekedéssel kapcsolatos bizonyos kérdésekre. Napjainkban az azonban nem vitatható, hogy a növekedés fő mozgatójának a technológiai haladást tekinthetjük. Az innováció tehát a hosszú távú növekedés kulcsfontosságú tényezője, de kizárólagossága megkérdőjelezhető. Mi sem támasztja ezt jobban alá, hogy például az intézmények és a gazdasági növekedés kapcsolatát vizsgáló irodalom mára a növekedéstudomány újabb ágává fejlődött. Helpman pedig - a növekedéstudomány útját összefoglaló könyvében - a megválaszolatlan kérdések kapcsán rávilágít arra is, hogy egyre több olyan tapasztalati kutatás jár sikerrel, amelyek célja ökonometriai módszerek segítségével megmutatni, hogy bizonyos változók (például gazdaságpolitikák) miként mozognak együtt a gazdasági növekedés ütemével. (Czeglédi [2006])

2.1.2 Az árfolyam-politika szerepe a növekedésben

Napjainkban a növekedést különböző gazdaságpolitikákkal magyarázó kutatások jelentős szegmensét képezik azok, amelyek az árfolyam-politika szerepét vizsgálják. Az árfolyam hatásának megragadására különböző árfolyam-változók használata is jellemző a modellekben, általánosságban leszögezhető, hogy a nominális- és reálárfolyamok közti választást az idődimenzió határozza meg. Mivel rövid távon az árak többsége „ragadós”, az ilyen időtartamú elemzéseknél gyakoribb, hogy nominális árfolyamokkal számolnak, míg hosszabb távú elemzéseknél, amikor is a termelési költségek, illetve az export, import ára külföldi valutában alkalmazkodik, inkább a reálárfolyam használata jellemző. Emiatt a szakirodalom bemutatása előtt célszerű, hogy ezeket definiáljuk.

Egy valuta árát egy másik valutában kifejezve a valuta árfolyamának nevezzük. Ha a a hazai valuta, míg b a külföldi, akkor a két fizetőeszköz közötti nominális

árfolyamot (e) úgy értelmezzük, mint az egységnyi külföldi valutáért fizetendő hazai valuta mennyiségét¹

$$e = \frac{a}{b} \quad (1)$$

A reálárfolyam fogalmát többféleképp is lehetséges definiálni. Az elsődleges meghatározás szerint - amelyet külső reálárfolyamnak is szokás nevezni - a reálárfolyamot úgy kapjuk meg, hogy a nominális árfolyamot korrigáljuk a valuta relatív értékváltozásával. Másként megfogalmazva a reálárfolyam a külföldi (b) és a belföldi (a) általános árszint azonos valutában kifejezett hányadosa.

$$e_R = e * \frac{P_{(b)}}{P_{(a)}} \quad (2)$$

ahol e_R a reálárfolyam, e a nominális árfolyama, $P_{(b)}$ és $P_{(a)}$ a két valuta árszínvonala.

A másik megfogalmazás – amelyre belső reálárfolyamként is hivatkoznak – a külfölddel versenyző („tradable”) és nem versenyző („non-tradable”) termékeket előállító ágazatok átlagos árainak hányadosát fejezi ki. Az egyszerűség kedvéért a két szektort szokás az iparcikkokkal és a szolgáltatásokkal is azonosítani.

$$e_R = \frac{P^{NT}}{P^T} \quad (3)$$

ahol e_R a b valuta a -val szembeni reálárfolyama, P^T és P^{NT} pedig értelemszerűen a b ország „tradable” és „non-tradable” termékek ára. Ebben az értelemben, ha a reálárfolyam alakulását szeretnénk megtudni, akkor alapvetően a hazai szolgáltatás/iparcikk árárány alakulását vizsgáljuk a külföldi megfelelő szolgáltatás/iparcikk árárányához képest. A harmadik értelmezés szerint pedig a reálárfolyam egy versenyképességi index inverze. (Oblath [1998]) A reálárfolyamnak tehát nincs egy olyan egyedi számítási módja, amelyhez mindenképp ragaszkodnunk kellene, a különbözőképp számított mutatók rövid távon, sőt esetenként hosszú távon sem feltétlen mozognak együtt.

Az első empirikus kutatások, amelyekben az árfolyam mint a növekedést befolyásoló változó indirekt szerepelt az „ázsiai növekedési csoda” azaz Japán, majd Hongkong,

¹A továbbiakban a nominális árfolyam ezen kifejezését használjuk, azaz az árfolyam növekedése leértékelődést jelent.

Szingapúr, Dél-Korea, Tajvan kiváló gazdasági teljesítményének okait vizsgálták. A téma kapcsán a szakértők abban egyetértettek, hogy a külgazdasági orientáció hozzájárult a vonatkozó országok megerősödéséhez, azonban a mögöttes okok értelmezésében nem volt konszenzus. Sachs [1985] például Dél-Amerika és Kelet-Ázsia országainak az 1980-as években tapasztalt eltérő növekedési teljesítményét a külgazdasági nyitottság különböző mérőszámaival próbálta magyarázni. Béla Balassa és Anne Krueger nézetét alapul véve – miszerint az ázsiai példaországok látványos növekedése exportjuk felfuttatásának köszönhető – arra a következtetésre jutott, hogy a különbségek a kereskedelmi rezsimek karakterével és az árfolyamok menedzselésével hozhatók összefüggésbe.

Dollar [1992] szintén a külgazdasági orientáció növekedésben betöltött szerepét vizsgálta. Véleménye alapján a külpiacokkal fenntartott aktív kapcsolat több ok miatt is ösztökélheti egy gazdaság teljesítményét. Egyrészt eladósodás nélkül juthat egy ország a fejlődése szempontjából fontos külső tőkéhez. Másrészt pedig a külgazdasági orientáció általában a kivitel felfutását eredményezi, amely önmagában hasznos, s sokszor pozitív externáliákat is maga után von. Dollar a külgazdasági nyitottság mérésére viszont már olyan indikátorokat hozott létre, amelyek az reálárfolyam-torzulások illetve az reálárfolyam-ingadozások számszerűsítésére voltak hivatottak. Az ezekkel a magyarázóváltozókkal végzett regresszió eredményei azt sugallták, hogy az árfolyam mint változó nem tekinthető irrelevánsnak a gazdasági növekedés szempontjából.

A külpiac-orientált növekedést a gyakorlati elemzések alapján vizsgáló szakirodalom több vonásában különbözik a korábbi elméletektől. Egyrészt a szerzők modelljükben szerepeltetik a gazdasági nyitottság változót, másrészt megkülönböztetik a gazdaság két szektorát, nevezetesen a külkereskedelemben kerülő termékeket („tradables”) és a hazai felhasználású termékeket („non-tradables”) előállító ágazatot. Nézetük szerint a versenyképes árfolyam adta magasabb profitlehetőségek hozzájárulnak ahhoz, hogy a kereskedelemben kerülő javak ára e szektorba vonzza a rendelkezésre álló erőforrásokat, és ezáltal a növekedés dinamizálódjon. Tovább ösztökélheti a növekedést, amennyiben a keletkezett magasabb jövedelmekből többlet-megtakarítás is realizálódik, s ezeket a hazai forrásokat beruházások finanszírozására fordítják. Illetőleg serkentheti a növekedés ütemét az is, ha a technológia transzfer meglehetősen gyors a külkereskedelem képzőszektorban. (Eichengreen [2008]) A

vonatkozó vizsgálatok azonban azt is felszínre hozták, hogy az exportorientált (export-led growth) modell előnyei mellett számos nehézséget hordoz magában.

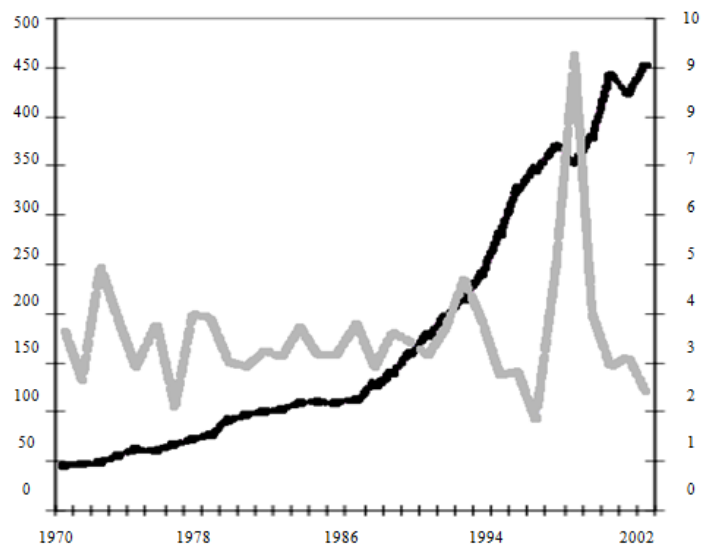
Az árfolyam és a gazdasági növekedés közti konkrét összeköttetést elemző szakirodalomban két irányvonal különíthető el aszerint, hogy az árfolyam mint változó hatását milyen megközelítésben értelmezik: a kezdeti kutatások az árfolyam volatilitásának befolyására fókuszáltak, napjainkban pedig egyre inkább a valuták félreárazásának hatásvizsgálatára tevődik át a hangsúly. (Auboin – Ruta [2011]) Az első probléma kutatása összeköthető a Bretton Woods-i éra megszűnésével, miután akkor az országoknak lehetőségük nyílt arra, hogy nyissanak a flexibilisebb árfolyamok felé. Ennek következtében 1973 óta egyre több ország döntött lebegő árfolyamrendszer bevezetése mellett. Az árfolyamok kilengéseit a Nemzetközi Valutaalap (International Monetary Found; IMF) aggodva figyelte, miután véleményük szerint azok jelentős reálgazdasági sokkokat indukálnak. Érveik szerint azáltal, hogy az árfolyam nem konzisztens a mögöttes gazdasági és pénzügyi kondíciókkal, módosul a kibocsátás szerkezete, torzul a hazai felhasználás és a külkereskedelem aránya, megváltoznak a munkaerőpiaci folyamatok, s a téves árjelzések nyomán megszűnik a tőke hatékony allokációja. E torzulások későbbi kiigazításai idővel pedig komoly költségeket okoznak az országoknak.

Az IMF makroszemléletű érveivel szemben több korai tanulmányban vállalati szinten vizsgálták az árfolyam változékonyságának hatását. (Auboin – Ruta [2011]) Egyszerű modelljeikben tökéletes versenyt, kockázatkerülő, kisméretű, egytermékes vállalatot használtak, amely termékeihez nem használ fel importot és kizárólag kereskedelemre szakosodott. Okfejtésük szerint az árfolyammal kapcsolatos bizonytalanságok azért negatív hatásúak, mert a profitmaximalizáló cég árfolyamkitettsége miatt inkább alapból csökkenti output-ját és értelemszerűen kereskedelmét, mivel túl nagy költséggel járna számára az esetleges árfolyamváltozás esetén termelésének átstrukturálása, s arra pedig nincsenek lehetőségei, hogy különböző fedezeti ügylettel magát bebiztosítsa. E tanulmányok rendszerint tehát azt bizonyították, hogy az árfolyam volatilitása a kereskedelemmel és következésképpen a külgazdasági egyensúllyal negatív kapcsolatban áll. A későbbi kutatások azonban rámutattak, hogy a rendkívül egyszerű modellek korlátozó feltételeinek feloldásával és sokkal szofisztikáltabb elméleti keretek kidolgozásával a változók közti negatív kapcsolat korántsem bizonyos.

Ha a téma kapcsán állásfoglalást szeretnénk tenni, érdemes áttekinteni az empirikus kutatások eredményeit is: összességében az látszik, hogy az árfolyam-volatilitás hatásának becslésére szolgáló tanulmányok konklúziói rendkívül heterogén képet mutatnak. Az árfolyam változékonyságának negatív hatásait egyes szerzők megerősítik, mások cáfolják, az eredmények annak függvényében változnak, hogy milyen becslési technikák, modell specifikációk, minták illetve adatok felhasználásával dolgoztak. Újabban pedig kialakult egy olyan nézőpont is, miszerint nem lehet általánosítani az árfolyam-ingadozások és a gazdasági növekedés közti kapcsolatot, mivel az árfolyam ingadozásának hatása rendkívüli mértékben függ a gazdaság egyéb sajátosságaitól illetve a nemzetközi trendektől. (Eichengreen [2008]) Például Aghion et al [2006] szerint hogy a váratlan és radikális árfolyam-elmozdulások kizárólag abban az esetben járnak csak növekedési áldozattal, amennyiben egy ország pénzügyi szektora nem elég fejlett.

Az árfolyam-volatilitás és a kereskedelmi volumen közti általános negatív kapcsolatot az IMF frissebb modellezési eredményei is cáfolják. (Clark et al [2004]) Az 1970-es évektől napjainkig terjedő időszak adatait a világ összes országára vizsgálva látható, hogy míg a teljes árfolyam-volatilitás mérőszáma egy kirívó periódus kivételével – amit a Szovjetunió felbomlását követő fluktuáció okozott – csak enyhén ingadozott, a világkereskedelem egyenletes ütemben a sokszorosára nőtt. A mintát azonban különböző aspektusok szerint csoportokra bontva bizonyos esetekben a két változó közt összefüggés rajzolódik ki. Kvázi negatív kapcsolat mutatható ki például az átmeneti gazdaságoknál az 1990-es évek elején illetve a fejlődő ázsiai országoknál az 1997-98-as pénzügyi válság éveiben. Clark et al [2004] felhívja viszont a figyelmet arra, hogy az ellentétes mozgásokból nem szabad ok-okozati viszonyra következtetni, arról van csak szó, hogy az e gazdaságokban végbement változások egyszerre és ellentétes irányba mozdították az indikátorokat. Az IMF ajánlása szerint az ezekhez hasonló esetekben, amikor az árfolyam erős ingadozása káros egy ország gazdaságára nézve, nem az árfolyam-fluktuáció közvetlen csillapítása a megoldás, hanem az árfolyam-ingadozás mögöttes okait orvosoló, megfelelő gazdaságpolitikát kell alkalmazni.

**1. ábra: Az árfolyam-volatilitás és a kereskedelmi volumen közti kapcsolat,
fejlődő ázsiai országok esetében
(1970-2002)**



Forrás: Clark [2004] pp.104.

A másik irányvonal, nevezetesen a tartósan félreértékelt valutánövekedésre gyakorolt hatásainak elméleti vizsgálata az 1990-es évek folyamán fejlődött ki. Azért került ekkor az árfolyam-mozgások helyett az árfolyam-szint vizsgálata a tudományos irodalomban előtérbe, mivel ebben az időben egyre több kutató és gazdaságpolitikai szakértő a kialakult globális egyensúlytalanságok okaként bizonyos országok helytelen árfolyamszintjeit illetve „manipulatív” árfolyam-politikáit tette felelőssé. Ez a napjainkban is még gyerekcipőben járó másik nézőpont amely a Washingtoni Konszenzusra is jellemző a reálárfolyam félreárazására azaz az egyensúlyi árfolyamtól való eltérésére fókuszál, s azt a növekedés egy magyarázóváltozójának tekinti.

Williamson [1990] logikája alapján azon árfolyamráta lehet versenyképes, amely konzisztens a középtávú makroökonómiai célokkal, véleménye szerint az árfolyam félreárazása makroszintű egyensúlytalanságot eredményez, ami önmagában káros a növekedésre. Ebben a felfogásban az eltérés mindenképpen rossz: a fő veszélyt a túlértékeltség jelenti, ellenben inflatorikus hatása miatt az alulértékeltség sem tekinthető hasznosnak, mivel kiigazítási terhet ró a gazdaságra. Az elmélet

tesztelésére többen is kísérletet tettek, s a félreárazás és a növekedés közti negatív kapcsolatot bizonyították. (Fischer [1993], Cottani et al [1990])

Közgazdászok egy jelentős csoportja nem ismeri el a fenti a nézőpontot, azaz a félreárazást nem vélik szükségszerűen rossznak, hatását és megítélését az eltérés irányától teszik függővé. Empirikus kutatások alapján többen jutottak arra az álláspontra, hogy a túlértékeltség az, amitől óvakodni kell. Razin – Collins [1997] például egy széleskörű, fejlett és fejlődő országokat egyaránt magába foglaló mintát dolgozott fel, s számításaiból kitűnt, hogy a drasztikus valutatúlértékelések lassabb gazdasági növekedéssel járnak együtt. A Johnson et al [2007] szerzői hármas Afrika felzárkózási lehetőségeit vette górcső alá, komparatív elemzésükben a növekedést befolyásoló tényezők azonosítására vállalkoztak. Konklúziójukban rávilágítanak arra, hogy a túlértékeltség a tapasztalatok alapján szignifikáns negatív hatásokat okoz, így lényeges, hogy az afrikai országok elkerüljék azt. Ahogy Easterly [2005] a különböző gazdaságpolitikák növekedési hatását vizsgáló tanulmányában, úgy az empirikus bizonyítások nyomán ma már a szakma is általánosan elfogadja a nagyfokú túlértékeltség makrogazdasági stabilitásra ártalmas jellegét. A sokat elemzett téma elméleti hatásmechanizmusában is egyetértenek a szakértők: nevezetesen a permanens túlértékeltség helytelen tényezőelosztáshoz, hatékonyságvesztéshez, fizetési mérleg válsághoz vezet, s összességében romlik a növekedési ütem.

Napjainkban egyre jobban terjed az a nézet is, amely ezzel párhuzamosan az alulértékeltség pozitív következményeit vallja, azonban az elméleti koncepció széles körben való elismerése a használt különböző előfeltevésekről szóló vita miatt még várat magára. Az viszont egyértelműen látszik, hogy az alulértékeltség befolyása kapcsán egy markáns fejlődési folyamat azonosítható a szakirodalomban, újabb és újabb aspektusok vizsgálatára kerül sor. Míg Acemoglu et al [2003] és Easterly [2005] kategorikusan elveti azt, hogy egy valuta alulértékeltsége segítené a gazdaság növekedését, napjainkra számos tanulmány (például Razin – Collins [1997] stb) születik, melyekben az ellenkezőjét állítják.

Eichengreen [2008] úgy véli, hogy az országok számára fontos a versenyképes reálárfolyam-szint fenntartása, leszögezi azonban azt is, hogy az ezt előírányozó gazdaságpolitikákat nem szabad általános csodaszernek gondolni. Attól, hogy egy

gazdaság megfelelő mértékben leértékeli a valutáját, abból még nem következik automatikusan gazdasági fellendülés. Az alulértékelt árfolyam tehát nem önmagában ösztönzi a növekedést, hanem olyan megfelelő körülményeket teremt, hogy az ország ki tudja aknázni növekedési potenciálját, azaz vonzóbb befektetési célponttá válhat, növelheti megtakarítási rátáját és erősítheti a képzett munkaerő-állományát. E fundamentumok hiányában a politika nem fogja beváltani a hozzá fűzött reményeket. Az alulértékelés módszere továbbá nem alkalmazható hosszú távon. A kelet-ázsiai „kistigrisek” példájából köztudott, hogy a stratégia ugrásszerű kitöréssel jár, mivel segíti a források szektorok közti átcsoportosítását és így azonnal növeli a termelékenységet. Mindazonáltal az is ismeretes, hogy amint a növekedés elér egy bizonyos fokra, a módoszat már nem lesz olyan ígéretes, s előnyei helyett hátráltatói kerülnek túlsúlyba. Ilyen esetben a döntéshozók helyzete nehéz, az exit stratégiák időzítését az ország általános gazdasági helyzete mellett a különböző érdekcsoportok lobbija is befolyásolja.

Rodrik [2008] szintén az alulértékelt reálárfolyam és a gazdasági növekedés közti kapcsolatot kutatja és összefüggést talál. Módszertana a következő: alulértékeltségi indexeket számít, majd a kreált indikátorok növekedési rátákkal való összevetésekor arra a következtetésre jut, hogy bizonyos fejlődő régiók (Kína, India, Dél-Korea, Tajvan, Uganda, Tanzánia) esetében a valuták alulértékeltsége fontos szerepet játszott a gazdasági teljesítményeik elérésében. További empirikus bizonyíték gyűjtése céljából növekedési modellt specifikál, amellyel bizonyítja az alulértékeltség magyarázó erejét. Miután az összefüggés fejlődő országokra hatványozottan igaz, elméleti magyarázatát ezen országcsoporthoz dolgozza ki.

Véleménye szerint az exportorientált növekedési modellnél többről van szó a fejlődő államokban. Nem vitatja, hogy a reálleértékelődés hatására relatíve emelkedik a kereskedelembe kerülő javak ára, nő a profittermelő képességük, s a szektor bővül. Azonban azt, hogy mi a pontos mechanizmus, miért fog emiatt az ország gazdasági növekedése gyorsulni, máshogy értelmezi. Hipotézise szerint a fejlődő országok kereskedelemképes szektorai különböznek a hazai felhasználásra termelőktől, helyzetük egyrészt a piaci kudarcok (például a tanulási, információs vagy a koordinációs externáliák) jelenléte miatt hátrányosabb, mivel azok gátolják strukturális átalakulásukat. Másrészt a gyenge intézmények (például a szerződések biztonságának vagy a tulajdonjogok garantálásának hiánya) is hátráltathatják őket.

Ilyen szituációkban a versenyképes reálárfolyam fenntartása segíthet, hogy a növekedést visszafogó piaci torzulások gazdasági költségei enyhüljenek, és érdemes legyen a „tradable” szektorba fektetni.

A fent leírt logikai levezetéssel szemben más megközelítésű elméleti magyarázatok is léteznek a két változó közti kapcsolat értelmezésére. Azért, hogy megpróbálja felderíteni a mechanizmust, Bhalla [2008] egy egyszerű modellt dolgoz ki, amelyben a kereskedelemképes szektor prosperitása helyett a beruházások kerülnek középpontba. Feltételezése szerint az alulértékelt valuta úgy generál jobb gazdasági teljesítményt, hogy növeli a beruházások megtérülését, magasabb növekedést és megtakarítást eredményez, aminek folyamánként újból nő a beruházási kedv és működésbe lép az ugyanebből a hatássorozatból felépülő spirál. A modell újdonsága, hogy a beruházások és egyben a növekedést magyarázóváltozók közt a kezdeti alulértékeltségi szint és az alulértékeltség vizsgált időszakra vonatkozó átlagos változása is szerepel. Az pedig, hogy a valóságban milyen mértékben tud hatni az alulértékeltség egyéb ellentételező tényezők (reálkamatlábak, adókulcsok, korrupciós költségek, bürokrácia stb) erejétől is függ.

Az alulértékelt valuta beruházás- és növekedés-fokozó jellegét többen is beépítették elméleti vizsgálódásaikba, Gala [2007] például az előzőekkel megegyező logika alapján már az alulértékeltség következtében kialakult beruházás alapú gazdasági növekedés (investment-led growth) fogalmát is használja. Véleménye szerint viszont az alulértékeltség és a növekedés közti kapcsolaton belül egy másik csatorna is lényeges, szerinte az árfolyam-politika a beruházások ösztökélése mellett a technológiai fejlődés stimulálásával is előmozdíthatja a növekedést. Elméletében abból indul ki, hogy a versenyképes árfolyam ösztönzi a világpiaci orientációt azon ágazatoknál is, amelyek hagyományosan nem exportra szakosodott termelő ágazatok voltak. Az országban ily módon beindult struktúraváltási folyamatok a nemzetgazdaság javát szolgálják, az alkalmazkodó vállalatok termelékenységük nő, mivel a „learning by doing” jelenség elősegíti technológiai felzárkózásukat.

Az alulértékeltség gazdasági növekedést magyarázó szerepét valló elméletek kapcsán fontos azt kiemelni, hogy bennük az árfolyam mint exogén változó szerepel. A valóságban azonban számos tényező befolyásolja a különböző árfolyamváltozókat is, nem tekinthetünk rájuk külső adottságként. Elég, ha csak például a Balassa–

Samuelson-hatásra gondolunk, amely szerint a gyorsan fejlődő országokban reálfelértékelődés várható. Ha ezt is figyelembe vesszük, egyből látható, hogy a modellek a körkörös ok-okozati viszonyok miatt torzíthatnak. Bhalla [2008] álláspontja szerint azonban azt, hogy a reálárfolyam endogén lenne, tapasztalati úton cáfolni lehet, több történelmi példa is idézhető szerinte, amelyek alátámasztják, hogy a leértékelést nem kell feltétlen inflációnak követnie. Eichengreen [2008] javaslata alapján pedig az endogenitási probléma kiküszöbölése végett célszerű a modellekbe olyan instrumentális változók beépítése, amelyek az árfolyamváltozókkal korrelálnak, azonban fordított okság a gazdasági növekedéssel esetükben nem áll fenn.

Vitatható az elméletekkel kapcsolatban az is, hogy miként tekinthetik a magyarázóváltozóként választott különböző reálárfolyamokat politikai változóknak. Képes a gazdaságpolitika a reálárfolyamot huzamosabb ideig befolyásolni? A reálárfolyamok definíciójukban adódóan relatív árak, amelyeket közvetlenül a hatóságok nem képesek megszabni. A nominális árfolyam befolyásolása azonban monetáris és fiskális politikai intézkedésekkel, tőkepiaci szabályozásokkal megoldható, s a nominális árfolyam félreárazása egy ideig hatással lehet a reálárfolyamra. A reálárfolyamok ezenkívül más gazdaságpolitikai lépések mellékhatásaként politikai szándék nélkül is torzulhatnak, így kifejezetten nehéz beazonosítani, hogy egy konkrét reálárfolyam-változás minek tudható be.

2.2 Az árfolyamszint befolyásolásának hatásai

2.2.1 Az árfolyam-politika működése

A monetáris hatóságok különböző lépésekkel képesek az árfolyamot befolyásolni: Egyrészt az árfolyamcsatorna révén hatást gyakorolnak az árfolyamra a kamatdöntések, ekkor a kamatemelést árfolyam-erősödés követi. Másrészt a központi bank devizaeladással vagy -vásárlással a devizapiaci folyamatokba is be tud avatkozni, hiszen a devizapiaci intervenció során meg tudja változtatni a pénzpiac likviditását, s ezzel kezelhető válik a nemzeti fizetőeszköz le- avagy felértékelődése. Harmadsorban pedig a jegybank élhet a verbális intervenció eszközével, amellyel a piaci várakozásokat tudja befolyásolni. A jegybankok árfolyamot formáló

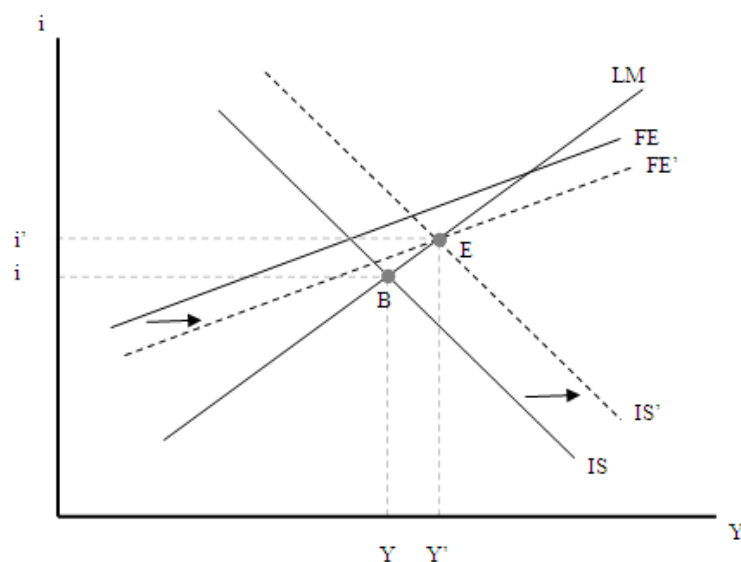
tevékenysége egy fontos gazdaságpolitikai eszköz ugyanis általa az állam a külgazdasági kapcsolatok (például fizetési mérleg kiigazítás) és a belgazdasági folyamatok (kereslet, árak stb) befolyásolására is képes. A valutaárfolyamnak az egyensúlyi mechanizmusokon túl a nemzetközi szakosodásban és tényezőelosztásban is fontos szerep jut. Ezeknek megfelelően az árfolyam-politikát az országok saját preferenciák alapján meghatározott célok– mint például a gazdaság stabilitásának megteremtése vagy gazdasági növekedés ösztönzése – elérésére használhatják.

A szándékos árfolyam-változtatás által indukált makrogazdasági hatások bemutatására célszerű a Mundell–Fleming-modellt segítségül hívni, mivel az egyszerre képes az árupiaci és pénzpiaci folyamatok megjelenítésére, s ahhoz a valutapiac is hozzárendelhető. (Pugel [2007]) A modellben az árupiac (*IS* görbe) és a pénzpiac (*LM* görbe) közvetlenül határozza meg a nemzetgazdaság kibocsátását (*Y*) és a kamatlábat (*r*), amelyek befolyásolják az ország fizetési mérlegének pozícióját (*FE* görbe). Az *IS* görbe azon reál GDP-kamatláb kombinációk halmazát reprezentálja, amelyek esetében az árupiac egyensúlyban van, az *LM* görbe azon *Y* és *i* párok halmaza, amelyekre a pénzkereslet és pénzkínálat megegyezik, az *FE* görbe pedig a külső egyensúlyt szemlélteti. Az elemzési keret előnye, hogy lehetővé teszi számos fontos makrováltozó közti kapcsolat leírását, és segítségével különböző exogén sokkok elméleti hatásvizsgálata is elvégezhető. Korlátja viszont, hogy az árszínvonal és a várakozások alakulását explicit nem modellezi. A modell hiánya továbbá, hogy nem jeleníti meg a kínálatot, így kínálati sokkok és a hosszú távú gazdasági növekedés vizsgálatára nem alkalmas.

Mi történik, amennyiben egy deficitese ország központi bankja leértékeli a helyi valutát? A hagyományos meggyőződés alapján egy valuta árfolyamának leértékelésével ösztönözhetők a külpiacon termelő ágazatok, mivel az elméletileg az import termékek árának emelkedését, míg az export termékek árának csökkenését vonja maga után. Másként megfogalmazva az importőröknek ugyanannyi külföldi termékért hazai valutában kifejezve többet kell fizetniük, míg az exportőrök azonos mennyiségű és exportáru értékesítésükért nagyobb bevételt szereznek a saját pénzükből mérve. Az árak eltolódása direktben a külföldi érdekeltségű szektor prosperálását, a kereskedelmi egyenleg javulását eredményezi, közvetve pedig bővül a nemzetgazdasági output és foglalkoztatottság.

Az *IS-LM-FE* modell kínálta elemzési keretben, a hazai árszínvonal állandóságát feltételezve a leértékelés javítja a folyó fizetési mérleget helyzetét, így az *FE* görbe jobbra és lefelé tolódik, az árversenyképesség javulása miatt növekvő nettó export pedig az *IS* görbét mozditja jobbra. A beavatkozás nyomán tehát a kezdeti *B* pontból – ahol még a hiány volt jellemző – a gazdaság egyensúlyi helyzetbe kerül (*E* pont). A modell tehát összességében azt sugallja, hogy a külgazdasági egyensúly érdekében eszközölt valutaleértékelés hasznos, eredményeképp a deficit eliminálható, továbbá növeli a kibocsátást és csökkenti a munkanélküliséget.

2. ábra: Valutaleértékelés az IS-LM-FE modellben



Forrás: Pugel [2007] pp. 572.

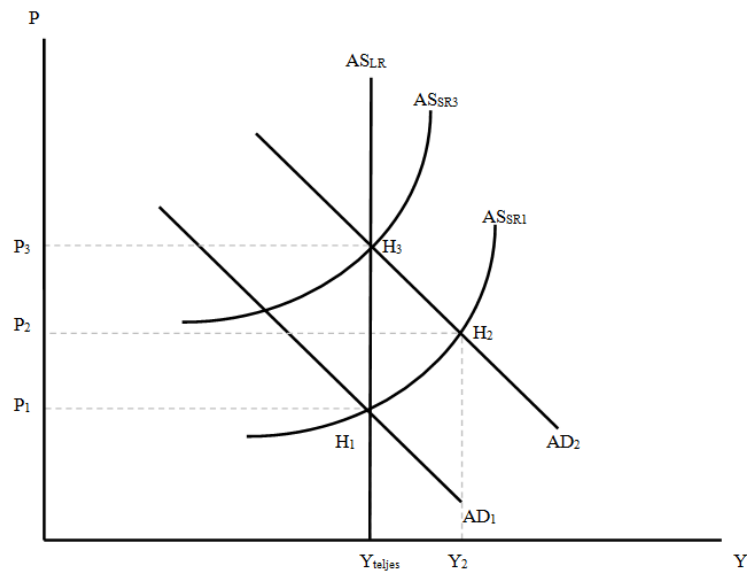
Ugyan az elmélet a leértékelés aggregált keresletre és külső egyensúlyra gyakorolt pozitív hatását igazolja, a valóságban az nem mindig érvényesül. Például, ha a termelővállalatok jelentős értékű, külföldi valutában denominált kötelezettséggel bírnak, a leértékelés káros számukra, veszteséget okoz, ezért üzleti tevékenységüket visszafogják. Előfordulhat az is, hogy a leértékeléssel párhuzamosan a kormányzat olyan fiskális politikát alkalmaz, amely a hiány növelésére ösztönöz, s ezzel ellentételezi a beavatkozás potenciális pozitívumait. Gyakori még, hogy a nemzetközi befektetők nem bíznak a kiigazítás eredményességében, ezért a további

leértékelésre számítva kivonják pénzüket az országból. Ezzel szintén meghiúsul a fizetési mérleg fenntarthatóságának javítása. (Pugel [2007])

A leértékeléssel szemben leggyakrabban elhangzó érv a lehetséges inflatorikus nyomás. Amennyiben például egy ország rögzített árfolyamrendszert üzemeltet, s valutáját leértékeli, megtörténhet, hogy a beavatkozás nyomán jelentősen megemelkedik a hazai árszínvonal, ami jelentős károkat okoz a gazdaságban. Ilyen esetben tehát hiába használják az árfolyamot nominális horgonyként, mivel a leértékelés nyomán megdrágul az import, ami maga után vonhatja az általános árszínvonal romlását. (Benczes [2009]) Az árszínvonal különböző okok miatti lehetséges változásának megragadására tekintsük a hosszú távú elemzésekre is alkalmas *AD-AS* modellt, amely a gazdaságot az aggregált kereslet és aggregált kínálat kombinálásával írja le, úgy, hogy az x tengely az árszínvonalat, míg az y tengely a kibocsátást szimbolizálja. Az elméleti keret előnye, hogy az *IS-LM-FE* modellel ellentétben képes az árszínvonal alkalmazkodásának explicit mérésére.

Mi történik, ha rögzített árfolyamrendszer esetében a valutát leértékelik? Az árversenyképesség javulásával először is megnő az aggregált kereslet, azaz az *AD* görbe jobbra és felfele mozdul. Feltételezve, hogy rövid távon az aggregált kínálat változatlan, a reál GDP nőni fog (Y_2) illetőleg az árszínvonal (P_2) is némileg emelkedik. Az idő múlásával azonban az erős kereslet egyre nagyobb nyomást gyakorol az árakra, s a rövid távú aggregált kínálati görbe felfelé tolódik. Végül a gazdaság eléri az új hosszú távú egyensúlyát (H_3), ahol a kezdeti értékekhez képest magasabb árszínvonal (P_3), ám azonos kibocsátási szint (Y_{teljes}) lesz jellemző. A modell szerint tehát a leértékelés csak rövid távon lehet hatásos, hosszú távon ugyanis az árak alkalmazkodása ellentételezi az árversenyképesség javulásából adódó nyereséget.

3. ábra: Valutaleértékelés rögzített árfolyam esetében az AD-AS modell szerint



Forrás: Pugel [2007] pp. 672.

A negatív kritikák ellenére strukturális kiigazítási programok keretében az országok gyakran használják a leértékelés módszerét, céljuk ezzel a külpiaci pozíció erősítése, a nemzetközi versenyképesség támogatása. Az, hogy a leértékelés sikeres lesz-e, több tényező függvénye: a legfontosabbak a kiinduló feltételek, illetve a támogató gazdaságpolitikák. Edwards [1989] összefoglalása szerint a nominális leértékelés három csatornán keresztül fejt ki a hatását. Egyrészt érvényesül egy kiadáscsökkentő hatás, mivel a hazai árszint emelkedése érinti a hazai valutában denominált eszközök reálértékét és a hazai fizetőeszközt. Másrészt a kereskedelembe kerülő javak relatív árának módosulása (a kereskedelembe nem kerülőkhöz képest) kiadáseltérítő hatást eredményez. Harmadrészt pedig az importált félkész termékek ára hazai valutában mérve megnő, s ez befolyásolja a késztermékek kínálatát. Edwards [1989] ugyan több olyan történelmi példát felsorol, ahol a leértékelés sikeres volt, hozzáteszi, hogy az empiria azt is bizonyítja, hogy a három hatás eredőjeként gyakorta csökkent az teljes output. Bahmani-Oskooee – Miteza [2003] összegzésében szintén azt állítja, hogy a hatás országspecifikus, annak függvényében alakul, hogy az aggregált kínálat szűkülése hogy viszonyul az aggregált kereslet bővüléséhez.

2.2.2 A fizetési mérleg kiigazítása

Azt, hogy az árfolyam tudatos megváltoztatása hogyan alakítja egy ország fizetési mérlegének pozícióját a különböző elméleti iskolák másként értelmezik. Ezek a koncepciók, gazdaságpolitikai receptek hasonlatosak a külgazdasági egyensúly automatikus helyreállítását feltételező mechanizmusokkal, így azokkal párba állíthatók. A rugalmassági felfogás szerint az árfolyam-politika elméletileg hozzájárulhat a fizetési mérleg kiigazításához, deficitese országban az árfolyam leértékelése, többlettel rendelkező országban felértékelés jelenthet megoldást. Ezt a koncepciót kereskedelmi megközelítésnek is nevezik, mivel azon alapul, hogy miként befolyásolja az árfolyam-változás a külkereskedelmi mérleg egyenlegét.

Az árfolyam-politika sikere azonban nem automatikus: a Marshall-Lerner feltétel kimondja, hogy a fizetési mérleg kiigazítása akkor lehet eredményes, amennyiben az export és az import iránti kereslet rugalmassági együtthatóinak összege nagyobb mint egy. (Szentes [2005]) A hatás továbbá nem csak az export és az import árváltozásától, hanem azok mennyiségének alakulásától is függ. A valóságban az árhatás gyorsabban érvényesül, mint a mennyiség hatás, mivel a kereskedők nem tudnak hirtelen reagálni az árak változására. Egy bizonyos idő elteltével azonban már képesek kereskedelmüket módosítani, így be tud kapcsolni a pozitív mennyiségi hatás. Ezt a jelenséget a szakirodalom a J-görbe elnevezéssel illeti, ami arra utal, hogy az árfolyam változtatását követően egy azonnali egyensúlyromlás jellemző a valóságban, s csak bizonyos idő elteltével jelentkeznek csak a kiigazítás jótékony eredményei.

A jövedelem-elvű szemlélet másként értelmezi a fizetési mérleg kiigazíthatóságát. Ez alapján az árfolyam-politika nem igazán alkalmas a fizetési mérleg pozíciójának befolyásolására. Ennek háttere az a keynesianus felfogás, miszerint egy nemzetgazdaság egyensúlyát - illetve nemzeti jövedelmeinek alakulását - a jövedelmeket létrehozó valamint jövedelmeket lekötő folyamatok határozzák meg. A nyitott gazdaságokra felírt jövedelmi egyensúly egyenlete szerint

$$I + EX = S + IM \quad (4)$$

ahol a beruházások (I) és az export (EX) összege a jövedelemgerjesztő tevékenységeket, míg az egyenlet jobb oldala, a megtakarítások (S) valamint az

import (*IM*) összegzésével a jövedelem abszorbeálását mutatja. A koncepció az állami költségek alakulásától továbbá eltekint.

$$EX - IM = S - I \quad (5)$$

Az egyenletet átrendezéséből adódóan tehát az látszik, hogy bárhog is alakuljon a valuta árfolyama, a külgazdasági egyensúlytalanság megszüntetése a beruházások valamint a megtakarítások alakításával lehetséges.

Az abszorpciós elmélet hívei több korábbi elméletet is felhasználnak a fizetési mérleg kiigazításának magyarázatához nemzeti jövedelemnek ennél a koncepciónál is meghatározó szerepe van, azt az alap makroökonómiai jövedelemazonosság szerint értelmezik, de itt is figyelmen kívül hagyják a kormányzati kiadásokat.

$$Y = C + I + (EX - IM) \quad (6)$$

ahol *Y* a nemzeti jövedelem, *C* a fogyasztási, *I* a beruházási kiadás, *EX* az export, míg *IM* az import nagysága.

$$EX - IM = Y - (C + I) \quad (7)$$

Az átalakítás nyomán tehát az látszik, hogy a kereskedelmi mérleg egyenlege kifejezhető a reál nemzeti jövedelem és reálabzorpció segítségével. Jelen esetben azonban az abszorpció számításánál a beruházás mellett a fogyasztást is számba veszik. Az abszorpciós megközelítés szerint az árfolyam-politika eredménye attól függő, hogy tudja-e növelni a termelést illetve a reálabzorpciót csökkenteni. Előbbi csak akkor lehetséges, ha a nemzetgazdaság belső egyensúlya nem áll fenn, tehát vannak még szabad kapacitások, utóbbi kimenetele pedig kétes. (Benczes [2009])

A mennyiségi pénzelméletet felhasználó monetarista iskola pedig a külgazdasági egyensúly kérdését monetáris problémának találja, a Milton Friedman nevével fémjelzett elméleti értelmezés szerint tehát a fizetési mérleg alapvetően monetáris jelenség, annak tételváltozásai a pénzkereslet és pénzkínálat változásaihoz kapcsolódnak. Fizetési mérleg deficit akkor alakul ki, ha a pénzkeresletet meghaladja a pénzkínálat, többletről pedig pénzpiaci túlkereslet esetén beszélhetünk. Ez alapján az egyensúly kizárólag a pénzfolyamatok segítségével állhat helyre, így a

valutaleértékelés receptje gyakorlatilag felesleges, kevés pozitív eredményt hoz, mivel általa nem lehet tartósan javítani a fizetési mérleg egyenlegét.

2.2.3 A reálárfolyam

Annak megállapítására, hogy az árfolyam-politika miként befolyásolja a külgazdasági szektor versenyképességét az újabb vizsgálatokban a nominális árfolyamok mellett – azok hátulütői miatt – a reálárfolyamok elemzését is elvégzik. Alkalmazásukkal kiküszöbölhetőek azon hibák, mikor egyszerűen a nominális árfolyam leértékeléséből a hazai valutában számoló termelők abszolút ár-vagy költség-versenyképességének javulására következtetünk anélkül, hogy figyelembe vennénk a relatív árszint alakulását. (Benczes [2009]) A reálárfolyam gyakorlatilag arról szolgáltat információt, hogy meghatározott idő alatt hogyan alakult egy ország versenyképessége: a valuta reálleértékelődése a versenyképesség javulására, míg reálleértékelődése annak romlására utal.² (Ábel – Halpern [1997])

A reálárfolyam elméletét leíró irodalomban számos modell megtalálható, jelen esetben a kevésbé komplex, egytermékes gazdaság modelljének bemutatására vállalkozunk. Értelmszerűen a valóságot ez a verzió végtelenül leegyszerűsíti, miután homogén termékeket és azonos termelési feltételeket rögzít, mindazonáltal arra kiválóan alkalmas, hogy a különféle koncepciók hatásmechanizmusát megismerjük. Az áralapú megközelítés szerint egy nem várt nominális leértékelés esetén árelfogadó gazdasági szereplőket alapul véve a külföldi értékesítés hazai valutában mért árai megnőnek a hazai eladások áraihoz képest, így rövid távon növekednek az exportbevételek, ami a hazai termelőket arra ösztönzi, hogy növeljék kibocsátásukat. Az áralapú reálárfolyam mutató segítségével egy ország árszínvona összevethető egy másik országéval azonos valutában számolva, s annak változásából lehet következtetni a külgazdaság versenyképességére:

$$e_R^P = e^* \frac{P^*}{P} \quad (8)$$

²A reálárfolyam-mutató versenyképességi mutatóként való felfogása a nemzetgazdasági szintű versenyképesség fogalmára épül. Ezt - bár értelmét bizonyos szerzők elvetik - jelen esetben az ágazati versenyképességgel analóg módon kell értelmezni, tehát versenyképesebb az a gazdaság, ahol profitábilisabban lehet termelni.

ahol e_R^P az áralapú reálárfolyam index, e a nominális árfolyam vagy a nominális effektív árfolyam, P^* a nemzetközileg kereskedelemképes termék árindexe vagy a kereskedelmi partnerek súlyozott effektív árindexe, P pedig a belföldön kereskedelemképes termékek árindexe. (Kovács [1999])

A költségalapú reálárfolyam mutató ezzel szemben a termelési tényezők árának azonos valutában való összehasonlítására alkalmas, így lehetőség van összemérni a külföldi és belföldi termelés profitabilitását. Ebben az összefüggésben a növekvő külföldi költségek a belföldi gazdaság előnyét eredményezik. A hatásmechanizmus az előzőekhez hasonlóan levezethető: egy leértékelési sokk következtében a hazai termelők költségei csökkennek a külföldi termelőkéhez képest külföldi valutában mérve, mivel rövid távon az árak és a bérek fixek. Ez a változás az exportárak azonos valutában mért állandósága nyomán átmeneti profítnövekedést hoz a hazai termelőknek, így azok rövid távon növelik kibocsátásukat.

$$e_R^{ULC} = e * \frac{ULC^*}{ULC} \quad (9)$$

ahol e_R^{ULC} a költségalapú reálárfolyam index, e a nominális árfolyam, ULC^* és ULC pedig a termékegységre jutó bérköltség külföldön és belföldön. (Kovács [1999])

A fentiek kiegészítéseképpen érdemes a termelés profitabilitását explicit mérő, makroszemléletű, profitalapú reálárfolyamot is kiszámolni, amely gyakorlatilag az előző két mutató viszonyát tükrözi. Ez a fajta hibrid indikátor a következőképp számítható:

$$e_R^{PRF} = \frac{e * \frac{ULC^*}{ULC}}{e * \frac{PVT^*}{PVT}} = \frac{\frac{PVT}{ULC}}{\frac{PVT^*}{ULC^*}} \quad (10)$$

ahol e_R^{PRF} a profitalapú reálárfolyam index, e a nominális árfolyam, PVT^* és PVT a kereskedelemképes szektor hozzáadottérték-deflátor árindexe külföldön és belföldön, ULC^* és ULC pedig a termékegységre jutó bérköltség külföldön és belföldön. (Kovács [1999])

A fent leírt mutatókra a valóságban gyakran alapoznak, a gazdaságpolitikai döntéshozók árfolyam-politikai lépések meghozatala előtt széles körben alkalmaznak

reálárfolyam mutatókat. Mindazonáltal fel kell hívni a figyelmet arra, hogy azok körütekintés nélküli használata téves eredményekhez vezet, ugyanis számos korláttal bírnak. A mutatók feltételezik, hogy a kereslet árrugalmassága negatív, hogy a gazdaság egyéb területein nincs lényegi változás, illetve azt is, hogy a többi ország nem kezd hasonló gazdaságpolitikába. Fel kell hívni a figyelmet, hogy a valóságban az árfolyam és a különböző reálárfolyam mutatók közötti oksági kapcsolat sem egyértelmű illetve fontos látni, hogy ezek a mutatók nem exogén változók, azaz több gazdasági folyamat is befolyásolja alakulásukat. Hiányosságukként róható fel továbbá, hogy kizárólag komparatív statikai szemléletben értelmezhetőek, dinamikus szemléletű elemzést nem tesznek lehetővé. Nem szabad azt sem elfelejteni, hogy amennyiben időbeli alakulásukat vizsgáljuk, mozgásuk nem ad információt az egyensúlyi árfolyamhoz mért helyzetükről. (Ábel – Halpern [1997], Kovács [1999]) Érdemes továbbá még egyszer kihangsúlyozni, hogy a reálleértékelődés következtében kialakuló versenyképesség-javulás is csak ideiglenes, a hazai kibocsátás bővüléséhez tehát csak rövid távon járulhat hozzá.

2.3 Az árfolyam-eltérés meghatározása

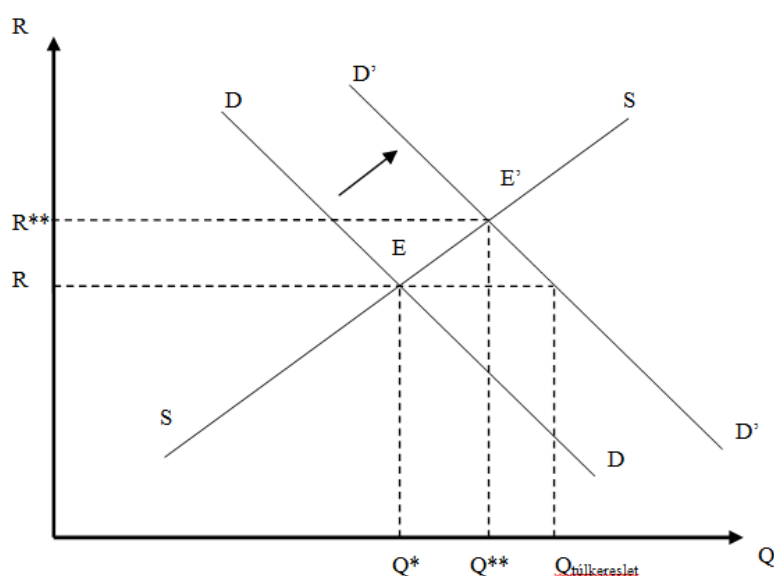
2.3.1 Az egyensúlyi árfolyam

Nem egységes az irodalom abban a tekintetben, hogy mi a viszonyítási pont, ha meg akarjuk ítélni egy valuta alul- vagy túlértékeltségét. A kutatók számtalan egyensúlyi árfolyammodellt alkottak, nem létezik azonban egy, mindenki által helyesnek vélt verzió. A megközelítések heterogenitása részben azzal magyarázható, hogy az egyensúly fogalmát is eltérően értelmezik a szakértők. A terminusok sokfélesége mégsem jelent problémát, választásunkat attól függően kell meghoznunk, hogy éppen milyen kérdéskört szeretnénk elemezni (Driver – Westaway [2004]). Tény viszont az is, hogy óvatosan kell kezelni minden eredményt, amely alapján egy valuta alul- vagy felülértékeltségére lehet következtetni.

Leegyszerűsítve az egyensúlyi árfolyam a külföldi valuta hazai valutában mért egyensúlyi ára, vagyis, ha egy valuta iránti kereslet és kínálat azonos, akkor az árfolyam egyensúlyban van. Ez az értelmezés a valuták piacát az áruk piacához hasonlóan kezeli. Az egyensúlyi árfolyamot szemléltető ábrán az árupiachoz

hasonlóan a negatív lejtésű DD görbe írja le a valuta iránti keresletet, minél alacsonyabb az árfolyam, annál nagyobb a kereslet a valuta iránt a hazai fizetőeszközzel rendelkezők számára. A valuta hazai piacon érvényes kínálatát az SS egyenes reprezentálja, a görbe meredeksége pozitív, minél nagyobb az árfolyam, annál többen hajlandók valutát eladni hazai pénzért. A görbék metszéspontja (E) demonstrálja az egyensúlyi árfolyamot és az egyensúlyi mennyiséget. (Benczes [2009])

4. ábra: Az egyensúlyi árfolyam piaci meghatározódása



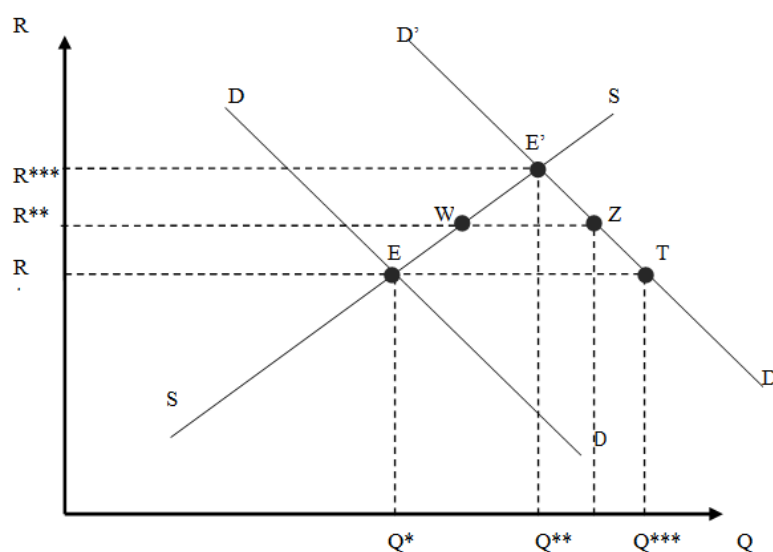
Forrás: Benczes [2009] pp. 212.

Flexibilis árfolyamot feltételezve, amennyiben a külföldi valuta hazai kereslete megnő, a DD görbe jobbra és felfele tolódik és a kialakuló új hivatalos árfolyam E' pontban jön létre, azaz a nemzeti valuta leértékelődik, viszont az új árfolyam is egyensúlyi lesz. Rugalmas árfolyamrendszer esetében tehát ilyenkor nincs szükség semmilyen állami beavatkozásra, egy spontán egyensúlyi mechanizmus érvényesül. Ezt a kereskedelmi megközelítést alkalmazva az egyensúlyi árfolyamot azzal a valutaárfolyammal azonosítják, amely adott országban az export és az import értékét kiegyenlíti. (Szentés [2005])

Rögzített árfolyam esetében viszont más a helyzet. Ha feltesszük, hogy a gazdaságban a tőkeforgalom nem liberalizált, és a túlkeresletet kizárólag a termékek és szolgáltatások kereskedelme okozza, akkor a kínálatot meghaladó külföldi valuta

iránti kereslet ($E-T$ szakasz) meg fog egyezni a folyó fizetési mérleg hiányával. Ekkor az árfolyam E pontban marad, s a plusz keresletből fakadó leértékelési nyomást például a jegybank saját valutatartalékaival ellensúlyozza. Sávós rögzítés esetében pedig a folyó fizetési mérleg hiányát ($W-Z$ szakasz) a tartalékállomány vesztesége csak részben fogja fedezni, ezért a valuta leértékelődése hatással lesz a reálszektorra is.

5. ábra: Kereslet-változás hatása rögzített árfolyamrendszerben



Forrás: Benczes [2009] pp. 212.

A fenti modell gyakorlati alkalmazása viszont korlátos, mivel a külföldi valuta iránti keresletet és kínálatot a valóságban a hazai, exportra termelő és az importáló szervezetek, vállalkozók igényein túl egyéb tényezők is alakítják. A termékcseré mellett szerepe van a szolgáltatáscserének is. Fontos alakító faktorok a valóságban nemzetközi tőkemozgások (tőkebefektetések, befektetésből származó jövedelmek repatriálása, munkavállalásból eredő jövedelmek transzferei) és az egyoldalú átutalások. Shapiro [2006] ezeken kívül olyan egyéb tényezőkre is felhívja a figyelmet, mint például a relatív növekedési ráta, politikai és gazdasági kockázatok hatása stb. Szentes [2005] pedig a piaci spekulációkat, a várakozásokat és lélektani tényezőket emeli még ki.

Az egyensúlyi árfolyam tárgyalásakor tisztázni kell, hogy milyen időtartamon értelmezzük annak meghatározódását. Driver – Westaway [2004] egyenlete kitűnő

keretként szolgál arra, hogy az időhorizont alapján eltérő egyensúlyi árfolyamráta koncepciókat meg lehessen különböztetni

$$e_t = \beta'Z_t + \theta'T_t + e_t \quad (11)$$

ahol e_t az árfolyam ráta értéke t időpontban, Z_t azon gazdasági fundamentumokat tömörítő vektor t időpontban, amelyek közép és hosszú távon gyakorolnak hatást az árfolyamra, T_t vektor azokat a t időpontban létező átmeneti befolyásoló tényezőket foglalja magába, amelyek rövid távon fejtik ki hatásukat, ε a hibatag, míg β és θ a vektorok együtthatói. E megközelítés szerint az árfolyam egyensúlyi szintjét rövid távon kizárólag az aktuális fundamentumok (kamatlábak, inflációs ráták, fizetési mérleg folyamatok) alakítják, az eseti, eltérítő hatásoktól (mint például egy eszközár buborék) tehát el kell vonatkoztatnunk. Közép távon akkor beszélhetünk egyensúlyi árfolyamról, amennyiben egy gazdaságban egyszerre áll fenn a külső és belső egyensúly. Az első, a belső egyensúly úgy valósul meg, hogy a kereslet egyenlő lesz a kínálat potenciális szintjével, s a gazdaság teljes kapacitással működik, azaz a kibocsátási rés nulla, míg a munkanélküliség a természetes rátája (NAIRU) mentén halad.

Ez azonban még nem elég, mivel a világ többi részére is fenn kell állnia a belső egyensúlynak, ami a hazai gazdaság nézőpontjából külső egyensúlynak nevezhető. A második tehát, a külső egyensúlyi feltétel, amely a fizetési mérleg fenntarthatóságára vonatkozik. A fenntartható folyó fizetési mérleg elképzelés meglehetősen képlékeny: értelmezhetjük úgy is, hogy olyan a fizetési mérleg pályája, amely mellett az eladósodást a jövőbeni megtakarítások majd fedezik, vagy számolhatunk egy gyengébb verzióval is, ahol egy konstans adósságrátával konzisztens folyó fizetési mérleget veszünk alapul (Kovács [2001]). Hosszú távú egyensúly esetén pedig a gazdaság minden szereplője eléri az ún. „stock-flow” egyensúlyt, s ettől a ponttól a „változás endogén tendenciája” megszűnik.

2.3.2 Hagyományos árfolyammodellek

Az árfolyam egyensúlyi szintjének becslésére szolgáló módszerek száma folyamatosan bővül. A hagyományos árfolyamelméletek közt elsőként a vásárlóerő-paritás (purchasing power parity; PPP) módszerét kell megemlíteni, amely alapja az

egységes ár elve (law on one price; LOOP). A LOOP kimondja, hogy egy adott termék ára azonos valutában kifejezve meg kell, hogy egyezzen a hazai és a külföldi országban is. Ennek érvényesülését a nemzetközi kereskedelem és áruarbitrázs mechanizmusa biztosítja, amely korrigálja a vásárlóerő diszparitásokat. A PPP szerint az egységes ár elve a fogyasztói kosarat alkotó minden termékre igaz, így ugyanannak a kosárnak az ára azonos a két szóban forgó országban, ha azonos valutában fejezzük ki azt.

$$PPP = \frac{P_{(a)}}{P_{(b)}} \quad (12)$$

ahol PPP a vásárlóerő-paritás, $P_{(a)}$ és $P_{(b)}$ pedig a hazai és a külföldi árszínvonal.³ A koncepció alapján hosszú távon a vásárlóerő-paritás határozza meg a nominális árfolyamot, rövid távon azonban a tényleges árfolyam eltérhet a vásárlóerő-paritástól, ami a valuta alul- illetve felülértékeltségére utal. Amennyiben az aktuális nominális árfolyam magasabb a PPP értékénél illetve a reálárfolyam értéke nagyobb, mint 1, a valuta reál és nominális értelemben egyaránt alulértékelt ($e > PPP$, $e_R > 1$), míg fordított esetben túlértékelt ($e < PPP$, $e_R < 1$). Az összefüggés bemutatására a (4)-es egyenlet (2)-esbe való beillesztése szolgál (Égert [2004])

$$e_R = \frac{e}{PPP} \quad (13)$$

Az elmélet relatív formája azt mondja ki, hogy az árukosarak árának változása azonos kell, hogy legyen, ha azokat azonos valutában mérjük. A relatív PPP komparatív elemzésekhez ad segítséget, használatával megbecsülhető, hogy két ország inflációs különbsége milyen igazodást követel meg az árfolyamtól, amennyiben kezdetben az egyensúlyban volt.

$$\frac{e_1 - e_0}{e_0} = \pi_{(a)} - \pi_{(b)} \quad (14)$$

ahol $\frac{e_1 - e_0}{e_0}$ a két egyensúlyi árfolyam közti eltérést szimbolizálja, π -vel pedig a két ország inflációját, azaz az árszínvonal két időszak bekövetkezett változását ($\frac{P_1 - P_0}{P_0}$)

³Sok esetben a változást kell vizsgálni, ilyenkor a szabály logaritmizált változata nyújt segítséget, ami a következőképp írható fel: $PPP' = P'_{(a)} - P'_{(b)}$

jelöljük. A relatív vásárlóerő-paritás azt állítja, hogy az árak és az árfolyamok állandóan úgy változnak, hogy a valuták egyaránt meg tudják tartani hazai és külföldi vásárlóerejüket is. (Krugman – Obstfeld [2000]) A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy a magas inflációs rátájú valutáknak le kell értékelődniük az alacsonyabb inflációjúakkal szemben. Szemben az abszolút PPP-vel, amelynél a reálárfolyam értéke 1, míg logaritmus 0, a relatív PPP értelmében a reálárfolyam konstans.

A PPP érvényesülését számos tanulmányban vizsgálták, s többen a PPP-elvetését kezdeményezték. Azok, akik kérdőre vonták az elmélet gyakorlati érvényesülését a következőkkel érveltek: Egyrészt, a vásárlóerő-paritás elméletének gyengeségére utal, hogy a gyakorlatban biztosan léteznek szállítási költségek és kereskedelmi akadályok is. Másodsorban, az összehasonlítható áruk sorak különbözőzhetnek összetételükben, például az eltérő termelői és fogyasztói szokások miatt. Harmadrészt, a valóságban számos monopolista vagy oligopolista gyakorlat, mint például a hatósági árszabás vagy a vállalatok árdiszkrimináló, piacra árazó magatartása is gátat szab az elméletnek. Negyedrészt, bizonyos nemzeti sztereotípiák szintén korlátozzák a nemzetközi arbitrázs megvalósulását. (Rogoff [1996])

A tapasztalati kutatások továbbá azt mutatták, hogy a tényleges árfolyam és a vásárlóerő-paritás ritkán bizonyul azonosnak, illetőleg a gazdaságilag fejlettebb államok árszínvonala inkább magasabb. (Rogoff [1996]) Az eltérés egyfajta magyarázataként a Balassa–Samuelson-hatás szolgálhat. Az elmélet szerint a „tradable” termékeket előállító szektor termelékenységére a fejlett országok esetében magasabb, mint a fejletlen országok körében, viszont ugyanez a „non-tradable” szektorra nem igaz, azoknál nincs lényegi különbség a termelékenységben. Ennek nyomán a kereskedelemképes szektorban a gazdagabb országoknál viszonylag magasabbak, míg a szegényebbeknél alacsonyabbak a bérek. A bérszínvonalban lévő különbségek mind a két országtípus esetében hatással vannak a „non-tradable” szektor béreire is, aminek következtében a külpiacra nem kerülő javak a fejlett országokban viszonylag drágábbak, a fejletlenebbeknél pedig olcsóbbak. A folyamat végeredményeként pedig a fejlett országok teljes árszínvonala relatíve magasabbá, míg a szegényebbekké relatíve alacsonyabbá válik, illetve értelemszerűen a fejlettebb országok vásárlóerő-paritása alul fog maradni a hivatalos árfolyamukkal szemben.

A kamatparitás elmélete (interest rate parity; IRP) hasonló logikát követ, mint a vásárlóerő-paritás, szintén arbitrázs helyzeten alapul, azonban az árupiac helyett a pénzpiacból vezeti le az árfolyam alakulását, s a rövid távú árfolyam-ingadozásokra kínál magyarázatot. Az elképzelés szerint a piac hatékony működése során, tökéletes mobilitás és eszközhelyettesíthetőség esetén a befektetési- és hitelkamatlábaknak meg kell egyezniük a hazai és a külföldi országban. Ha a kamatlábak eltérnek, a befektetők a potenciális nyereség miatt átcsoportosítják tőkéjüket és ez maga után vonja, hogy az árfolyamráta újra felveszi egyensúlyi értékét a kereslet módosulása miatt. A „zárt” vagy „fedezett” kamatparitás koncepció szerint a kamatláb-különbség a két ország közti határidős prémiumra illetőleg diszkontra vezethető vissza, tehát az egyensúlyi árfolyam a várakozások függvénye.

$$\frac{e_f - e_s}{e_s} = r_{(a)} - r_{(b)} \quad (15)$$

ahol r a hazai és a külföldi kamatláb, e_f a határidős árfolyam, míg e_s az azonnali árfolyam szimbóluma. Az elmélet „nyitott” vagy „fedezetlen” koncepciója abban különbözik az előzőtől, hogy a külföldi bank által fizetett kamatjövedelemmel megnövelt összeg visszaváltása nem az előre rögzített futures árfolyamon történik, hanem az egy év múlva esedékes spot árfolyamon, tehát a befektető kockázatot vállal.

$$\frac{e_s^1 - e_s^0}{e_s^0} = r_{(a)} - r_{(b)} \quad (16)$$

ahol e_s^1 az egy év múlva érvényes azonnali árfolyam, e_s^0 az azonnali árfolyam.

A nemzetközi Fisher-hatás⁴ koncepciója (international Fisher-effect; IFE) mind a vásárlóerő-paritással mind a kamatparitással kapcsolatban áll. Az elmélet az azonnali árfolyam változását a két ország kamatlábainak különbségével magyarázza.

$$\frac{e_1 - e_0}{e_0} = r_{(a)} - r_{(b)} \quad (17)$$

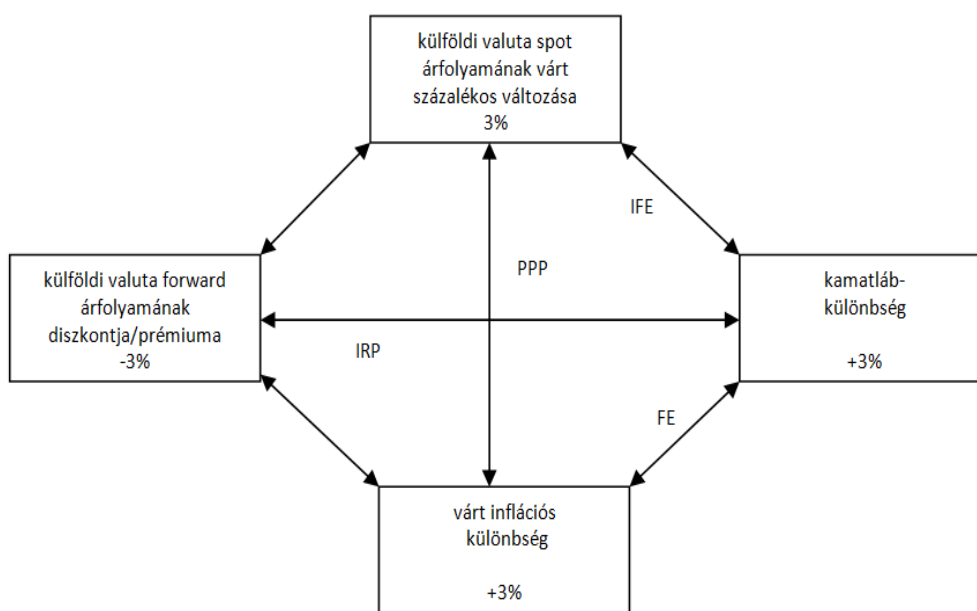
Tehát egyrészt a PPP-hez hasonlóan az azonnali árfolyam alakulására nyújt igazodási mutatót, illetőleg fő magyarázóváltozóinak épp úgy a kamatkülönbségeket használja, ahogy az IRP. Az IFE alapján tehát az alacsony kamatlábbal bíró ország valutájának

⁴A nemzetközi Fisher-hatást meg kell különböztetni az országon belül érvényes Fisher-hatástól (Fischer-effect; FE). Utóbbi a belső árszintváltozások és a kamatlábak közötti összefüggésekről szól.

a magasabb kamatlábú ország valutájával szembeni felértékelődése várható. (Shapiro [2006])

A monetáris koncepció pedig gyakorlatilag a PPP elmélet kiterjesztésének nevezhető, hisz elismeri, hogy a valutaárfolyam a valuták egymáshoz viszonyított vásárlóerejét fejezi ki, viszont nem kizárólag a termékpiac súlyát hangoztatja, mivel az árfolyam kialakulását a valuták kínálatának és keresletének relatív, egymáshoz viszonyított változásaiból vezeti le. A monetáris magyarázat tehát a valuták relatív pénzügyi pozíciójából származtatja az árfolyamot, annak változásai pedig a nemzeti jövedelmek és kamatráták relatív változásaitól függenek. A portfólió mérleg szemléletű magyarázat hasonló a monetárishoz, a kettő közti különbség abban rejlik, hogy nem csak a papírpénz jellegű bankjegyek számítanak a kínálat és kereslet alakításában, hanem az értékpapírok is. (Lőrincné [2004])

6. ábra: Az arbitrázson alapuló elméletek közti összefüggés



Forrás: Shapiro [2006] pp. 131.

2.3.3 Az egyensúlyi árfolyam új típusú elméletei

Az újabb szemléletű egyensúlyi árfolyam meghatározási módokat bemutatását célszerű a belső és külső egyensúlyon (internal-external balance; IEB) nyugvó, elméletcsaláddal kezdeni.⁵ A felfogás szerint – ahogy azt a neve is sugallja – az árfolyam akkor tekinthető egyensúlyinak, ha egyszerre biztosítja a belgazdasági és a külgazdasági egyensúly fennállását. A két komponens közül a belső egyensúly eléréséhez teljes kapacitáskihasználtság melletti output és alacsony inflációs környezet szükséges, a külső egyensúly teljesülésének pedig minimum kritériuma, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege fenntartható legyen. Az, hogy mit értünk fenntartható alatt, az irodalomban többféleképp is értelmezik. A teljes makrogazdasági egyensúly tehát akkor tud megvalósulni, ha a belső egyensúlyhoz tartozó nullás kibocsátási rés által generált nettó megtakarítási szint megegyezik a feltételként szabott folyó fizetési mérleg egyenleggel.

$$S - I = CA = \Delta NFA \quad (18)$$

A felfogás lényegét összefoglaló képletben S a nemzeti megtakarításokat, I a beruházásokat jelzi, NFA a nettó külföldi eszközállományra, CA pedig a folyó fizetési mérlegegyenlegére utal. (MacDonald [2000], James et al [2012]) Az elmélet működését példázó ábrán a reálárfolyam és a folyó fizetési mérleg egyenleg közti kapcsolatot egy lefele lejtő egyenes szimbolizálja. Adott kibocsátási szint mellett tehát az árfolyamráta és a folyó fizetési mérleg közt fordított kapcsolat áll fenn, leértékelődés esetén javul a folyó fizetési mérleg.⁶ Fix reálárfolyam esetén pedig amennyiben a hazai kibocsátás nő, az import emelkedésével a folyó fizetési mérleg helyzete romlik, míg a külföldi kibocsátás emelkedésekor a hazai export növekedése miatt javul.

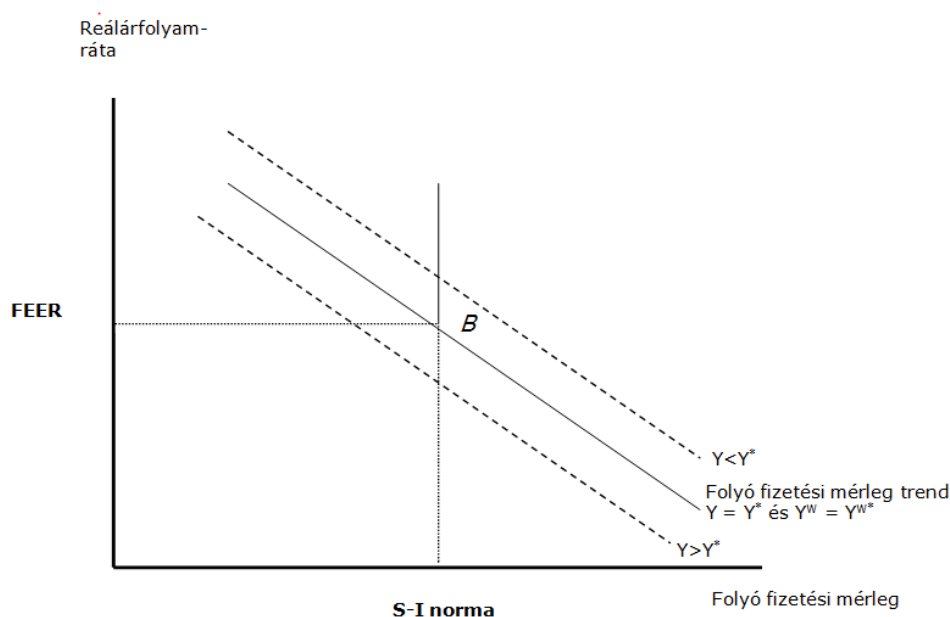
Belső egyensúly teljesülésekor az output megegyezik a potenciális kibocsátással mindkét országban ($Y_{(a)} = Y^*_{(a)}$, $Y_{(b)} = Y^*_{(b)}$). A külső egyensúly meghatározása a megtakarítások (S) és beruházások (I) különbségéből adódó azon konstanssal történik, amely biztosítja a fizetési mérleg egyenlegének fenntarthatóságát. Az

⁵ Az angol nyelvű szakirodalom „underlying balance” (UB) megközelítésként is nevezi.

⁶ A reálárfolyam definíciója jelen esetben, rendhagyó módon egy hazai valutára jutó külföldi valuták egységeinek száma, ezért a reálárfolyam növekedése felértékelődést jelent.

egyensúlyi árfolyamot pedig a két egyenes metszéspontja (X) adja. Adott S , I , $Y^*_{(a)}$ és $Y^*_{(b)}$ konstans egyensúlyi árfolyamot von maga után, ha a változók értéke módosul, akkor az az egyensúlyi árfolyam értékében is tükröződni fog. (Driver – Westaway [2004])

7. ábra: A külső és belső egyensúlyon alapuló modell



Forrás: Bosworth [2004] pp. 33.

A gazdaságban jellemző mögöttes adottságokra építő elmélet nem új keletű, gyökerei a 20. század közepére nyúlnak vissza, de a napjainkban ráépülő különböző modellek is széles körben elfogadottak. Az IEB típusú modellek fő különbsége abban rejlik, hogy milyen módon határozzák meg az egyensúlyra vonatkozó normákat. A koncepció elismertségét mutatja, hogy a Nemzetközi Valutaalap releváns részlege is ezen az elven számolja a valuták egyensúlyi árfolyamát.⁷ Az IMF változat mellett a modellcsaládba tartozik a Jerome L. Stein munkásságához köthető NATREX (natural real exchange rate) is, definíció szerint az egyensúlyi árfolyam e nézet alapján a munkanélküliség természetes szintjét (NAIRU) feltételezve alakul ki, valamint mentes a ciklikus és spekulatív faktoroktól.

⁷A vonatkozó szervezeti egységről és az általa alkalmazott módszertanról lásd bővebben: IMF [2006], "Methodology for CGER Exchange Rate Assessments," Research Department, November.

A IEB modellcsaládon belül a gazdasági fundamentumok központi szerepét magáénak valló FEER (fundamental equilibrium exchange rate) vagy makrogazdasági egyensúly koncepció az egyensúlyi árfolyamráta megközelítések egyik legnépszerűbb fajtája. A módszer John Williamson révén vált a tudományos kutatások egyik kedvelt változatává. A koncepció sajátossága, hogy az egyensúlyi árfolyamot illetően a belső és külső egyensúly szimultán elérését a közép távon fennálló gazdasági fundamentumoktól teszi függővé. Ebben a megközelítésben tehát az egyensúlyi árfolyamnak olyannak kell lennie, amely akkora folyó fizetési mérleg egyenleget generál, ami összhangban van a gazdaság fundamentumai alapján kialakuló tőkeáramlásokkal.

Miután Bayoumi et al [1994] a külső egyensúlyt egy újabb felfogásban értelmezte kialakult a DEER (desired equilibrium exchange rate) fogalma. A szerzők abból indultak ki, hogy a FEER koncepció magában hordoz egyfajta normatív jelleget. A DEER megkülönböztetését tehát azért tartották célszerűnek, hogy létezzen a FEER-nek egy olyan variánsa, amelyben ez a normatív tulajdonság explicit kifejezésre kerül. A normativitás arra utal, hogy a döntéshozók preferenciáik szerint maguk határozzák meg a külső egyensúlyhoz szükséges folyó fizetési mérleg célt, a DEER tehát az az egyensúlyi árfolyam, amely ehhez szükséges, tehát a kívánatos, optimális gazdaságpolitikai lépésekkel elérhető egyensúllyal konzisztens.

Érdemes a fentiekén kívül röviden megemlíteni a tőkepiaccal bővített egyensúlyi modellt (capital enhanced equilibrium exchange rate; CHEER), amely a PPP elmélet és a fedezetlen kamatparitás elméletét egyszerre használja fel. Gyakorta alkalmazzák továbbá a viselkedési modellt (behavioural equilibrium exchange rate; BEER), amely szintén alapoz a fedezetlen kamatparitásra, de az egyensúlyi árfolyam meghatározásánál a fundamentumokra hagyatkozik. Clark – MacDonald [1998] A BEER koncepcióján alapul a permanens egyensúlyi elmélet (permanent equilibrium exchange rate; PEER), ez a befolyásoló faktorokat permanens és ideiglenes komponensekre bontja. (Driver – Westaway [2004], MacDonald [2000])

1. táblázat: A főbb egyensúlyi árfolyammodellek tipizálása

Rövid táv	Közép táv	Hosszú táv
IRP	FEER	PPP
BEER	DEER	PEER
CHEER		NATREX

Forrás: Driver – Westaway [2004] pp. 26. alapján saját szerkesztés

2.4 Árfolyamrendszer-választás, a nemzetközi tőkeforgalom liberalizálása

Napjaink nemzetközi valutáris rendszerének fontos sajátossága, hogy az országokat semmilyen előírás, nemzetközi egyezmény nem köti arra vonatkozólag, hogy milyen árfolyamrendszert használjanak. Minden ország saját gazdaságfilozófiája illetve adottságai alapján dönti el, hogy számára milyen rendszer teheti a legjobb szolgálatot. (Lőrincné [2004]) Az egyes rendszerek abban térnek el egymástól, hogy a kormányzat illetve a jegybank mennyiben avatkozik be az árfolyam kialakulásába. Ennek megfelelően a két ellentétes pólust a teljesen szabad, azaz a kereslet és a kínálat alapján meghatározódó árfolyam illetőleg a központilag egyértelműen szabályozott, rögzített árfolyam jelenti. A két szélsőérték között számos hibrid megoldás létezik – például sávosan rögzített, kiigazíthatóan rögzített, irányítottan lebegtetett stb - melyekkel finomítani lehet a két véglet hátrányait.

Az árfolyamrendszer megválasztásakor számos tényezőt érdemes figyelembe venni. (Lőrincné [2004]) Milyen például a pénzügyi piac fejlettsége? Ha a piac rugalmatlan, nem elég gördülékeny a valuta vétel és eladás, fejletlen a pénzügyi intézményrendszer akkor értelemszerűen nem célszerű piaci alapú árfolyamot használni. Minél liberalizáltabb a tőkepiac, minél erősebb a nemzeti és a nemzetközi tőkepiacok összefonódása, annál kevésbé érdemes az árfolyamot hatóságilag megszabni, ugyanis a rendkívül gyors és kiszámíthatatlan tőkeáramlások okozta beavatkozási kényszer kifejezetten nagy áldozatokkal jár. Az ország nyitottságát szintén számba kell venni, hiszen egy nyitottabb gazdaság több devizapiaci üzletet kell, hogy lebonyolítson, így jobban ki van téve az árfolyam okozta ingadozásoknak. Ha egy olyan kis ország választ árfolyamrendszert, amelynek világgazdasági súlya alacsony, jó megoldás lehet, ha valutáját egy nagyobb gazdaság pénzéhez köti.

Lényeges továbbá az inflációs ráta alakulása, tartósan magas árszínvonal emelkedés mellett ugyanis a rögzítés nehézkesen tartható fenn. Fontos kiemelni, hogy ezeknél a befolyásoló faktoroknál sem egyértelmű a döntés, sok esetben azok mind a rögzítés, mind a lebegtetés melletti érvként is szolgálhatnak.

A nemzetközi gyakorlat azt mutatja, hogy az országok közt egyre inkább elterjedtebbé válik a szabad árfolyamrendszer. Ebből azonban nem szabad arra következtetni, hogy a lebegtetés valami miatt jobb lenne, illetve minden országnak preferálnia kellene. A két változat közti különbség megragadására az egyik legjobb példa, hogy milyen módon reagálnak a külső környezet változásaira: A rugalmas árfolyamoknál ez az árfolyam változásával történik meg, míg fix árfolyam esetében a mechanizmus a belső pénzpiacon, a hazai árak, bérek változásával megy végbe. (Magas [2007]) A „rögzíteni vagy nem rögzíteni” dilemma kapcsán rengeteg érv hozható fel mind a két oldal mellett és ellen is. A lebegtetés melletti indok, hogy esetében megőrizhető a monetáris politika függetlensége; nem kell a kiigazítás miatt a gazdaságnak terheket elviselni, így összességében javul a fizetőképesség; az árfolyam biztosítani tudja a külső sokkokhoz való alkalmazkodást, a gazdaság teljesítménye nem különül el a világgazdaságtól, mert az árfolyam azonnal jelez, s megkezdődik az igazodás. A lebegő árfolyam hátránya, hogy az árfolyam túl volatilis lehet, s ez a kiszámíthatatlanság az üzletemberek számára káros, illetve jellemző a túlreagálás, azaz az árfolyam-alkalmazkodás ugyan kívánt irányba, de az indokoltnál magasabb mértékben történik meg.

Az árfolyam fixen tartása pedig – értelemszerűen az előzőekkel párban – a stabilitás eléréséhez, a pénzpiaci hektikusság megakadályozásához, a piaci bizalom megerősítéséhez járul hozzá, illetve korlátozó vonásai miatt fegyelmezettebb monetáris politikát biztosít. Ha egy olyan ország valutáját választjuk, amelyben jellemzően alacsony az infláció, akkor a kereskedelembe kerülő termékek inflációjának rögzítésével a hazai általános árszínvonal is stabilizálódik, illetve ha a rögzítés hiteles, a további inflációs várakozások lehorgonyzására is képes. A rugalmatlanság ellen viszont felhozható, hogy sok esetben a hatóság az egyensúlyi árfolyamtól eltérő értéket fixál, s ez hatékonytalan erőforrás-elosztáshoz vezethet. Összességében azt lehet mondani, hogy nincs egyértelmű recept a tekintetben, hogy a rugalmasabb vagy a kötött árfolyamot érdemesebb-e választani, sőt az IMF ajánlásai sem egységesek ezzel kapcsolatban. (Magas [2007]) Az országoknak tehát minden

esetben, adott helyzetük alapján kell mérlegelniük a különböző árfolyamrendszerek lehetséges előnyeit illetve hátrányait.

A hagyományos meggyőződés alapján a szabad nemzetközi tőkeáramlás a tőke hatékonyabb piaci allokációját eredményezi, a pénzügyileg globalizálódott nemzetgazdaságok a többletforrások elérése miatt több lehetőséget tudnak kiaknázni, ami hozzájárul a gazdasági növekedésük ütemének felgyorsításához. Az elméletnek megfelelően több empirikus kutatás is alátámasztja, hogy a világgazdaság legfejlettebb országaiban a pénzügyi globalizáció jelentős előnyöket hozott. (Magas [2007]) A hasznok mellett a pénzügyi nyitás költségeire is kitér a szakirodalom, a káros vonások közt felhozható, hogy a tőkepiacok összefonódásával a tőke gyakran hirtelen és kiszámíthatatlan irányba mozdul, a heves kilengések bizonytalanságot hoznak. A nyitottság hatására fokozódik a válságok begyűrűzésének valószínűsége, valamint a túlzott tőkeimport könnyedén inflációs nyomást eredményezhet, s az árak elszabadulásával pedig fennáll a buborékhatalom lehetősége is. A pénzügyi integrációhoz való hozzáállás időben sokat változott: A Bretton Woods-i rendszer idején az a nézet volt általánosan elfogadott, hogy a tőkepiaci liberalizáció inkább kerülendő, miután következményei károsak lehetnek a nemzetgazdaságok számára. Az 1970-es, 1980-as években paradigmaváltás történt, s ettől kezdődően egyre több fejlett országban döntöttek a tőkeforgalmi korlátok felszabadítása mellett. (Lőrincné [2004])

A pénzügyi globalizáció hasznai és költségei kapcsán még napjainkban is intenzív vita folyik a szakirodalomban. A kutatók egy része amellett érvel, hogy a pénzügyi integráció elmélyítése kiváló lehetőségeket rejt magában azon feltörekvő országok számára, amelyek a fejlett országok jövedelmi szintjére kívánnak felzárkózni. Más mértékadó közgazdászok viszont a pénzügyi válságok tapasztalataira alapozva azt hangsúlyozzák ki, hogy a tőkeáramlás liberalizációja óriási veszélyeket tartogat a közepes fejlettségű államoknak. Az ellentétes kutatási eredményeket szintetizáló Kose et al [2009] szerint a megoldás abban rejlik, ha a korábbi felfogáshoz képest másképp közelítjük meg a kérdést. A szerzőcsoport azt vallja, hogy a pénzügyi liberalizáció ugyan előmozdítja a gazdasági növekedést, de a hangsúlyt arra kell helyezni, hogy ez indirekt módon történjék. A pénzügyi nyitás ugyanis maga után vonja a pénzügyi szektor fejlődését, javítja a hazai vállalatok hatékonyságát – hiszen a külföldiek belépésével fokozódik a verseny –, elősegíti a felelős társaságirányítást

és hatására a gazdaságpolitika alakítása is fegyelmezettebbé válik, s ezek a tényezők mind a növekedést gyorsítják. Véleményük szerint tehát a hatások katalitikus jellege magyarázza azt, hogy sok esetben a rövid távot vizsgáló tanulmányok csak a liberalizációt követő hátrányokat azonosítják.

A nemzetközi tőkeáramlások szabadságához kapcsolódóan fontos kitérni a „lehetetlen szentháromság” néven elhíresült közgazdasági problémára: vagyis, hogy három lényeges gazdaságpolitikai cél közül párhuzamosan csak kettőt lehetséges megvalósítani. A célok közül az egyik, a rögzített árfolyam fenntartása, amellyel megoldható a pénzügyi bizonytalanságok torzító hatásának tompítása illetőleg a negatív árfolyamkilengések elkerülése. A másik cél arra szolgál, hogy egy ország maga határozhasson monetáris politikáját illetően, azaz szabadon választhassa meg céljait és az azokhoz használatos eszközöket. A monetáris politika autonómiája azért lényeges, mert általa egy ország maga dönthet, hogy éppen a gazdasági növekedést kívánja előmozdítani vagy az árszínvonalat akarja védeni. A harmadik cél pedig a tőkepiaci liberalizációval kapcsolatos, miszerint egy ország szeretné kihasználni a nemzetközi tőkepiacok integráltságával járó előnyöket, amely magasabb megtérülést, jobb hatékonyságelosztást eredményez. A trilemma lényege, hogy a három cél közül egyet fel kell áldozni, egyszerre azok követése nem működhet, ezért a gazdaságoknak egy célpárt kell választania, s annak megvalósítására törekedni (Benczes [2009], Magas [2007])

Például egy rögzített árfolyamokat használó, pénzügyileg nyitott országnak nincs lehetősége a kamatainak befolyásolására, nem tud szuverén nemzeti pénzpoltikát (konjunktúra- és árszínvonal-védelem) folytatni. Ha egy ország ragaszkodik ahhoz, hogy saját, belső érdekei szerint szabályozza tőkepiacait, le kell mondania a nemzetközi integráltság hozta előnyökről és szigorítania kell tőkepiaci korlátait. Ha pedig cél a szabad tőkeáramlás és az autonóm jegybank fenntartása, akkor fel kell hagyni az árfolyam rögzítésével. (Magas [2011]) Fontos az elmélet kapcsán kiemelni, hogy a valóságban a három cél közti lavírozás történik, hiszen ritkán használják az országok az árfolyam rögzítésénél a két végpontot: a tisztán merev vagy teljesen lebegő árfolyamrendszert illetve a tőkeáramlás felszabadításának is számos fokozata lehetséges. Emiatt ha enyhít egy ország valamennyit például árfolyama rugalmasságán, akkor a monetáris függetlenség fenntartása mellett lesz tere tőkeforgalmának liberalizációját fokozni.

2.5 Hipotézisek

A vonatkozó elméletek felvázolását követően Kínára vonatkozólag a következő hipotéziseket fogalmazzuk meg:

- 1. A „reform és nyitás” politikájának jegyében gyakorolt árfolyam-politikai lépések nyomán a kínai valuta az egyensúlyi árfolyamhoz mérten alulértékeltté vált.*
- 2. A kínai árfolyam-politika – gyakori leértékelések és rögzített árfolyam – konzisztens volt a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai célokkal.*
 - a. A kötött árfolyamrendszer támogatta Kína pénzügyi stabilitását.*
 - b. Az árfolyam gyengítése hozzájárult ahhoz, hogy javuljon az ország külgazdasági egyensúlya és gazdasági növekedése.*
 - c. A renminbi alulértékeltsége számottevően ösztökölte a gazdasági növekedés ütemét.*
- 3. Az árfolyam-politikai reformfolyamat – rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés – felgyorsítása szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai céljait Kína elérje.*
 - a. A kínai árfolyamrögzítés mechanizmusából fakadó hátrányok veszélyeztetik az ország gazdasági teljesítményét.*
 - b. A kínai pénzügyi globalizáció elmélyülése alkalmazkodási kényszert ró az árfolyam-politikára.*

3 Az elemzés módszertana

Az értekezés hipotéziseinek bővebb kibontása, értelmezése előtt az abban használt fogalmak megértéséhez szükséges, hogy a kínai gazdaságtörténet pár momentumát röviden áttekintsük. Ebben a fejezetben ezért történelmi kontextusba helyezzük vizsgálatunk tárgyát, rögzítjük, hogy ennek függvényében milyen időtávban gondolkodunk, majd részletesen kifejtjük, hogy feltételezéseinket milyen elméleti tételek felhasználásával alkottuk meg. A logikai levezetéseket követően meghatározzuk, hogy a különböző problémákhoz milyen gyakorlati módszereket rendelünk hozzá illetőleg mely adathalmazokat használjuk a bizonyítások során.

3.1 Gazdaságtörténeti keret, az elemzés időbeli behatárolása

Az 1970-es évek vége felé egyre nyilvánvalóbbá vált Kínában, hogy a korábbi, a szélsőbaloldal által kijelölt gazdaságfejlesztési irány elhibázott, s fenntartása végletes lehet az ország jövőjére nézve. Az 1958-ban elindított „nagy ugrás”, az erőltetett iparosítás, a tervutasításos rendszer ugyanis nem hatékony erőforrás-elosztáshoz vezetett, a „kulturális forradalom” és az ellenszegülők kiiktatása az ország szellemi bázisát legyengítette, így a maoista politika egészében véve nemhogy az ország prosperálását nem támogatta, hanem következményeként Kína egy túlhajszolt, a világ gazdaságtól elzárt és fejletlen ország maradt. Ebben a környezetben az elkerülhetetlenné vált változtatást a korábban szintén mellőzött Deng Xiaoping vállalta magára, akinek a „sajátosan kínai színezetű szocializmus” kiépítésére vonatkozó elmélete nyomán a Kínai Kommunista Párt (KKP) kongresszusa 1982-ben új gazdaságfejlesztési irány kialakításáról döntött. (Blahó [1994], Tálás [1999], Maddison [2007])

Melyek voltak azok a nagyratörő célok, amelyeket Kína ekkor kijelölt maga számára? Az új stratégia egyrészt az ország gyakorlatilag minden területére kiterjedő modernizációra irányult, másrészt rögzítették, hogy Kínának a modern világ egyik legerősebb, vezető hatalmává kell válnia. Másként megfogalmazva tehát az ország újbóli felemelkedését tűzték ki célul. (Tálás [2007], Juhász [2009]) Ezek a szándékok nem nevezhetők teljesen újszerűnek, miután mind a modernizáció, a teljesítmény centrikusság, mind a nagyhatalmi törekvés korábban is megjelent a kínai vezetés

preferenciáiban, elég, ha csak a Mao Zedong-féle ideológiára gondolunk. Jelen esetben azonban ez az elképzelés egy stabil, a gyakorlatban megvalósítható gazdaságfejlesztési stratégiával párosult. (Tálas [1999], Szunomár [2003]) Érdemes kiemelni, hogy az irányváltás kezdetén még nem álltak rendelkezésre kész intézkedési tervek, csak az irány melletti elköteleződést rögzítették. (Blahó [1994]) Az új gazdaságfejlesztési irány egyik sarokpillére a „reform”, azaz a tervgazdasági rendszer fokozatos lekapcsolása volt. A másik, kijelölt lényegi elem a „nyitás” pedig a külfölddel való szorosabb együttműködésre utalt.

Naughton [2007] kiemeli, hogy az átmenethez való kínai hozzáállás lényegesen eltért más szocialista országokétól, miután a céljaik kijelölésekor sokkal nagyobb hangsúlyt fektettek a gazdasági fejlődés, gazdasági növekedés kérdésére. Ennek megfelelően az idővel kimunkálásra került különböző reformintézkedéseket az alapján mérlegelték, hogy azok mennyiben járulhatnak hozzá a gazdasági növekedés gyorsításához, segítik-e a „gazdag ország, elégedett nép” eszmény elérését. A kínai álláspont szerint önmagában nem a piacgazdaságba való átmenet a lényeg, hanem annak segítségével az ország jólétének, teljesítményének emelése. Ez a szempont a folyamat során kijelölt későbbi konkrét célkitűzésekben is tetten érhető: az 1987-ben a 13. pártkongresszuson elfogadott „három lépésben haladás programjában” például a lakosság életszínvonalára vonatkozó előírások mellett kijelölték, hogy a GNP-t az 1980-as szinthez képest 1991-ig meg kell duplázni, 2000-re pedig az érték megnégyesezését írták elő. Meghatározták ezen túl, hogy a Kínai Népköztársaság egy főre eső GNP-je a 21. század közepéig el kell, hogy érje a közepesen fejlett országok szintjét. (P. Szabó [2011])

Annak kapcsán, hogy Kína lélegzetelállító sikereket ér el és fokozatosan egyre közelebb ér kijelölt céljához, rengetegen teszik fel a kérdést, hogy mi a titok, milyen stratégiát követ az ország? A kínai tapasztalatok összefoglalására sok kutató vállalkozik napjainkban, s ezáltal szaporodnak a különböző hangzatos - ám sok esetben megkérdőjelezhető- elméletek. Ilyen például az akár a Washingtoni Konszenzussal párba is állítható Pekingi Konszenzus, amely másolása kiötlője szerint több fejlődő országok számára is kiutat jelenthet. Ramo [2004] alapján a sikeres modell lényege a mindennél előbbre való innovációs hajlandóság, a fenntartható fejlődésre való törekvés valamint a megfelelő önmeghatározás. Kína sikereinek értékelésében Jordán [2010] pp. 21. a következőket állapítja meg: „ugyan

vannak Kína fejlődési útjának, tapasztalatainak egyedülálló, unikális elemei, ezek azonban nem alkotnak egy átfogó és koherens modellt”. Blahó [1994] szintén kiemeli, hogy a kínai reformok nem egy modell mentén haladnak. Illetőleg Inotai [2009] szintén azzal az állásponttal ért egyet, miszerint Kína transzformációs modell nélkül dolgozik, azaz a gazdasági lépések megtételét a fokozatosság, a történelmi tapasztalatok követése, a pragmatizmus jellemzik.

Egyetértve az idézett magyar szerzőkkel mi sem gondoljuk, hogy Kína következetesen egy úton járna, amelyet utánozva sikerei megismételhetők; inkább minden területen a változó körülményekhez próbál alkalmazkodni és megkeresi mindig az éppen megfelelő megoldást a következő lépcsőfok megtételéhez. Azt, hogy Kína gazdaságirányítására inkább a gyakorlati kísérletezés igaz, a Deng Xiaoping által használt metafora is alátámasztja, miszerint „átkelni a folyón, kitapogatva a köveket” (Jordán [2010] pp. 19.) lehetséges.

Kína egykori vezetői évtizedekkel ezelőtt elhatározták, hogy az országnak vissza kell nyernie régi hatalmi státuszát, s utol kell érnie a fejlett országok gazdasági színvonalát. Az 1970-es évek végén a vizualizált cél eléréséhez egyszerűen hozzárendelték eszközként azt a „reform és nyitás” szlogennel jelzett politikát, amelyhez az ötletet a kelet-ázsiai országok „gazdasági csodájából” merítették. A szükséges gazdaságpolitika alakítására jellemző volt a rugalmasság, az intézkedéseket folyamatosan a bekövetkező hibák és sikerek függvényében alakították. Fontos továbbá kiemelni, hogy a „reform és nyitás” politikája nem tekinthető egy koherens egésznek, számos részterülete azonosítható.

Mivel azt szeretnénk megtudni, hogy Kína árfolyam-politikája hogyan járult hozzá az ország gazdasági teljesítmény-javulásához, az értekezésben a „reform és nyitás” politikájának ezen részterületén jellemző lépéseket elemezzük. Az árfolyam menedzselésével kapcsolatos kísérletező intézkedések vizsgálatát az új gazdaságfejlesztési irány meghirdetésétől kezdődően, azaz az 1970-es évek végétől indítjuk. Mivel Tálás [1999] a „reform és nyitás” politikájának kialakulását 1978 decemberétől számítja, ezért mi is 1978-at használjuk majd alapértelmezetten kiindulási évnak. Fontos látni azonban, hogy mivel több másodlagos forrásunk csak 1979-től vagy 1982-től tartalmaz információkat, illetőleg több adatbázisban hiányosak a korai statisztikák, nem tudunk ehhez minden esetben ragaszkodni.

Célunk az, hogy írásunknak gyakorlati haszna is legyen, ezért vizsgálatunk idődimenziója egészen napjainkig fog tartani. Sajnos az elmúlt pár év adatai kapcsán szintén korlátokba ütközünk, miután sok mutató publikálása jelentős késéssel történik meg. Emiatt, illetőleg tekintettel arra, hogy nem szeretnénk a 2008-ban kitört világgazdasági válság okozta kínai ciklikus változások mélyreható elemzésével foglalkozni, általánosságban csak 2008-ig vesszük alapul az adatokat. Mindazonáltal egyes elemzési egységeknél kitérünk a 2010-2012-ben lezajló folyamatokra is. Mivel a gyakorlati elemzés megakadályozza a kezdő és a végső pont egzakt behatárolását, le kell szögeznünk, hogy bár az 1978 és 2008 közti időszakot vizsgáljuk, mégis inkább az „elmúlt bő harminc év” kifejezést használjuk.

3.2 A hipotézisek konceptualizációja

- 1. A „reform és nyitás” politikájának jegyében gyakorolt árfolyam-politikai lépések – gyakori leértékelések és rögzített árfolyam – nyomán a kínai valuta az általunk egyensúlyinak nevezett árfolyamhoz mérten alulértékeltté vált.*

Első hipotézisünk megfogalmazásakor az 1970-es évek végétől jellemző „nyitás” koncepciójából indultunk ki. Ebben az időszakban az elzárkózást választó Kína tágabb szomszédságában található dinamikusan fejlődő országok többnyire külpiaconorientált gazdaságfejlesztési stratégiát folytattak. A kelet-ázsiai „kistigrisek” kiváló eredményei motivációt jelentettek Kína számára, megmutatták, milyen módon lehetséges a külföldi közvetlen tőkebefektetések (foreign direct investment; FDI) befogadásával illetőleg az külkereskedelem felfuttatásával a modernizáció útjára lépni. (Naughton [2007]) Kína ennek megfelelően neki is látott a bevált recept megvalósításának, az elzárkózás megszüntetésének. A kifelé való orientáció első megnyilvánulása a különleges gazdasági övezetek (special economic zones; SEZ) kialakítása illetve pár part menti város megnyitása volt. A későbbiekben pedig sor került a külkereskedelem útjába háruló akadályok fokozatos lebontására.

Dollar [1992] szerint a kelet-ázsiai országok által produkált kiemelkedő gazdasági teljesítményt a kereskedelmi rezsimváltás mellett az árfolyamráta speciális menedzselése is magyarázta. A külpiaconorientált módszer egyik alapját ugyanis a

valuta nagymértékű nominális leértékelése jelentette. Ez egyrészt lehetővé tette, hogy jelentős adósság felhalmozása nélkül, de mégis külföldi tőke segítségével tudják a növekedést felgyorsítani. Másrészt a beavatkozás ösztönözte az exportra termelő szektorokat, hogy a realizálható nagyobb profit érdekében fokozzák termelésüket. A gazdaságok sikerét az FDI- és az exportvolumen gyors ütemű bővülése direkt illetve a spillover hatások miatt közvetve is támogatta. A példa alapján a külpiacokra épülő stratégia egyik eszközeként a valutaleértékelést Kína szintén gyakorta alkalmazta. Előzetes sejtésünk alapján azt gondoljuk, hogy a piaci folyamatokba való beavatkozás akkora mértéket öltött az országban, hogy következményeként a kínai fizetőeszköz értéke eltávolodhatott annak egyensúlyi értékétől.

2. *A kínai árfolyam-politika konzisztens volt a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai célokkal.*

- a. *A kötött árfolyamrendszer támogatta Kína pénzügyi stabilitását.*
- b. *Az árfolyam gyengítése hozzájárult ahhoz, hogy javuljon az ország külgazdasági egyensúlya és gazdasági növekedése.*
- c. *A renminbi alulértékeltisége ösztökélte a gazdasági növekedés ütemét.*

Második hipotézisünket több alpontra bontjuk. A 2.a. alhipotézisünk az ország árfolyamrezsím-választásával kapcsolatos. Arra vonatkozólag, hogy az árfolyamrendszerek különböző típusai közül melyiket érdemesebb bevezetni, melyik tesz jobb szolgálatot egy gazdaság számára nincs egyértelmű választ. (Magas [2007]) A rögzített árfolyam melletti érvek közt gyakran elhangzik, hogy a fix árfolyam stabilizálni képes az árakat, mivel gyakorlatilag nominális horgonyként működik, s az alacsony inflációjú ország monetáris fegyelmezettségét importálja. E hasznos tulajdonságával biztosítja, hogy a káros árszínvonal ingadozások ne gyengítsék az ország gazdasági teljesítőképességét. Az is igaz viszont, hogy rögzített árfolyam esetén a gyakori leértékelések inflációs hatással bírhatnak. (Benczes [2009]) Ezeket mérlegelve előzetesen azt valószínűsítjük, hogy az éveken keresztül rögzített

árfolyam képes volt az árakat stabilan tartani, mivel mögötte egy olyan nagy és stabil gazdaság állt, amely nemzetközileg elismert, hiteles monetáris politikát folytatott.

További két alhipotézisünkben az ország árfolyam-politikája valamint makrogazdasági mutatóinak alakulása közt feltételezett kapcsolatra koncentrálnak. Első hipotézisünk alapjaként a külpiac-orientált növekedés elméleti összefüggéseit már részben – indítékként – felhasználtuk. A 2.b. alhipotézisünk megfogalmazásakor az előzőek folytatásaként viszont már az elmélet Kínára való alkalmazását végezzük el. A modell szerint a leértékelés hatására kialakuló kedvező relatív árviszonyok nyomán a belgazdasági erőforrások átcsoportosítására kerül sor, s ennek következtében nő a kereskedelemképes termékek termelése az országban. Az árak módosulása a külföldi tőke érdeklődését is kiváltja, ami szintén hozzájárul a külgazdasági egyensúly javításához. Ahhoz azonban, hogy ez bekövetkezzen nem elég a valutát leértékelni, a külgazdasági versenyképesség javulásához az árfolyam reálleértékelődésére van szükség.

A valutaleértékelés hatásai kapcsán számos ellentmondás fedezhető fel azonban az irodalomban, a különböző elméleti megfontolások annak pozitív hatásait nem támasztják alá egyértelműen. Arra vonatkozólag, hogy a leértékeléssel javítható-e a fizetési mérleg egyenlege, ellentétesek a nézetek, egyedül a kereskedelmi felfogás az, amely bizonyos feltételek fennállása esetén pozitív kapcsolatot ismer el. (Szentes [2005]). A leértékelés és az output közti kapcsolatot vizsgáló szakirodalom eredményei sem azonosak, míg a keynesianus felfogás szerint az intézkedés nyomán nő a nettó export, ami hozzájárul a teljes kibocsátás bővüléséhez is, addig az aggregált kereslet mellett az aggregált kínálatot is számításba vevő elméletek alapján ez a hatás csak rövid távon érvényesül. Azt is fontos kiemelni, hogy a nominális leértékelés nyomán bekövetkező reálleértékelődés az elmélet szerint csak átmenetileg tarthat az árak hosszú távú alkalmazkodása miatt. A teóriák szintéziseként tehát az mondható, hogy a leértékelés kizárólag ideiglenesen és akkor is csak különböző feltételek teljesülése mellett képes egy ország külgazdasági pozícióját illetőleg teljesítményét javítani. Ezeket a kritériumokat szem előtt tartva feltesszük, hogy a renminbi több alkalommal való nominális leértékelése ösztönözte a kínai kivitel gyarapodását, valamint a beérkező külföldi közvetlen tőkebefektetés-állomány növekedéséhez is hozzájárult. Feltételezzük továbbá, hogy a kínai árfolyam

tudatos alakítása Kína esetében is maga után vonta az export-orientált növekedési modell gyakorlati megvalósulását.

Harmadik, 2.c. alhipotézisünket a növekedéstudomány téziseihez visszanyúlva határozzuk meg. A gazdasági növekedést és annak összetevőit vizsgáló irodalom a közgazdaságtan egy jelentős, alaposan kimunkált szegmensét képezi, a növekedési modellek tucatjait felmutató részterület azonban nem nevezhető ellentmondásoktól mentesnek. A legelterjedtebb és jelenleg leginkább elfogadott elméletek, az endogén növekedési modellek az árfolyamot semmilyen minőségében sem szerepeltetik a növekedés tényezői közt. A közelmúltban azonban a gazdasági növekedés faktorait kutató szakirodalomban újabb ágak alakultak ki, s egyre több szakember szakosodott az intézmények illetve a különböző gazdaságpolitikák szerepének vizsgálatára. Azon kutatók közt viszont, akik elfogadják, hogy az árfolyam, mint politikai változó hatással lehet a növekedésre a tekintetben nincs egyetértés, hogy az árfolyam volatilitása vagy szintje számít-e, illetőleg azok milyensége mely irányú változást indukál a növekedésben.

Az árfolyam alulértékeltségét újabban vizsgálók közül Rodrik [2008] azt állítja, hogy fejlődő országok esetében a magas reálárfolyamok számottevően stimulálják a növekedést. Hasonló eredményeket prezentál továbbá Bhalla [2008] is az alulértékeltség és a növekedés közti összefüggés vonatkozásában. Miután az látható, hogy az alulértékeltség gazdasági növekedésben betöltött szerepe egyre inkább elfogadottá válik a szakirodalomban, feltesszük, hogy annak Kína esetében is magyarázó erővel kell bírnia. Ezt a nézetet alapul véve tehát mi is azt valószínűsítjük, hogy a renminbi alulértékeltsége vélhetőleg erős impulzust adhatott a kínai gazdasági növekedés ütemének. E ponton kívánjuk felhívni a figyelmet, hogy hipotézisünk kizárólag a két változó, az alulértékeltség és a növekedés közti sztochasztikus kapcsolat létrejöttére illetve annak irányára vonatkozik. Nem célunk a bizonyítandó pozitív összefüggés hatásmechanizmusának felderítése, miután az ok-okozati kapcsolat részletesebb elemzése egy külön kutatást kívánna meg.

3. *Az árfolyam-politikai reformfolyamat – rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés – felgyorsítása szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai céljait Kína elérje.*

a. *A kínai árfolyamrögzítés mechanizmusából fakadó hátrányok veszélyeztetik az ország gazdasági teljesítményét.*

b. *A kínai pénzügyi globalizáció elmélyülése alkalmazkodási kényszert ró az árfolyam-politikára.*

Harmadik, már a jelenre vonatkozó hipotézisünket szintén több elméleti tétel Kínára való vonatkoztatásával alkottuk meg. Azon belül a 3.a alhipotézis kapcsán újból az árfolyamrendszer megválasztására fókuszálunk. Az árfolyam rugalmasságát taglaló irodalom szerint a kötött árfolyamokhoz való hosszú távú ragaszkodás jelentős áldozatokat követelhet, hatása a konjunktúrát elfojtó illetve inflációt gerjesztő is lehet. (Magas [2007]) Ez a következőkkel magyarázható: ahhoz, hogy a fix árfolyamot egy központi bank fenn tudja tartani, devizapiaci intervenciót kell alkalmaznia. Kína esetében ez – fizetési mérleg többlete okán – a felértékelési nyomás enyhítését, azaz a beáramló külföldi valuta felszívását valamint a hazai pénz helyi gazdaságba való pumpálását jelentette. Értelemszerűen ennek hatására nő a kínai központi bank valutatartalék-állománya, másrészt a beavatkozás a hazai pénzmennyiség gyarapodását hozza. A Kínai Népi Bank (People's Bank of China; PBOC) emiatt az intervenció likviditási hatásának ellentételezésére kényszerül, ezt nyílt piaci művelet vagy egyéb intézkedések végrehajtásával teheti meg.

Kína hosszú évek óta ragaszkodik ahhoz, hogy a renminbi árfolyamát hatóságilag menedzselje. Ha csak azt vesszük alapul, hogy a 2000-es években felgyorsuló külföldi tőkebeáramlás okán az ehhez szükséges gyakori és nagymértékű kiigazítás mekkora hatást gyakorolhatott a monetáris bázisra, akkor arra kell következtetnünk, hogy a felduzzadt likviditásbőség jelentősen növelhette a gazdaság túlhevülésének veszélyét, ezért a kínai árfolyam-politika a belgazdasági egyensúlyt kockáztató vonása miatt vélhetőleg nem igazán tartható fenn. Amennyiben pedig arra helyezzük a hangsúlyt, hogy a fenti problémát Kína folyamatosan jegybanki sterilizációval

igyekezett orvosolni, akkor annak potenciálisan felmerülő költségei miatt feltételezhetjük, hogy a kínai árfolyam-politika nem folytatható sokáig.

Abból kiindulva, hogy az alulértékeléshez való szigorú kínai ragaszkodás nyomán már a túlhevülés jelei érződhetnek, valamint számon tartva, hogy a jegybanki sterilizációért cserében az ország nem kis árat fizethetett, okkal gondolhatjuk, hogy a versenyképes árfolyam fenntartása – amelynek feltételezhető kezdeti sikerességét az előző két hipotézis magyarázatában fejtettük ki – már nem kifizetődő Kínában. Feltételezzük tehát, hogy Kína elért már ahhoz a ponthoz, amikorra kiaknázza a stratégia adta lehetőségeket, ezért számára – hiába realizál elvileg még most is magasabb jövedelmeket az exportból, hiába vonzza általa jobban a befektetéseket stb – már nem érdemes kötött árfolyamrendszert használni, mert az veszélyes és drága. Az „exit” stratégia időszerűségét továbbá az is alátámasztja, hogy Frankel [2006] szerint a váltást érdemes még akkor megtenni, amikor a kondíciók megfelelőek, mintsem várni addig, amíg esetlegesen a valuta elleni támadások esélye megnő.

Harmadszor pedig a „lehetetlen szentháromság” néven ismert összefüggés kimondja, hogy három lényeges gazdaságpolitikai cél közül csak kettőt lehet egy időben követni, azaz az árfolyamrögzítésből adódó belső pénzügyi stabilitás, a nemzetközi tőkepiacok integrációja által megvalósuló hatékonyságjavulás valamint szuverén monetáris politika párhuzamosan nem működhet. (Magas [2011], Lőrincné [2004]) Ez többek közt azt is jelenti, hogy amennyiben egy ország a nemzeti monetáris politikát tekintve autonóm akar maradni, s egyben fokozza tőkepiaci integrációját, akkor kénytelen a fixen tartott árfolyamát feladni. Kína a „reform és nyitás” politikájának jegyében bár fokozatosan, de számos olyan lépést tett meg, amellyel egyre inkább bekapcsolódott a nemzetközi tőkeáramlás vérkeringésébe, vagyis a kínai valutáris kapcsolatok liberalizációja megnőtt. Az elmélet alapján ez a változtatás elmozdulási kényszert kell, hogy rójon az árfolyam rögzítésére is, azaz a tőkepiaci korlátok egyre több területen való eltűnése szintén alá kell, hogy támassza a szoros árfolyamrögzítés fenntarthatatlanságát, amennyiben feltételezzük, hogy Kína ragaszkodik monetáris politikájának autonómiájához.

3.3 A hipotézisek teszteléséhez használt módszerek, adatforrások

A hipotézisek teszteléséhez főként kvantitatív módszereket használunk. A témánkhoz kapcsolódó jelenségek egyes jellemzőinek feltárását túlnyomórészt leíró statisztikák elemzésével végezzük el, míg bizonyos feltevéseink megerősítéséhez az ökonometria eszköztárát is bevetjük. Az árfolyam alulértékeltségének mérésére regressziós elemzést alkalmazunk, míg az alulértékeltség növekedési hatását idősorelemzéssel próbáljuk tetten érni, azaz vektor-autoregressziós modelleket specifikálunk. Miután értekezésünkkel megbízható tudományos eredményeket kívánunk elérni, törekedünk arra, hogy főként primer forrásokból dolgozzunk. Számos közismert nemzetközi intézmény – mint például Világbank, IMF – adatbázisát felhasználjuk. A kevésbé elterjedt adatok esetében különböző projektek adatsoraira támaszkodunk: a pénzügyi liberalizáció analizálásához például Aizenman et al [2008], Chinn – Ito [2006], Lane – Milesi-Ferretti [2007] cikkéhez tartozó adatsorokat is használjuk. Fontos forrásunk a Heston et al [2011] által jegyzett Penn World Table 7.0 adatbázis. Ezeken kívül a speciálisabb kínai statisztikákat a Kínai Nemzeti Statisztikai Hivatal valamint az Ázsiai Fejlesztési Bank adatbankjaiból exportáljuk.

Végleges eredményeink levonása előtt különböző számolásaink eredményét minden esetben összevetjük más hasonló nemzetközi kutatások tapasztalataival. Forrásaink közt megtalálhatók különböző neves kutatóintézetek – mint például National Bureau of Economic Research, Peterson Institute for International Economics – műhelytanulmányai, referált folyóiratok – Journal of Monetary Economics, Cato Journal stb – cikkei. Külön hangsúlyt fektetünk továbbá arra, hogy kínai kutatók véleményét is megismerjük, ezért többször idézünk a Kínai Társadalomtudományi Akadémia kutatócsoportjainak munkájából is.

4 A kínai árfolyam-politika evolúciója

Ebben a fejezetben Kína 1978 óta folytatott árfolyam-politikáját vesszük górcső alá. Ahhoz, hogy bizonyítsuk a kínai fizetőeszköz alulértékelttségére vonatkozó feltevésünket, először az árfolyam-politikai intézkedéseket illetőleg a renminbi dollárértékének alakulását kell, hogy részletesen megvizsgáljuk. Ezt követően különféle elméleti megfontolások tesztelésével a renminbi alulértékelttségének mérésére teszünk kísérletet. Önálló számításainkhoz a már meglévő empirikus eredmények tanulságait használjuk fel.

- 1. A „reform és nyitás” politikájának jegyében gyakorolt árfolyam-politikai lépések – gyakori leértékelések és rögzített árfolyam – nyomán a kínai valuta az általunk egyensúlyinak nevezett árfolyamhoz mérten alulértékeltté vált.*

4.1 Mérföldkövek a kínai árfolyam-politikában

4.1.1 A kínai árfolyam-politika kezdeti sajátosságai

A maoista éra éveiben, ahogy a gazdaság többi területén, úgy a devizagazdálkodás esetében is szigorú központosított berendezkedés volt jellemző Kínában, a külkereskedelmet és egyben a külföldi valuták elosztását a központi kormányzat szabályozta. Az előre megszabott külgazdasági tervet pár, erre feljogosított külkereskedelmi vállalat (foreign trade corporation; FTC) valósította meg. Az FTC-knek kötelességük volt a forgalmukkal elszámolni: ha nyereséget könyveltek el, be kellett a profitot szolgáltatniuk, veszteséges üzlet esetén pedig az állam támogatást nyújtott nekik. A hivatalos renminbi árfolyam ekkor kevés gazdasági súllyal bírt, csupán az állami tulajdonú FTC-kel való elszámolás során használták. A renminbi ebben az időszakban egyáltalán nem volt konvertibilis, értékét pedig évtizedeken keresztül fixen rögzítve tartották.

1979-től kezdve a gazdaságpolitikai irányváltás, s a külpiac-orientált gazdaságfejlesztési stratégia meghirdetése nyomán a hivatalos árfolyam mellett

megjelent egy, kizárólag a kereskedelmi ügyletek rendezésére szolgáló fix belső ráta (internal rate for trade settlement; IRTS) is. A többszörös árfolyamrendszer működtetése a külgazdasági üzletek jutányosabbá válását szolgálta, miután a belső renminbi árfolyam jóval gyengébb volt a hivatalosnál: az 1980-as évek elején a nem-kereskedelmi tranzakciók esetén egy dollárért 1,5 jüan járt, míg az IRTS 2,8 jüan/dolláros átváltási kulcsot jelentett. A belső kedvezőbb ráta bevezetése tehát az export-import ügyletekre vonatkozólag a deviza leértékelését jelentette. Emellett megkezdődött a hivatalos árfolyam gyengítése is, s az óvatos, ám tendenciózus leértékelések következtében a két árfolyam 1985-re már azonos átváltási arányt eredményezett, így az IRTS léte okafogyottá vált. A továbbiakban a hivatalos árfolyam rögzítése megmaradt, és folytatódtak az egyszeri leértékelések. (Zhang [2001])

A „reform és nyitás” politikájának első szakaszában megindult a külkereskedelmi tevékenységre vonatkozó állami monopólium lebontása, s immár az FTC-k mellett privát vállalatok is bonyolíthattak külgazdasági ügyleteket. Azért, hogy megkezdődjön a piaci erők bekapcsolódása, illetve csökkenjen a központosított devizagazdálkodás által implikált költségvetési teher, a kereskedőknek járó állami támogatásokat fokozatosan leépítették illetve a vállalatoknak lehetősége nyílt arra, hogy a beszolgáltatandó külföldi valutájuk egy bizonyos százalékát visszatartsák visszatartási kvóta beiktatásával tehát a kereskedők érdekeltté váltak abban, hogy minél nagyobb értékben exportáljanak termékeket. (Bell – Feng [2013], Zhang – Liang [2006]) Az új rendszer bevezetése ahhoz vezetett, hogy kialakult egy, a külföldi valuta allokációját szolgáló swap-piac⁸, és 1986-ban létrejöttek az első vállalatközi börzék (foreign exchange adjustment center; FEAC) – vagy más néven swap-centerek –, ahol a külkereskedők a visszatartott devizájukat el tudták adni, illetve fedezni tudták valutaigényüket.

A swap piac életre kelése gyakorlatilag egy kétszintes árfolyamrendszer létrehozását jelentette. Kialakult ugyanis egy olyan mechanizmus, amely során már részben a piaci erők határozhatták meg a cserék során használt valutaárfolyamot, s lehetőség nyílt arra, hogy a vezetés az alternatív ráta alakulásából következtetéseket vonjon le.

⁸A „swap” elnevezés némileg félrevezető lehet, miután ezekben a központokban spot árfolyamon kereskedtek, tehát az ottani tranzakcióknak a mai, modern devizacsere-ügyletekhez semmi közük nem volt.

Az új, swap piaci ráta szabadon lebegett, s létezésének szűk tíz éve alatt jellemzően végig gyengébbnek bizonyult a hivatalos renminbi kurzusnál. Mozgásában 1986 és 1989 közt egy leértékelődési trend volt megfigyelhető, az 1990-1992-es időszakban az árfolyam gyakorlatilag nem mozgott, 6 jüan/dollár körül stagnált. 1993 során az átváltási arány közel duplájára nőtt, volt olyan hónap, amikor több mint 10 jüanért lehetett egy dollárt kapni. Az év végére némi erősödést követően a kurzus több mint 8 jüan/dollár szinten állt, tehát a jüan a dollárhoz mérten drasztikusan leértékelt maradt. A cserékre jellemző kurzust alapul véve, a hivatalos árfolyamra Peking a kiszámítható, csúszó leértékelés módszerét alkalmazta, így az 1985. év eleji 2,9 jüan/dolláros átváltási arány 1993 telére már egészen 5,8 jüan/dollárig gyengült.

A FEAC-ok bevezetését a kínai vezetés mintegy tesztüzemnek szánta, amelyben megfigyelhető, hogy a piaci kereslet és kínálat hogyan alakítja a külföldi valuta elosztását. Fontos azonban látni, hogy azok nem teljesen a szabad piac elvei szerint működtek, különböző állami szabályok még így is övezték a kereskedést. Erős korlátozások inkább a vételi oldalon léteztek, ugyanis a valutavétel szándékát jóvá kellett hagyni a hatóságokkal, amelyek megvizsgálták, hogy annak tervezett felhasználása összhangban áll-e a kormányzati célokkal. Az eladások viszonylag szabadabban történhettek. Ezek következtében direkt arbitrázs-ügyletek kötésére sem volt lehetőség. (Huang – Wong [1996])

Aswap piac léte hatalmas előrelépésnek számított a reformfolyamat során, azonban idővel a rendszer hiányosságai egyre dominánsabbá váltak. Hátrányosnak bizonyult, hogy a FEAC-ok egymástól függetlenül működtek, nem alkottak egy országos hálózatot. Köztük semmiféle kommunikációs csatorna nem létezett, így számukra az sem volt ismert, hogy egy másik átváltó központ milyen áron adja vagy veszi a devizát. A fragmentált intézményi struktúrán túl az sem segítette elő a hatékony forráselosztást, hogy a helyi hatóságok gyakran beavatkoztak, hogy megakadályozzák a valuta bizonyos régiókba való áramlását. (Huang – Wong [1996]) A kialakult struktúra továbbá ösztönözte a korrupciót és a járadékvadász magatartást. A tökéletlenségei ellenére azonban a swap piac mégis hozzájárult ahhoz, hogy megalapozza a későbbi igazi valutapiac létrejöttét. (Zhang – Liang [2006])

4.1.2 Az egységes árfolyamrendszer kialakulása

Miután 1993 őszén a kínai vezetés a szocialista piacgazdaság kiépítés érdekében több területen újabb konkrét feladatokat fogadott el, új fejezet kezdődött a devizagazdálkodás vonatkozásában is. (Tálas [1999]) Az árfolyam-politikai reformcsomag részeként felszámolták a korábbi kvótákra alapuló, széttörédezett elszámolási rendszert, s helyette megalakult Kína első egységes, nemzeti, bankközi valutapiaca. 1994. április 18-án ünnepélyes keretek közt megnyílt a jegybank felügyelete alatt álló, a valutakereskedésért felelős új intézmény (china foreign exchange trade system; CFETS) is. Innentől kezdve tehát az összes devizaátváltás egy helyen tudott koncentrálni, s a tervgazdálkodás helyét a tényleges piaci kereslet és kínálat váltotta fel. Ezeken kívül pedig egy újfajta valutabeszolgáltatási és valutafelvásárlási rendszert (foreign exchange surrender and purchase system; FESPS) is bevezettek, aminek keretében a vállalatok kötelessé váltak arra, hogy az összes külkereskedelmi bevételüket eladják a kijelölt bankoknak, illetőleg valutaszükségletüket is e bankoktól fedezzék. (Bell – Feng [2013], Huang – Wong [1996])

Az új rendszer meghonosítása és a swapcenterek kivezetése mintegy félévet vett igénybe, s csak utána indult be a tisztán, a kereskedelemre kijelölt bankok tevékenységén alapuló új szisztéma. A változtatással elejét vették a korábbi spekulatív tevékenységeknek, javult a külföldi pénzek elosztása, csökkentek a régiók közötti árfolyamkülönbségek, emellett viszont nőtt az állami kontroll: a valutakereskedésre feljogosított bankok a PBOC, mint Kína központi bankjának iránymutatása alapján határozhatták meg napi árfolyamukat illetve a jegybank élhetett a devizapiaci intervenció eszközével. Fontos továbbá, hogy a valutavásárlás és -felhasználásra vonatkozó adminisztratív korlátozások megmaradtak. Az egységes árfolyam ösztönzőleg hatott mind a külkereskedelem, mind a Kínába irányuló külföldi befektetések volumenére, mivel általa javult a piaci hatékonyság és megszűnt az átláthatatlanság.

Ezen kívül az ország 1994. január 1-jén bejelentette, hogy a piaci keresleten és kínálaton alapuló, irányítottan lebegő árfolyamrendszert vezet be, s egyesíti a két, eddig egymás mellett létező renminbi árfolyamot, megtéve ezáltal az első lépést afelé, hogy nemzeti fizetőeszköze idővel konvertibilissé válhasson. (Huang – Wong

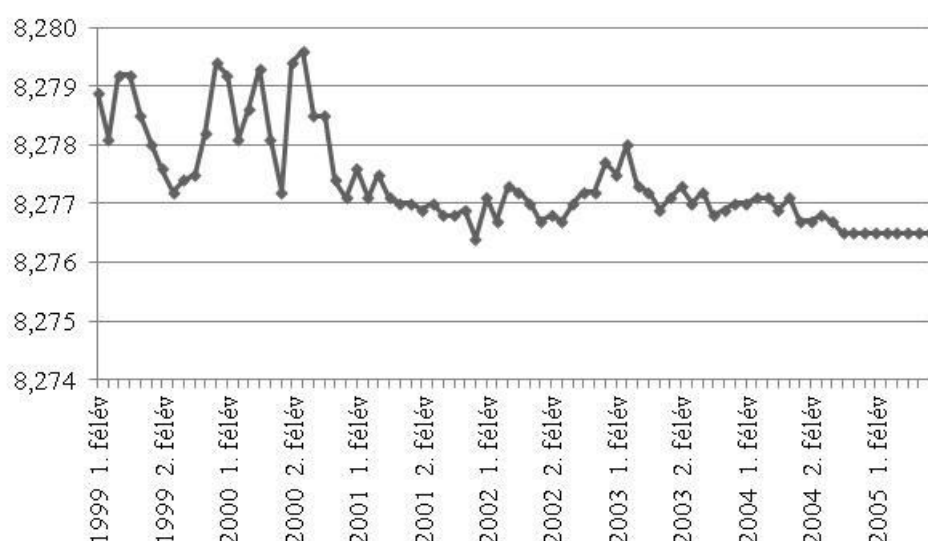
[1996]) Az új egységes árfolyamot a swap piaci ráta szintjén határozták meg, meghagyták a renminbi értékének dollárhoz való kötését, de napi $\pm 0,3$ százalékos ingadozást engedélyeztek számára. 1 amerikai dollár 8,7 kínai jüannak felelt meg, ami számottevő, nominális leértékelést jelentett. Azáltal, hogy ekkor már a gazdasági fundamentumok alakították az árfolyam ingadozását, a renminbi a következő pár évben a dollárral szemben erősödni kezdett, 1997-re értéke 8,3 jüan/dollárra csökkent. (Hu [2010b])

Az 1997-ben kirobbant ázsiai pénzügyi válság kihívások elé állította az árfolyampolitika formálóit, ugyanis a krízis elmélyülésével több ázsiai ország leértékelte a valutáját. Miután ez érzékenyen érintette a kínai export volumenének alakulását, több hazai érintett is a renminbi leértékelését szorgalmazta. A döntéshozók némi hezitálás után viszont inkább az árfolyam rugalmasságát erősítő reformok lassítása mellett tették le voksukat. Hu [2010b] interpretálása szerint Kína ahelyett, hogy leértékelési versenybe kezdett volna, arra törekedett, hogy megőrizze Ázsia gazdasági és pénzügyi stabilitását, s ezért a renminbi lebegési sávjának szűkítése mellett döntött. A PBOC alelnök szavait vizsgálva több elemző úgy ítélte meg, hogy ez a fogás a KNK hatalmi státuszának erősítésére szolgált. Azt sem szabad azonban elfelejteni, hogy ekkorra a PBOC gazdaságpolitika-irányító szerepe jelentősen megerősödött, s az árstabilitást védő központi intézmény véleményét jobban elfogadta a pártvezetés. Tehát a válság okozta esetleges áringadozásoktól való félelem szintén szerepet játszhatott a döntésben.

Innentől kezdve tehát megmaradt az irányítottan lebegő árfolyamrendszer, viszont csökkentették a renminbihez rendelt sáv szélességét és igyekeztek az árfolyamot stabilan 8,3 jüan/dollár körül tartani. A volatilitás megfékezésére irányuló beavatkozás következtében az 1997 végét követő két évben a renminbi mindössze 0,36 százalékkal tudott erősödni dollárral szemben. Bár Hu [2010b] szerint a kínai hatóságok a válság lecsengését követően a korábbi rendszer visszaállítására törekedtek, a környezeti feltételek alakulása – azaz Kína Világkereskedelmi Szervezethez (World Trade Organization; WTO) történt csatlakozása valamint a 9/11-es támadás - miatt fenn kellett tartaniuk a renminbi szűkebb mozgásterét. A valóságban ez azt eredményezte, hogy még a korábbi csekély ingadozáshoz képest is visszafogták a renminbi rugalmasságát, ami az első években egy kb 0,002 százalékos sávnak felelt meg, majd 2004-től a renminbi mozgástere nullára csökkent.

8. ábra: A renminbi lebegési sávjának szűkítése

(¥/\$, 1999-2005)



Forrás: FRED [2012] /letöltve: 2012-03-29/

2005. július 21-én a PBOC nyilvános közleményt adott ki, miszerint folytatják az 1994-ben elindított reformfolyamatot. (PBOC [2005]) Azért, hogy fejlesszék a szocialista piacgazdasági rendszer működését, s jobban tudjon a piaci erők hatása érvényesülni bejelentették, hogy egyolyan irányítottan lebegő árfolyamrendszerre térnek át, amely keretében megszüntetik a renminbi dollárhoz való kötését, s helyette az árfolyamot egy valutakosárhoz rendelik hozzá. A flexibilitás növelése érdekében használatos referenciaérték, a valutakosár összetételéről viszont a hivatalos közlemény részleteket nem közölt.

Ezen a napon az árfolyamot 8,11 jüan/dolláros szintre tették, ami 1,5 százalékos egyszeri felértékelésnek felelt meg. A kurzushoz továbbá – a korábbiakhoz hasonlóan – lebegési sávot is hozzárendeltek, így a PBOC által naponta kihirdetett kereskedelmi ár szolid, $\pm 0,3$ százalékos mozgásteret nyert a bankközi devizapiacon, azaz bizonyos mértékben a piaci erők újból képessé váltak hatásukat éreztetni. Kihangsúlyozták továbbá, hogy a központi bank fenntartja magának a jogot, hogy - amennyiben a piac fejlődése vagy a gazdasági viszonyok megkövetelik – a sáv szélességét kiigazíthassa.

A szűkszavú tájékoztatást követően 2005. augusztus 10-én újabb technikai részletek kerültek nyilvánosságra a bevezetett valutakosarat illetően. (Zhou [2005]) A kínai jegybankelnök, Zhou Xiaochuan beszédéből kiderült, hogy a valutakosár összeállításakor azon országok valutáit vették számba, melyeknek különböző mutatók alapján Kína valamelyest ki van szolgáltatva. Elmondta, hogy a komponensek kiválasztását Kína külkereskedelmének szerkezete befolyásolta legjobban, miután kiegyensúlyozott folyó fizetési mérleg elérésére törekednek. Ennek megfelelően fő kereskedelmi partnereik (Egyesült Államok, Európai Unió, Japán, Dél-Korea stb.) valutáit veszik figyelembe a legnagyobb súllyal, ezen kívül az ország számára fontos, de az előzőekhez képest kevésbé jelentős kereskedelmi partnerek (Szingapúr, Egyesült Királyság, Malajzia, Oroszország, Ausztrália, Thaiföld és Kanada) is helyet kaptak a valutakosárban. Kiderült továbbá, hogy a kínai monetáris hatóságok szerint használt képlet kialakításakor a kétoldalú kereskedelmi volumeneken túl a külföldi adósságállomány, az FDI statisztikák illetve a folyó fizetési mérlegben szereplő transzferek devizastruktúrája volt irányadó.

A 2005-ös kínai valutareformot sok tanulmányban illetve a sajtóban is gyakran úgy ismertetik, mintha a renminbit fixen egy kompozit indexhez, nevezetesen egy valutakosárhoz kötötték volna. A valóságban azonban nem beszélhetünk egy klasszikus valutakosár-módszer alkalmazásáról. (Zhang et al [2011]) A félreértések tisztázásához célszerű Zhou Xiaochuan fent idézett beszédét segítségül hívni, melyben kitér arra is, hogy nem egy merev, valutakosárhoz való rögzítést rendeltek el, hanem kizárólag egy monetáris horgony szerepét játszó viszonyítási pontot hoztak létre. „Referring to a basket of currencies is not equal to pegging to such a basket.” (Zhou [2005] pp.2.) – fogalmazott Zhou. Azaz a kínai esetben csak valutakosárhoz való viszonyításról beszélhetünk rögzítés helyett.

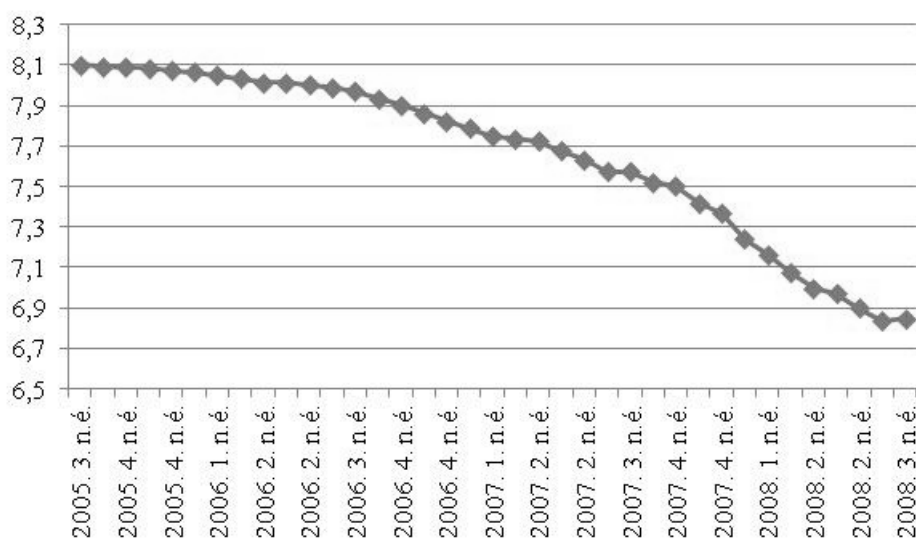
Hogyan határozza meg akkor a valóságban a kínai jegybank a renminbi dollárértékét jelentő központi paritást? A kereskedelem továbbra is a CFETS keretében történik, ez az intézmény felelős az árfolyamok publikálásáért. A napi árfolyamokat három tényező alakítja: az árfolyamjegyzésre jogosultak ajánlatai, a központi bank véleménye a makrogazdasági helyzetről és a valutakosárban szereplő valuták mozgása. (Zhang et al [2011]) A monetáris hatóság minden kereskedési napon nyitás előtt ülést tart, amelyen részt vesznek a hozzá delegált pénzügyi intézetek képviselői.

Miután a delegált árjegyzők megtették az arra a napra vonatkozó ajánlataikat, eltávolítják azok közül a két szélsőértéket, és kiszámolják a maradék szám átlagát. Ezután a kapott árfolyamot összevetik a valutakosár által implikált értékkel, illetőleg a végleges árfolyam meghatározása előtt figyelembe veszik még a főbb makrogazdasági mutatók alakulását is.

A 2005-ös rezsimváltás óriási fordulat volt a korábbi, éveken át fenntartott, szigorúan rögzített berendezkedéshez képest és egy új korszak kezdetét jelentette a kínai árfolyam-politika történetében. A változtatás ténylegesen bekapcsolta a piaci erők hatását, s megszűnt az árfolyam közel tíz éven át tartó mozdulatlansága. A liberalizáció nyomán megindult az árfolyam csökkenése, az ekkor beállított átváltási rátához képest a következő három évben a renminbi egyenletes ütemben több mint 15 százalékkal értékelődött fel.

9. ábra: A renminbi felértékelődésének üteme

(¥/\$, 2005-2008)



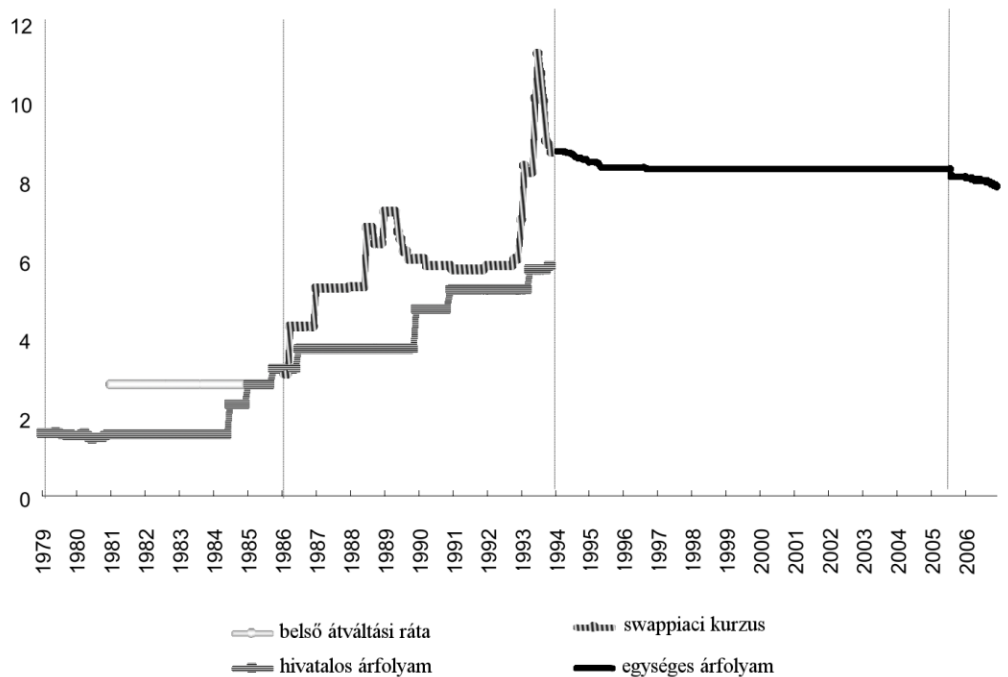
Forrás: FRED [2012] /letöltve: 2012-03-29/

Áttekintve a kínai árfolyam-politika több évtizedes alakulását a következőkre jutottunk: a renminbi árfolyama kezdetek óta az amerikai dollár mozgását követte. Ugyan 1994-ben Kína kijelentette, hogy felhagy a rögzített árfolyam használatával, az árfolyam tényleges mozgása – egy rövid időszaktól eltekintve – nem ezt tükrözte.

Annak ellenére, hogy 1998 őszétől kezdődően a kurzus több mint nyolcvan hónapon keresztül fixen 8,27 jüan/dollár volt, az ország fenntartotta hivatalos álláspontját, miszerint irányítottan lebegő árfolyamrezsimet használ. (BIS [2008], Hu [2010b]) A statisztikákat illetve több szakértő (Anderson [2005], Zhang et al [2011]) véleményét alapul véve úgy véljük, hogy Kína 1994-től egy pseudo-flexibilis rendszert üzemeltetett., ezért jogos azt állítani, hogy 1978-tól kezdődően a renminbi értéke gyakorlatilag stabilan rögzítve volt. A liberalizáció vonatkozásában lényegi előrelépés csak 2005-ben történt, innentől kezdve a piaci erők árfolyamot befolyásoló szerepe már részben érvényesült.

A kínai monetáris hatóságok továbbá az árfolyam értékét is gyakorta megváltoztatták, mind gyengébbé téve ez által a renminbit. Az egyszeri leértékelések közül a legdrasztikusabb módosítás 1994-ben történt, ekkor közel 50 százalékos értékcsökkentést hajtottak végre. A leértékelést előirányzó gyakori beavatkozások folyamánaképp a „nyitás” meghirdetésekor még a 2 jüan/dolláros szintet sem elérő árfolyam fokozatosan több mint négyszeresére nőtt, így az 1990-es évek második felétől már több mint 8 jüant kellett egy dollárért fizetni. Ez a változás közel 400 százalékos leértékelésnek felel meg. Megvan tehát annak az esélye, hogy a vizsgált időszakban a szigorú állami szabályozás nyomán a renminbi hivatalos ára nem mozgott együtt az egyensúlyi árfolyam értékével.

10. ábra: A renminbi különböző árfolyamai
(¥/\$, 1979-2006)



Forrás: BIS [2008] pp.158.

Ami pedig napjaink fejleményeit illeti fontos elmondani, hogy a 2008-ban kitört világgazdasági válság elleni védekezésként a KNK újra élt a sáv szélesség változtatásának eszközével és két évre újból befagyasztotta a renminbi árfolyamát a dollárral szemben. A rögzítés ez alkalommal 2010. június 19-éig tartott, mikor is a korábbiakhoz hasonló retorikával bejelentették, hogy folytatódik az árfolyam-politika reformja. Ennek jegyében 2012 tavaszán egy százalékra növelték az ingadozási sáv szélességét. A fejlemények nyomán az IMF besorolása jelenleg már de facto „csúszószerű”-nek nevezi Kína árfolyamrendszerét, ez a kategória a lebegtetésnél szorosabb konstrukció, ellenben esetében az évi le- vagy felértékelődés üteme az egy százalékot meghaladja. (IMF [2012]) Az árfolyam fokozatos elengedésével a renminbi egyre erősebbé válik a dollárral szemben, 2013 nyarán az árfolyam már alig volt több mint 6,13 jüan/dollár.

4.2 Az árfolyam alulértékeltségének bizonyítékai

Miután Kína árfolyam-politikája egyre inkább reflektorfénybe került, s azt nemzetközi szinteken is számtalan vád érte⁹, sok kutató tette fel a kérdést, hogy vajon létezik-e elméleti bizonyíték a renminbi alulértékeltségére vonatkozólag. Az eredmények rendkívül heterogén képet adtak, aminek elméleti és módszertani okai egyaránt voltak. Az elméleti nehézségeket az egyensúlyi árfolyam koncepció „megfoghatatlansága” táplálta, egyértelmű, hogy teljesen más válaszokat kapunk, amennyiben másként értelmezzük a viszonyítási pontot, amelyhez mérten a tényszerű árfolyam pozícióját meghatározzuk. A metodológia adta gondok pedig a modellezés szabadságából adódtak, miután a különböző elméleti koncepciókhoz sem tartoznak olyan képletek, amelyeket feltétlenül követni kellene.

Nem véletlen tehát a kínai reakció: „Hogy lehetünk biztosak abban, hogy melyik a helyes egyensúlyi árfolyam? ... Melyik számot kellene a kínai hatóságoknak elfogadnia?” – kérdezte Yu [2010] pp.16. miután Kína már annyiféle javaslatot kapott, hogy valutájának árfolyamát milyen mértékben kellene kiigazítani. Mivel jelenlegi ismereteink szerint nincs egy olyan koncepció, amely a többi közt elsőbbséget élvezne, elemzésünk során a kínai árfolyam egyensúlyi értékét több módszer segítségével is kiszámoljuk és a kapott értékeket összehasonlítjuk a hivatalos árfolyam alakulásával. Vizsgálatunkat az egyszerűbb elméletek felhasználásával indítjuk, majd kitérünk a jóval komplexebb számolások elvégzésére is. Azért, hogy jobban megalapozott véleményt tudjunk alkotni menetközben az alulértékeltségre vonatkozó következtetéseinket összehasonlítjuk az empirikus irodalomban fellelhető eredményekkel is.

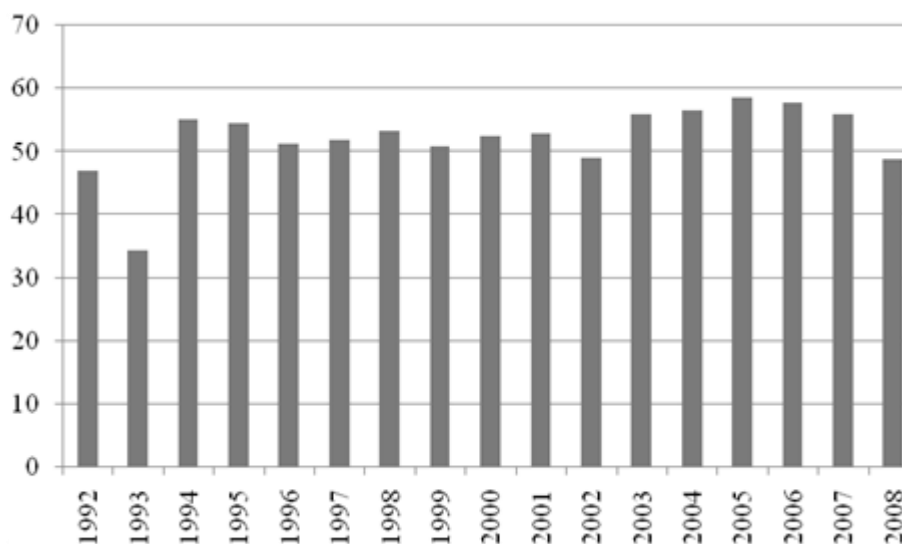
4.2.1 A vásárlóerő-paritás szerinti megközelítés

Ha a renminbi árfolyamának egyensúlyát kizárólag az árupiac szintjén értelmezzük, azaz csak a nemzetközi kereskedelem árkiegyenlítő mechanizmusára koncentrálnunk, akkor a vásárlóerő-paritás módszerét kell alkalmaznunk. A PPP számítás különböző tartalmú árukosarak szintjén lehetséges, jelen esetben először az egytermékes összehasonlító módszerek közül választunk, s az egyik meglehetősen populáris, a hamburgerek árát mérő Big Mac indexet vizsgáljuk. Értelemszerűen az Economist

⁹A vádakról részletesebb lásd az ötödik fejezetet.

által publikált kínai adatok időben nem túl messze nyúlnak vissza, miután Pekingben csak 1992-ben nyílt meg az első McDonald's étterem.

**11. ábra: A renminbi alulértékeltsége a Big Mac index alapján
(%, 1992-2008)**



Forrás: Economist [2013] /letöltve 2013-04-10/

Az adathalmazból az látszik, hogy a hamburgerárakból kreált „alternatív árfolyam” a kezdetek óta végig sokkal alacsonyabb volt, mint a hivatalos renminbi árfolyam. Az ebből következő alulértékeltség az évek többségében meghaladta az 50 százalékot, az átlagostól eltérő évnek csak 1993 bizonyult, mikor is a hamburger árának jelentős, 30 százalékos emelkedése nyomán, az alulértékeltség közel 30 százalékra süllyedt. Az adatokból kitűnik a 2005-ös árfolyamrendszer-reform hatása, ettől kezdődően az alulértékeltség fokozatosan csökkenni kezdett. 2008-ban, míg az Egyesült Államokban 3,57 dollárért lehetett hamburgert venni, Kínában egy szendvicset 12,5 jüanért árultak, ami a hivatalos árfolyam szerint átváltva 1,83 dollárnak felelt meg. A Big Mac index értékei tehát azt sugallják, hogy Kínában hosszú ideje jellemzően alulértékelt a hivatalos fizetőeszköz az amerikai dollárral szemben.

Alaposabb következtetések levonásához természetesen célszerű a termékek szélesebb körét lefedő számítások alapján kalkulálni. Nemzetközi adatbázisokból viszonylag sokféle komplex költség- és árindex elérhető, azonban ezek –indexekről lévén szó - csak az országon belül jelentkező, bizonyos időszakon értelmezett változást mérik,

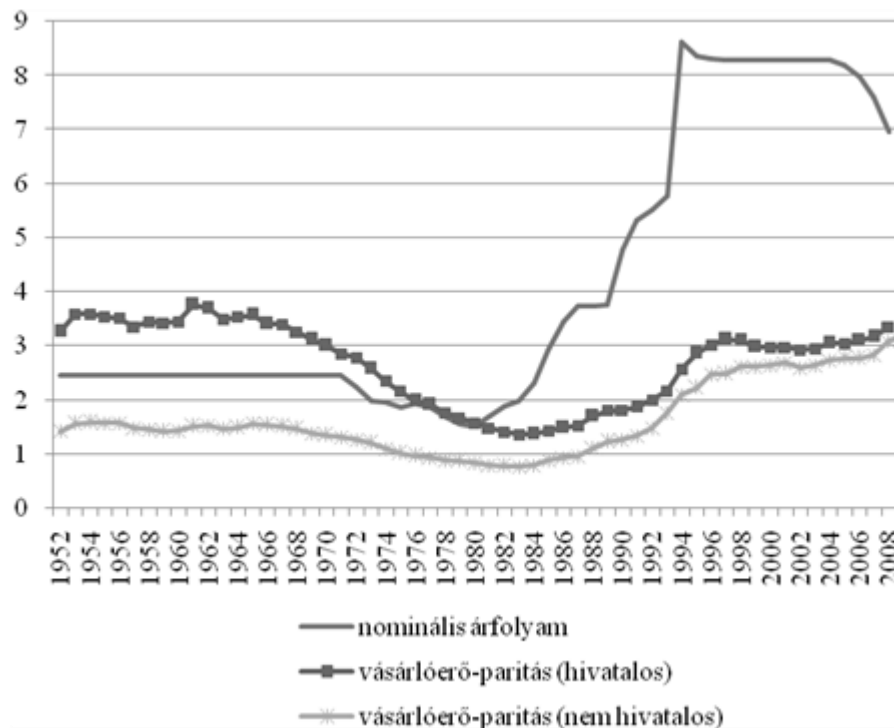
tehát a vásárlóerő-paritás relatív verziójához szolgáltatnak alapadatokat. Ugyan a PPP koncepció relatív formája is kínálna a renminbi értékének alakulásáról többletinformációt, alkalmazásától mégis eltekintünk, hiszen miután az a múltbéli adatokat használja kiindulásként, segítségével csak az alulértékeltségben jelentkező elmozdulást tudnánk csak mérni.

Árindexek helyett tehát olyan relatív árakra van szükségünk, amelyek az országok közti árviszonyokat számszerűsítik. Ilyen statisztika sajnos kevés áll rendelkezésre, viszont a Penn World Table 7.0 adatbázis tartalmaz a GDP egészére számolt abszolút PPP adatokat. Az adathalmaz alulértékeltség-kalkulációhoz való felhasználhatósága kapcsán ki kell viszont emelnünk, hogy miután az az árakat az Egyesült Államok áraihoz viszonyítva adja meg – tehát $PPP_{USA}=1$ –, számításunkban egyszerűsítő alapfeltevés, hogy az amerikai dollár mindig egyensúlyi helyzetben van, azaz a vásárlóerő-paritás segítségével számolt árfolyam állandóan azonos a tényleges árfolyammal. Kínára vonatkozólag kétféle adatsor létezik, egy, a hivatalosan publikált adatokból nyert számsor, illetőleg Angus Maddison tényfeltáró munkásságának köszönhetően egy kiigazított adatsor.

A hivatalos PPP adatokat alapul véve az látható, hogy a KNK megalakulását követő első időkben a kínai árszínvonal az USA-hoz mérten még meglehetősen magas volt, értéke – az amerikai árszínvonalat 100 százaléknak véve – 130 és 150 százalék közt mozgott. Az 1960-as évek közepétől a relatív árszint csökkenni kezdett, s hozzávetőlegesen az 1978-as reform meghirdetésekor alakult ki az egyensúly. Ezzel szemben a nem hivatalos adatok azt mutatják, hogy a kínai árszínvonal már a maoista éra alatt is jóval alulmúlta az amerikaiét, ebben az időszakban a relatív árszint évi átlagos értéke mintegy 60 százalék volt, majd a „reform és nyitás” meghirdetésétől napjainkig a kínai termékek dollárban kifejezve relatíve még olcsóbbá váltak, s a bő harminc év átlagát nézve a kínai árszint az amerikai egyharmadára csökkent.¹⁰

¹⁰A kínai relatív árszint elemzéséhez a Penn World Table 7.0 p mutatóját használtuk, amely a GDP árszínvonalát a G-K módszer alapján számszerűsíti és az árszínvonalat az Egyesült Államokéhoz képest méri (US=100%).

12. ábra: A hivatalos árfolyam és a GDP alapon számolt vásárlóerő-paritás viszonya Kínában
(¥/\$, 1952-2008)



Forrás: Heston et al [2011] /letöltve 2011-11-07/

Amennyiben tehát a hivatalos adatok alapján előálló vásárlóerő-paritást tekintjük, a fent leírtakkal összhangban arra lehet következtetni, hogy a renminbi árfolyama 1981-től vált alulértékeltté. A vásárlóerő-paritás és a hivatalos árfolyam közti különbség idővel, az utóbbi fokozatos nominális leértékelése miatt egyre nagyobb lett: a renminbi alulértékeltsége az 1990-es évek elejétől kezdve végig meghaladta a 60 százalékot. A PPP módszer szerint számolt egyensúlyi árfolyamhoz képest a legnagyobb eltérés 1994-ben következett be, az egyszeri, mintegy 50 százalékos leértékelés nyomán az alulértékeltség ekkor túllépte a 70 százalékot. Az árfolyam kötöttségének 2005-ös enyhítése 3 év alatt több mint 10 százalékponttal mérsékelte a renminbi alulértékeltséget, így 2008-ban az már csak 52 százalékos volt.

A Maddison-féle számítások alapján készült alternatív átválási kulcs a teljes időhorizonton alulmaradt a tényleges renminbi árfolyammal szemben, tehát az alapján a kínai fizetőeszköz mindvégig alulértékelt volt. Az alulértékeltség foka a reformidőszak kezdete előtt 40 százalék környékén ingadozott, majd a „reform és

nyitás” politikájának újításai nyomán jelentősen, mintegy 30 százalékponttal megnőtt. Az alulértékeltség csúcsát a hivatalos PPP alapján számolt adatokhoz hasonlóan 1994-ben érte el, ekkor 76 százalékos alulértékeltségi szint volt jellemző. A másik adatsorral összhangban 2005-től a nem hivatalos statisztikák szerint is enyhülni kezdett a renminbi alulértékeltsége. Összegezve tehát egyfelől az látszik, hogy a vásárlóerő-paritás módszer mindkét adatsor alapján igaz, hogy Kína hivatalos fizetőeszköze több mint harminc éve jelentősen alulértékelt.

4.2.2 A Balassa–Samuelson-hatással kiigazított PPP-elv

Bár a vásárlóerő-paritás módszerének tesztelésekor az empirikus kutatások azt mutatták, hogy a PPP a gyakorlatban több ok miatt sem érvényesül zavartalanul, a szakértők mégsem javasolják annak teljes elvetését, s a félreértékeltség megítéléséhez gyakran felhasználják. Számos vonatkozó kutatásban pedig a szimpla PPP koncepció mellett annak egy korrigált változatát is alkalmazni szokták. Ez a megközelítés a kibocsátás és a reálárfolyam közt empirikusan igazolt kapcsolatból indul ki: arra ugyanis, hogy a gazdagabb országoknak általában relatíve magasabb az árszínvonaluk, több kutatásban fény derült. Mivel a Penn World Table fejlesztői is kimutatták ezt az összefüggést, a jelenséget több helyen Penn-hatásnak nevezik. Ennek magyarázataként a Balassa–Samuelson-hatást szokták felhozni, ami a külkereskedelemre termelő valamint a non-tradable szektor termelékenységének különbségéből eredezteti a jelenséget.¹¹

Figyelme véve, hogy a vásárlóerő-paritás és a nominális árfolyam a Balassa–Samuelson-hatás nyomán hosszú távon ritkán azonos, az egyensúlyi árfolyamtól való eltéréseket keresztmetszeti adatok segítségével a következő módon szokás meghatározni. Első lépésként ki kell számolni a vizsgálatba bevont országok reálárfolyamát.

$$e_{Ri} = \frac{e_i}{PPP_i} \quad (19)$$

ahol e_{Ri} i ország reálárfolyama, e_i i ország nominális árfolyama, PPP_i pedig a vásárlóerő-paritások jele. A kapott reálárfolyamok értéke megmutatja, hogy tisztán a PPP-elv alapján a vizsgált időpontban a meghatározott külföldi, referencia valutával

¹¹Sok tanulmányban ezt a magyarázatot Harrod-Balassa-Samuelson-hatásként is hívják.

szemben a nemzeti valuták alul- vagy felülértékeltek-e: az 1-nél magasabb érték alulértékeltiségre, míg az annál alacsonyabb felülértékeltiségre utal. Második lépésként végre kell hajtani a Balassa–Samuelson-hatás miatti korrekciót, azaz regresszió számítást kell végezni.

$$e_{Ri} = \alpha + \beta \ln y_i + u_i \quad (20)$$

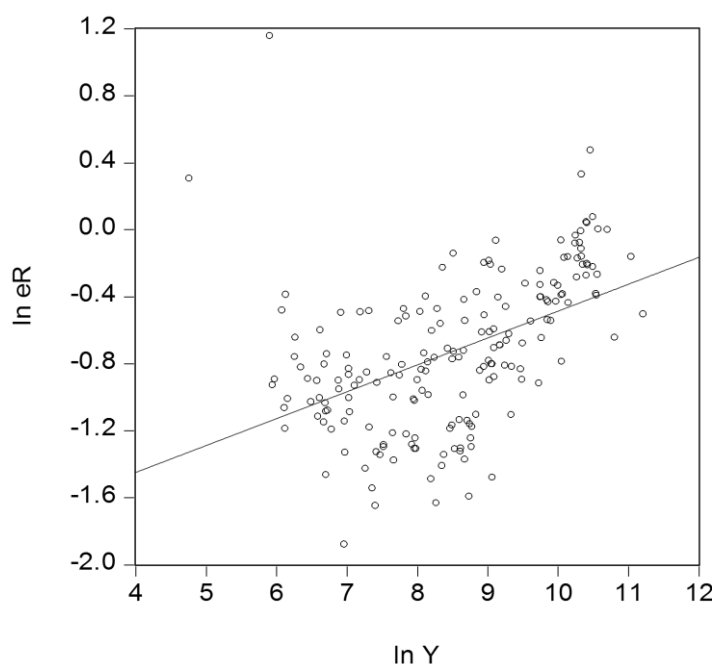
amely lineáris regressziós egyenletben \ln a természetes alapú logaritmus jelölése, y_i ország jövedelme, e_{Ri} ország reálárfolyama, α és β a regressziós együtthatók, u_i pedig a hibatagok jele. A becslés során tehát a GDP-vel kell a reálárfolyamot magyarázni. A becsült regressziós egyenes az egyensúlyi helyzetet ragadja meg, a tényleges reálárfolyamoknak a becsült reálárfolyam-értékektől való eltérése, azaz a maradéktag (u_i) pedig az egyes valuták félreértékelttségét adja. (James et al [2012]) Ezek alapján mi is megkíséreljük a Balassa–Samuelson-hatás figyelembevételével is kiszámolni a renminbi félreértékelttségét.

Frankel [2006] számításaihoz hasonlóan a Penn World Table 7.0 adatait felhasználva először egy évre vonatkozólag teszteljük e módszert. A reálárfolyam adatokat (e_{Ri}) az azonos valutában mért relatív árszint statisztikákkal helyettesítjük illetőleg azok természetes alapú logaritmusát vesszük,¹² a kibocsátást (y_i) pedig az egy főre jutó GDP fogja szimbolizálni. Modellezésünkhöz az Eviews ökonometriai programcsomag 7.1-es verzióját használjuk. Az adatok szerint választott évünkben, 2000-ben a kínai árszint az amerikaiak mintegy 36 százalékát teszi csak ki, tehát az egyszerű PPP alapján az alulértékelttség kb 64 százalékos. Ugyanakkor az egy főre jutó GDP Kínában csak 2885 dollár, míg az Egyesült Államokban 39175 dollár PPP alapon és 2005-ös árakon mérve. Mivel a kínai kibocsátás tehát a másik országénak 10 százalékát sem éri el, érdemesnek tűnik a Balassa–Samuelson-hatás miatt korrekció.

¹²Ez azt jelenti, hogy a reálárfolyam konvencionális felfogása, azaz versenyképességi indexként való értelmezése helyett az alternatív reálárfolyam koncepciót használjuk. Ezek egymás inverzei.

13. ábra: A kibővített PPP megközelítés alapja– a reálárfolyam és a kibocsátás közti kapcsolat

(2000)



Forrás: Heston et al [2011] /letöltve 2011-11-07/

Az adatok grafikus ábrázolásából látható, hogy a lineáris kapcsolatra vonatkozó előfeltételezés vélhetőleg megállja a helyét. A 188 ország adatai közül kettő pontpár elhelyezkedése látszik kilógónak, ezért azokat eltávolítjuk, hogy ne rontsák az illeszkedést.¹³ A modellbecslés során a legkisebb négyzetek módszerét alkalmazva a kibocsátás paramétere (*rgdpch*) szignifikánsnak bizonyul, értéke 0,199 lesz.¹⁴ Ez azt jelenti, hogy a 2000-es keresztmetszeti adatsor a Balassa–Samuelson-hatás fennállását igazolja, az eredmények szerint a reál GDP/fő egy százalékos növekedése 0,2 százalékos reálfelértékelődést idéz elő. A kínai reálárfolyamra vonatkozó becslés és a tényleges adat különbségéből pedig arra lehet következtetni, hogy a renminbi alulértékeltsége 2000-ben a kiigazított PPP megközelítés alapján mintegy 15 százalék volt.

Eredményünk a Frankel [2006] által mért 36 százaléknál tehát jóval kisebbre becsli az alulértékeltség fokát. Ennek oka, hogy a közgazdász a Penn World Table 6.1-es

¹³Az adatbázis 189 országra vonatkozólag tartalmaz statisztikákat, de ezek közül értelemszerűen szerbiai adatok 2000-re még nincsenek adatai. A két outlier: Kongói Demokratikus Köztársaság és Zimbabwe.

¹⁴A részleteket lásd a függelékben.

verziójával dolgozott, amiben csupán egy kínai idősor szerepelt, s abban a relatív kínai árszínvonal jóval alacsonyabb volt, az amerikaiak csupán 23 százalékát tette ki. Az újabb, frissített adatbázisban mind a hivatalos, mind a nem hivatalos relatív árszint értéke nagyobb ennél, tehát ez alapból kisebb alulértékelttséget sugall. Amennyiben pedig figyelembe vesszük az ország fejlettségét, a modellbecsléssel még kisebb reálárfolyam-eltérést kell, hogy kapjunk. Így a logaritmizált reziduum adaton elvégezve a szükséges transzformációt több mint 20 százalékponttal alacsonyabb alulértékelttség adódik.

**2. táblázat: A PPP alapú modellszámítás fő eredményei
(2000)**

	$\ln eR$	$\widehat{\ln eR}$	$\ln \text{reziduum}$	reziduum
saját számítás	-1,024	-0,850	-0,170	-0,156
Frankel [2006]	-1,464	-1,015	-0,448	-0,361

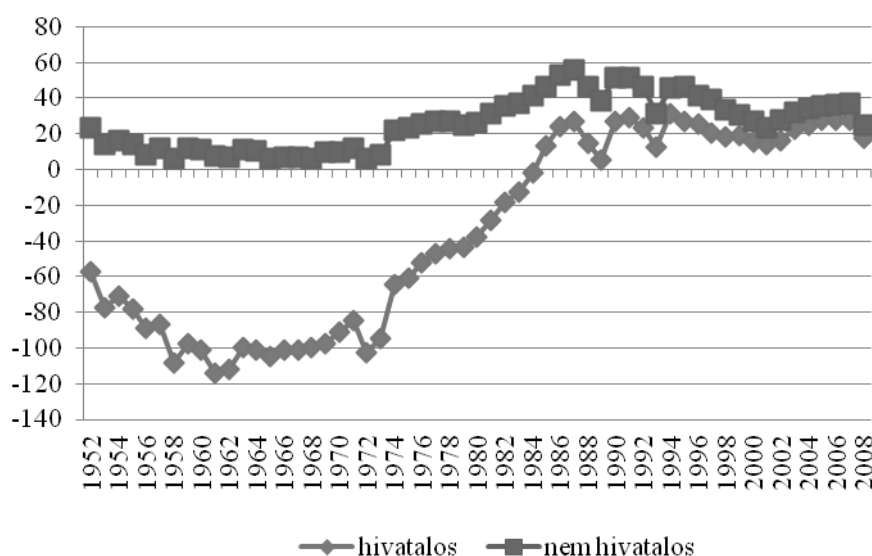
Forrás: saját konstrukció

Mindazonáltal úgy gondoljuk, hogy számításunk végeredményét némi elővigyázatossággal kell kezelni. Aggodalomra ad okot például, hogy modellünk esetében az illeszkedés jóságát mérő determinációs együttható nem túl magas: $R^2=0,36$. Bár emiatt sem Bosworth [2004], sem Frankel [2006] sem vonta kétségbe következtetéseit, úgy véljük nem biztos, hogy helytálló azt feltételezni, hogy a két változó kapcsolata egy lineáris függvénnyel írható le. Chang [2008] illetve Bhalla [2008] éppen ennek okán úgy gondolja, hogy egy más típusú, nem-lineáris egyenlet felírásával javítható lenne a modell. Fontos üzenete a szerzők által specifikált új típusú egyenleteknek is, hogy azok alapján sem vonható kétségbe az alulértékelttség ténye. Fel kell hívni a figyelmet továbbá, hogy Cline – Williamson [2007] egészében véve szkeptikusan fogadja az ilyen típusú számolásokat, véleménye szerint ennél összetettebb módszert kell használni az alulértékelttség megállapításához.

A félreértékelttségi index hosszabb időintervallumra való kiszámítását általában a szakirodalomban panel regresszió segítségével végzik el, Johnson et al [2007] alapján azonban lehetőség van arra is, hogy minden egyes évre külön regressziót írjunk fel. Az utóbbi módszert a fentebb leírtakkal analóg módon az összes

rendelkezésre álló év adataival kétféleképp is elvégezzük¹⁵, egyszer a mintába kerülő országok közé a hivatalos kínai adatot tesszük, majd megnézzük, hogy a nem hivatalos kínai statisztikákkal milyen eredményeket kapunk. A következő lépésben az egyes lefuttatott regressziókból származó Kínához kötődő logaritmizált reziduuum értékeket kigyűjtjük, s azok átalakításával kétféle, az alulértékeltséget reprezentáló idősort nyerünk.

**14. ábra: A renminbi alulértékeltsége a korrigált PPP-elv alapján
(%, 1952-2008)**



Forrás: saját számítás, Heston et al [2011] /letöltve 2011-11-07/adatainak felhasználásával

Számításaink azt mutatják, hogy nem csak az abszolút vásárlóerő-paritás szerint, hanem annak a termelékenységi különbségeket is számításba vevő kiigazított változata alapján is igaz, hogy az elmúlt bő harminc évben a renminbi alulértékelt volt. A teljes időszakot nézve azonban jelentősen különbözik a hivatalos és a nem hivatalos adatok alapján számolt alulértékeltség. A hivatalos kínai adatok alapján a renminbi 1952 és 1984 közt még felülértékeltnek bizonyult a dollárral szemben, azonban ezt követően egészen napjainkig az alulértékeltség volt jellemző rá. Ezzel szemben az alulértékeltség tényét a nem hivatalos adatokból kreált félreértékeltégi indexek a több mint ötvenéves időszak egészében alátámasztják. Feltevésünket

¹⁵ Az ehhez megírt programot lásd a mellékletben.

mindazonáltal mind a két adatsor megerősíti, hiszen az 1978-2008-as időszak átlagát tekintve a hivatalos számok alapján 11 százalékos, míg a másik esetében 37 százalékos alulértékeltségi szint adódik. Következtetésünk illeszkedik a releváns szakirodalomban fellelhető eredményekhez: Bosworth [2004], Frankel [2006], Rodrik [2008] a kiterjesztett PPP alapú elméletet használva szintén az alulértékeltség tényét bizonyította a kínai reformintézkedéseket követő időszakra vonatkozólag.

4.2.3 A makrogazdasági egyensúly koncepció

Az egyensúlyi árfolyam vásárlóerő-paritás segítségével való meghatározásának alternatívája a makrogazdasági egyensúlyon alapuló módszer használata. Ennek előnye, hogy nem csak az árupiacra épül, hanem a gazdaság egészét veszi alapul. A FEER megközelítés viszont - szemben a fentebb bemutatottakkal - nem ad egzakt módszertani iránymutatást (Cline – Williamson [2007]), s mivel az elemzők saját belátásuk szerint döntenek a modelljeik kalibrálásáról egy-egy problémára nagyon sokféle válasz adódik a számítások nyomán. Dunaway et al [2006] a renminbi alulértékeltségére vonatkozó tanulmányok eredményeinek összevetésekor megjegyzi, hogy az ország esetében hatványozottan igaz, hogy a specifikáció során végrehajtott relatíve kis változtatás is merőben más számokat hoz. Az egyensúlyi árfolyamráta megközelítéseinek versenyeztetésére mindazonáltal e jóval komplexebb módszer segítségével is számszerűsítjük a renminbi alulértékeltségét.

A belső és külső gazdasági egyensúlyt egyaránt megkövetelő FEER koncepció alkalmazásakor a korrigált PPP-elv vizsgálatához hasonlóan járunk el, azaz először csak egy választott évre számítjuk ki az alulértékeltséget. Jelen esetben azonban a felírt regressziós egyenletünkben magyarázóváltozóként a kibocsátás mellett egyéb lényeges gazdasági fundamentumokat is szerepeltetnünk kell. Ezek megválasztásában a kutatók részleges szabadságot élveznek, megközelítés kérdése, hogy a becsléshez az elmélet alapján ki milyen változókat használ.

$$e_{Ri} = \alpha + \beta \ln y_i + \gamma X_i + u_i \quad (21)$$

Berg – Miao [2010] példáját követve esetünkben X_i vektor a beruházásokat, a kormányzati fogyasztást, a nyitottságot valamint a külkereskedelmi cserearány mutatót fogja tömöríteni adott országra vonatkozólag, γ pedig regressziós együttható. Az új mutatók közül az első három a GDP százalékában értelmezett, ahol a GDP

pedig PPP alapon valamint konstans, 2005-ös áron számolt. A nyitottság a teljes kereskedelem alapján értendő. Az új változók a cserearány mutató kivételével a Penn World Table 7.0 adataiból származnak. A külkereskedelmi cserearány mutatók megegyeznek a Berg – Miao [2010] által felhasználtakkal.¹⁶ Minden további jelölést a fentiekkel azonos módon használunk.

Modellünket a 2000-es év keresztmetszeti adataival lefuttatva mindazonáltal azt tapasztaljuk, hogy a független változók közül kizárólag a kibocsátás, azaz az egy főre jutó GDP logaritmizált értéke (*rgdpch*) bizonyul szignifikánsnak.¹⁷ A magyarázóváltozó esetében a *p* értékek 0,05-nél jóval magasabbak, tehát a nullhipotézist rájuk vonatkozólag nem tudjuk elfogadni. Ebből az következik, hogy nincs értelme a modell alapján becsült és a tényleges reálárfolyamot összehasonlítani. Eredményünk kapcsán fontos kiemelni, hogy Berg – Miao [2010] ezt a módszert nem egy év keresztmetszeti adataira alkalmazta, hanem paneladatokat elemzésére használta. Vélhetőleg az lehet a magyarázata annak, hogy a szerzőpáros modelljében az összes változó szignifikánsnak bizonyult, hogy a panel regresszió további többletinformációt képes megragadni a változók időbeni alakulásából.

Figyelembe véve a FEER koncepció azon negatív sajátosságát, hogy eredményei végtelenül érzékenyek arra, hogy milyen módon és milyen változók felhasználásával építjük modellünket; illetőleg azt, hogy hipotézisünk megerősítéséhez elég, ha csak arról győződünk meg, hogy a tényleges árfolyam az évek során túlnyomórészt nem volt alacsonyabb a FEER módszer szerint adódó egyensúlyi árfolyamnál további saját számításra nem vállalkozunk. Következtetésünket ehelyett a rendelkezésre álló empirikus tanulmányok tapasztalataiból vonjuk le. Mivel a PPP-elv alapján számolt alulértékeltségi indexeink a nominális árfolyam 1994-ben történt, magas szinten való fix rögzítését követő időszakon belül a 2000-es évek elején érték el a legalacsonyabb értéküket, úgy tartjuk, hogy megfelelő ha, ha az ezekre az évekre vonatkozó számításukat vizsgáljuk.

Szemben a Berg – Miao [2010] által használt egyszerűsített számolással a FEER koncepció lényegét a modern kutatásokban gyakran a következőképp ragadják meg: miután arra kíváncsiak, hogy az árfolyam milyen mértékű változása szükséges

¹⁶ A hiányzó adatokat kérésünkre az egyik szerző, Andrew Berg továbbította számunkra e-mailen.

¹⁷ A részleteket lásd a függelékben.

ahhoz, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege aktuális értéke helyett az egyensúlyi értékét vegye fel, első lépésben kiszámolják a gazdasági fundamentumoknak megfelelő folyó fizetési mérleg egyenleget, azaz gyakorlatilag az aktuális árfolyamot megtisztítják az üzleti ciklusok által okozott elemektől. Második lépésként meghatározzák, hogy mekkora lenne a folyó fizetési mérleg egyensúlyi egyenlege. Végezetül pedig egy olyan kereskedelmi modellt becsülnek, amely megmutatja, hogy a folyó fizetési mérleg egyenleg részének megszüntetéséhez milyen árfolyam-alkalmazkodás szükséges.

Wren-Lewis [2004] több régióra, többek közt Kínára is számol a FEER-elv alapján alulértékeltséget. Az első lépés során 3,4 százalékos többletet becsül, a második lépéshez viszont nem közöl konkrét számításokat, hanem a korábbi tapasztalatokra alapozva a folyó fizetési mérleg fenntarthatóságára vonatkozólag megvizsgálja egyrészt az egy százalékos többlet, valamint a teljes egyensúly esetét is. A 2002-es év statisztikáit felhasználva az első verzióhoz kapcsolódóan 19, míg a másodikra 22 százalékos alulértékeltséget kap eredményül. Mindazonáltal a szerző Kína kapcsán kiemeli, hogy kalkulációja több ok miatt is meglehetősen bizonytalan.

A Coudert – Couharde [2005] szerzőpáros kizárólag a kínai fizetőeszköz alulértékeltségét vizsgálja. Azt a mögöttes gazdasági folyamatoknak megfelelő folyó fizetési mérleg egyenleg értéket, amivel számolnak, explicite nem szerepeltetik tanulmányukban. A fenntartható külgazdasági egyensúly kapcsán viszont két levezetést is ismertetnek. Az első megközelítés az ország nettó külgazdasági pozíciójából indul ki, s a tőkeáramlások alapján -2,8 százalékos hiány adódik. Mivel ezt az eredményt a közgazdászpáros túl alacsonynak tartja, másik módszert is bevetnek. Ekkor a külgazdasági egyensúlyt az S-I norma alapján állapítják meg, mégpedig úgy, hogy olyan panel-regressziót írnak fel az országok széles körére, amelyben a folyó fizetési mérleg egyenlegét különböző releváns változók (demográfiai, fiskális stb) magyarázzák. Az így kapott -1,5 százalékos hiány 2003-re vonatkozólag 44 százalékos alulértékeltséget implicál.

Wang [2004] a renminbi effektív árfolyamának alulértékeltségét vizsgálja. Eredményei meglehetősen eltérőek a többi szerző számításaihoz képest, miután a különböző típusú egyenlegeket mind szuffícitesnek veszi. A közgazdász a szokásos első lépés számítási nehézségeire hivatkozva haladó technikákat nem alkalmaz,

ehelyett a mögöttes gazdasági folyamatoknak megfelelő folyó fizetési mérleg egyenleget egyszerűen egy olyan proxy változóval helyettesíti, amely a 2000 és 2002 közti időszak átlagának felel meg, értéke 2,1 százalék. Az egyensúlyi egyenleget kétféleképp is meghatározza. Egyrészt az S-I norma alapján ugyanolyan modellbecslést végez, mint Coudert – Couharde [2005]. Másrészt kiszámolja, hogy mekkora egyenleg tudná a nettó külföldi eszközök GDP-hez viszonyított arányát a 2001-es szinten stabilizálni. Előbbi 3,1, utóbbi 0,98 százalékos többletet mutat. Ezek az értékek az alulértékeltség tényét gyakorlatilag megkérdőjelezzik. (Cline – Williamson [2007])

3. táblázat: A renminbi FEER megközelítés szerinti alulértékeltsége

tanulmány	év	multilaterális	bilaterális
Coudert - Couharde (2005)	2003	23	44
Goldstein (2004)	2004	15-30	-
Jeong - Mazier (2003)	2000	29 v 33	67 v 60
Wang (2004)	2003	0-5	-
Wren-Lewis (2004)	2002	-	19-22

Forrás: Cline – Williamson [2007] pp. 2.

Az empirikus tanulmányok áttekintésével rendkívül heterogén képet kaptunk. Jóllehet, a felsorakoztatott FEER megközelítést alkalmazó tanulmányokban az eredmények meglehetősen széles skálán mozogtak, a renminbi jelentős alulértékeltségét szinte egytől-egyig alátámasztották a 2000-es évek elejére vonatkozólag. A példák tehát azt is demonstrálták, hogy hiába hozzá meg egy elemző döntését egyfajta egyensúlyi árfolyam koncepció mellett, még akkor is lehetnek eltérések az eredményekben, miután a számolás szabályai nem rögzítettek. Éppen ez az oka annak, hogy a téma kapcsán Yu [2010] egy olyan egységes keretrendszer kimunkálását szorgalmazza, amely a gyakorlatban is megfelelő iránymutatást tudna adni.

Elemzésünk során több elméleti tétel felhasználásával próbáltuk feltevésünket bizonyítani. Az arbitrázson alapuló teóriák közül mind az abszolút vásárlóerő-paritás módszere, mind annak a termelékenységek-különbségekkel kiigazított változata igazolta a renminbi alulértékeltségét. Ahhoz, hogy megbizonyosodjunk hipotézisünk

igazságáról megvizsgáltuk továbbá olyan elméletek eredményeit is, amelyek az egyensúlyi árfolyamot komplexebb módon, több faktor felhasználásával határozzák meg. Miután a felépített ökonometriai modellünk statisztikailag nem bizonyult elfogadhatónak, a FEER megközelítés szerinti, Kínára vonatkozó empirikus eredmények szintetizálása mellett döntöttünk. Utóbbiak alapján szintén nem tudtuk a kínai fizetőeszközre felírt sejtésünket megcáfolni. Első hipotézisünket tehát eredeti formájában elfogadjuk.

I. A „reform és nyitás” politikájának jegyében gyakorolt árfolyam-politikai lépések nyomán a kínai valuta az általunk egyensúlyinak nevezett árfolyamhoz mérten alulértékeltté vált.

5 A kínai árfolyam-politika eredményei

E fejezetünkben azt elemezzük, mennyiben segítette az árfolyam-politika a kijelölt kínai célok elérését. A folyamatot különböző almechanizmusokra bontjuk. Először megvizsgáljuk, hogyan alakult a renminbi reálárfolyama, s utánajárunk, hogy ez milyen okokkal magyarázható. Ezután, mivel hosszú távú gazdasági növekedés csak jól tervezhető gazdasági környezetben tartható fenn, kitérünk a kínai inflációs folyamatokra. Ezt követően az árfolyam-politika reálgazdasági hatásaira koncentrálnak, azaz kielemezzük, hogy van-e kapcsolat az reálárfolyam és a kínai export valamint az országba érkező külföldi közvetlen tőkebefektetések alakulása közt. Végezetül pedig azt elemezzük, hogy Kína gazdasági fejlődésében milyen szerepet töltött be a renminbi alulértékeltisége.

2. A kínai árfolyam-politika konzisztens volt a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai célokkal.

- a. A kötött árfolyamrendszer támogatta Kína pénzügyi stabilitását.*
- b. Az árfolyam gyengítése hozzájárult ahhoz, hogy javuljon az ország külgazdasági egyensúlya és gazdasági növekedése.*
- c. A renminbi alulértékeltisége ösztökelte a gazdasági növekedés ütemét.*

5.1 Az árversenyképesség alakulása

A FRED Economic Data statisztikáit elemezve az látható, hogy a renminbi dollárral szembeni nominális árfolyama a maoista időszak alatt szinte végig fix volt, sőt, az 1970-es évek során több évben is erősödött a valuta. A nominális leértékelődés kezdete 1981-re tehető, innentől kezdve az egységes árfolyamrendszer bevezetéséig évente átlagosan közel 15 százalékkal gyengült a kínaiak pénze. A legnagyobb változás 1994-ben történt, ekkor mintegy 50 százalékkal csökkent a valuta értéke. Kiugróan módosult továbbá 1985-ben valamint 1990-ben az árfolyam, gyengülése ezekben az években majdnem elérte a 30 százalékat. Az éves nominális leértékelődés

ezeken kívül még 1984-ben illetve 1986-ban haladta meg a 15 százalékot. Az ezt követő tíz évben a nominális árfolyam többnyire stagnált, majd 2005-től a reformok nyomán megindult a renminbi dollárral szembeni enyhe felértékelődése.

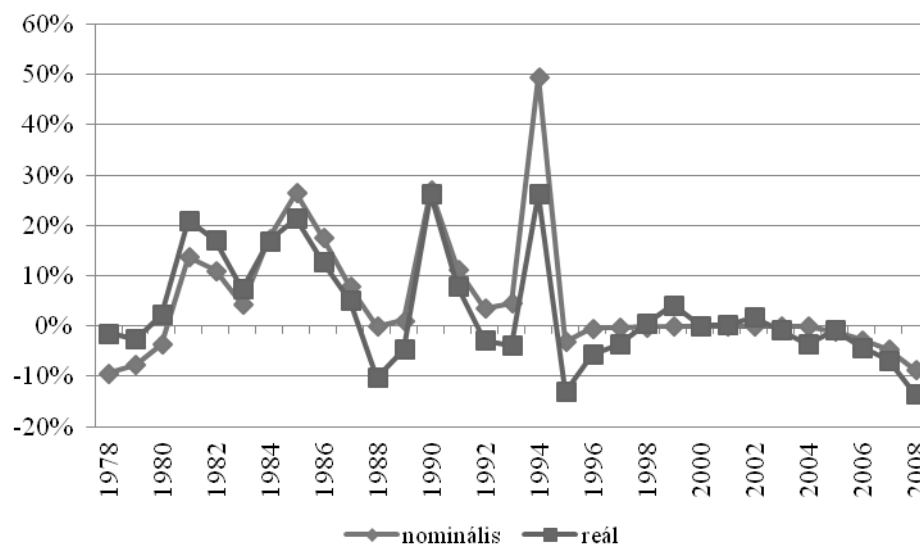
A nominális árfolyam idősorának vizsgálatából tehát azt mutatja, hogy az évtizedek során rendkívüli mértékben gyengült a renminbi a dollárral szemben. Az 1981 és 2005 közt bekövetkezett közel 400 százalékos nominális leértékelődést látva, a hagyományos elméletek alapján arra következtethetünk, hogy a kínai import meglehetősen drágává, míg a kivitel pedig kivételesen olcsóvá vált dollárban kifejezve, ami ösztönözhette a külföldre termelő szektor termelését, s javíthatta a külkereskedelmi egyensúly értékét. Téves lenne azonban figyelmen kívül hagyni, hogy egy valuta elértéktelenedése akár a hazai árszínvonal emelkedésének is betudható, ezért célszerű a kínai termelőszektor versenyképességének alakulásához a reálárfolyam változását áttanulmányozni.

A nominális árfolyam korrekcióját többféleképp el lehet végezni, jelen esetben – azért, hogy számolásaink összhangban legyenek az előző fejezet számaival - a (2)-es egyenletet használjuk fel, ahol a renminbi relatív értékváltozását a GDP-re számolt vásárlóerő-paritással mérjük. Ha az így kapott értékekből láncviszonszámokat képezzünk, úgy tűnik, hogy a kínai valuta reálértékének éves változása többnyire követte a nominális árfolyam évenkénti módosulását. Másként megfogalmazva tehát a nominális árfolyam menedzselése a kínai reálárfolyamokban is egyértelműen tükröződik.

A KNK megalakulását követő időszakban, amikor a renminbi árfolyama fixen rögzítve volt, értelemszerűen csak a relatív árváltozások tudták a reálárfolyamot mozgatni, ami ezekben az években rendkívül volatilis volt. Jelentősebb mértékű reálleértékelődés ezt az időszakot követően 1976-ban történt. Az 1980-as évek elején még a reálárfolyam változása rendre meghaladta a nominális árfolyamét, azonban később ez a trend épp ellenkezőjére váltott. Ennek megfelelően az 1994-es rekordnagyságúnak nevezhető nominális leértékelődéshez is csak kb feleakkora, 26 százalékos reálleértékelődés társult. Több évben továbbá a csekély nominális értékvesztés mellett a renminbi reálárfolyama növekedett. 1981 és 2005 közt az éves reálleértékelődés átlaga nem érte el az 5 százalékot, a két év közt pedig

össességében mintegy 130 százaléknyi reálleértékelődést regisztráltak. 2005-től pedig a reálárfolyam is enyhe csökkenést jelez.

**15. ábra: A renminbi dollárral szembeni leértékelődésének üteme
(%, 1978-2008)**



Forrás: Heston et al [2011] /letöltve 2011-11-07/

A statisztika alapján tehát azt mondhatjuk, hogy a kínai gazdaság külpiaci árversenyképessége a vizsgált időszak alatt jelentősen javult, ami részben Peking árfolyam-politikai törekvésének tudható be. A renminbi reálárfolyamának változásaiból továbbá az következik, hogy míg hosszú időn át egyre előnytelenebbé vált a külföldi piacokon való vásárlás a kínai fogyasztók számára, addig a kínai termelők szerencsés helyzetbe kerültek, s javult jövedelemtermelő képességük. A potenciális profit fényében vélhetőleg megindult a külföldre termelő szektorokba való forrásátcsoportosítás, s ez valószínűleg ösztönözte a kivitel gyorsulását is.

A konvencionális elméletek szerint nem lehetséges egy ország reálárfolyamát hosszabb ideig tudatosan befolyásolni, mivel az árak alkalmazkodása révén annak vissza kell térnie a gazdasági fundamentumok alapján meghatározott szintre. Vagyis a reálárfolyamoknak azt kell tükrözniük, hogyan alakul a gazdaság hosszabb távú teljesítménye. Mindazonáltal az nem zárható ki, hogy egy ideig a nominális árfolyam szándékos menedzselése hat a reálárfolyamra is. Zhang [2012] több ország példáján vizsgálja azt, hogy a reálárfolyam bizonyos időszak alatt bekövetkezett változása

minek volt köszönhető. Ebben a felmérésben Kína azon államok csoportjába került, amelyeknél részben a nominális árfolyam, részben pedig a relatív árak változása magyarázta az árfolyam reálértékének alakulását. Az 1994 és 2009 közti időszakra vonatkozólag a két tényező éppen 50-50 százalékban volt felelős a változásért.

A reálárfolyam alakulását meghatározó tényezőkkel kapcsolatosan számos tudományos vita bontakozott már ki. Többen megkérdőjelezik, hogy tekinthetünk-e a reálárfolyamra gazdaságpolitika változóként. Eichengreen [2008] amellett érvel, hogy tudatos árfolyam-politikai lépésekkel nem lehet a reálárfolyamot sokáig befolyásolni, mivel a mutató olyan relatív árviszonyokat fejez ki, amelyek a gazdasági folyamatok nyomán alakulnak ki. Wyplosz [2010] szintén azt vallja, hogy elvileg csak rövid távon számíthatunk arra, hogy a nominális árfolyamok erősen befolyásolják a reálárfolyamokat. Mindazonáltal azt is hozzáteszi, hogy Kína esetében szerinte ez másként működik, ugyanis a kiterjedt kínai tőkepiaci kontrol lehetővé teszi, hogy az ország olyan nominális árfolyamot állítson be, ami számukra kedvező, s az abból fakadó inflációs nyomást pedig korlátozásokkal megszüntessék. A szigorú szabályozásoknak köszönhetően tehát a reálárfolyam tudatos formálása a rövid távon túl is működik Kínában. Rodrik [2008] pedig olyan empíriára hívja fel a figyelmet, amelyben a nominális árfolyam és a reálárfolyam rövid és középtávon fennálló kapcsolatát bizonyítják. A különböző álláspontokat valamint a kínai adatokat tekintve azt gondoljuk, hogy nem lehet elvetni azt, hogy Kína esetében a reálárfolyam alakulásában éveken keresztül jelentős szerepet játszhatott a nominális árfolyam szándékos menedzselése.

5.2 Árstabilitás fenntartása

Az infláció alakulásának elemzése előtt célszerű kitérni arra, miként viszonyul Peking az árstabilitás kérdéséhez, mennyire tartja fontosnak azt. Abban az 1983-as rendeletben, amelyben elismerték a PBOC jegybanki státuszát, illetve intézményi mandátumát először deklarálták, ugyan már szerepelt a valuta értékállóságára vonatkozó cél, a valóságban viszont a bank kevéssé tudott fellépni azzal a kormányzati törekvéssel, amely mindennek fölé helyezte a minél gyorsabb növekedés megvalósítását. Idővel a politikai vezetés nézőpontja némileg módosult, s megszületett a szabályozottabb monetáris politika és a központi banki felügyelet

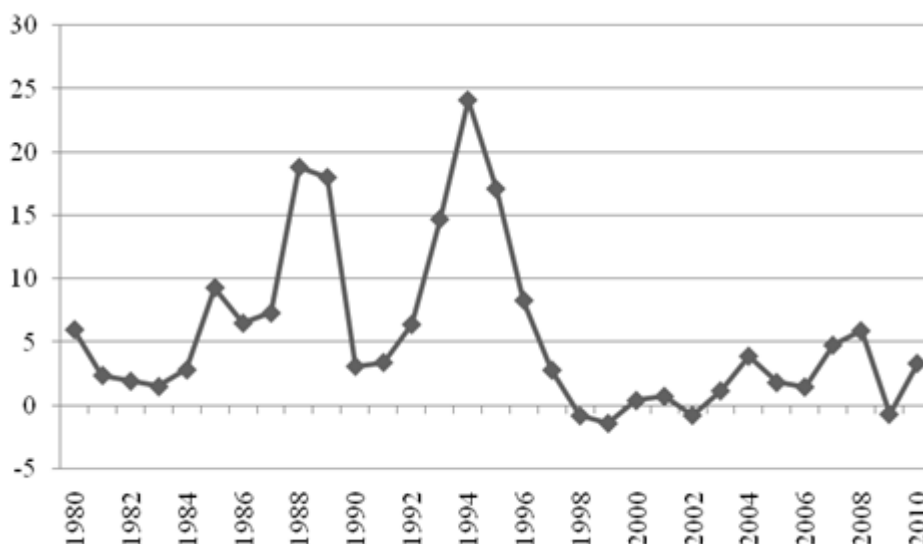
iránti igény. Ennek hatására az Országon Népi Gyűlés (ONGY) 1995-ben elfogadta a KNK jegybanktörvényét, melyben többek közt rögzítették a monetáris politika célját, amely nem más, mint a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának, stabilitásának fenntartása, és ezáltal a gazdasági növekedés előmozdítása. (Bell – Feng [2013])

Bár a nemzetközi gyakorlatot tekintve az országok többségében a monetáris politika elsődleges célja vagy direktben az árstabilitás fenntartása vagy annak bizonyos makrogazdasági célokkal való elérése, a kínai megoldás mégsem nevezhető egyedinek. Más országokban is jellemző, hogy explicit nem az árstabilitást jelölik meg fő célként, hanem egyszerűen a monetáris stabilitást, a valuta értékét vagy akár az általános jólétet, gazdasági növekedést, fejlődést célozzák meg. Például Hongkongban, Indonéziában, Dél-Afrikában, de még Oroszországban is független az áráktól a legfőbb jegybanki cél. (Ortiz et al [2009]) Azt viszont meg kell jegyezni, hogy a kínai megfogalmazás némileg zavaros. Egyrészt úgy tűnik, mintha párhuzamosan két célt határoztak volna meg, viszont azok sok esetben ellentétes intézkedéseket kívánnak meg, tehát a cél önmagában hordoz egy lényeges ellentmondást, amit kompromisszumokkal kezelni kell. Másrészt nem egyértelmű, hogy a kínai valuta értékállóságára vonatkozó követelmény alatt mit kell érteni. Gondolhatunk a renminbi más devizákra való átváltására illetve hazai vásárlóerejére is, s ez a kettőség is összeütközésekhez vezethet. Úgy tartjuk, hogy talán nem véletlen ez a kétértelmű megfogalmazás, miután beleérthető az azirányú kínai törekvés, amely a valutaárfolyam befolyásolása által kívánja a gazdaság növekedését fellendíteni.

Véleményünk szerint abból, hogy nincs egyértelmű törvényi előírás az árstabilitás fenntartására, még nem következik, hogy Kína számára az ne lenne fontos. Gyakorlatilag azt mondhatjuk, hogy a renminbi értékállóságára vonatkozó előírás az árstabilitás bővebb értelmezéseként is felfogható, s így az magába foglalja az inflációs kontrollt. Bell – Feng [2013] a jegybanki elsődleges cél letisztultatlansága kapcsán megjegyzi, hogy ugyan a PBOC által közreadott közleményekben még ennél is átfogóbb célok – mint például az infláció, a foglalkoztatottság, a növekedés és a fizetési mérleg egyidejű kiegyensúlyozása – jelennek meg, a gyakorlat azt mutatja, hogy jelenleg a kínai monetáris stratégia elsődleges célja az árstabilitás fenntartása.

A továbbiakban ahhoz, hogy az árfolyamhorgony hatékonyságát tetten érjük a kínai fogyasztói árindex idősorát vesszük alapul.¹⁸

16. ábra: A kínai fogyasztói árindex
(%, 1980-2010)



Forrás: IMF [2013] /letöltve 2013-05-18/

Ha megvizsgáljuk a kínai fogyasztói árindex alakulását látható, hogy a vizsgált időszakban egyértelmű inflációs trend nem azonosítható, a harminc év inkább stop-go jellegű ciklusokra osztható. A gazdaságpolitikai reformok megfogalmazásától kezdve egészen az 1990-es évek közepéig a CPI éves értéke rendkívüli mértékben ingadozott, a mintegy 2-3 éves erősebb árszínvonal-emelkedéseket rendre pár éves mérsékeltébb inflációjú periódusok követték. Véleményünk szerint ezt az ingadozást azzal az óvatos, kísérletező jellegű gazdaságirányítással lehet magyarázni, ami a kínai gazdaságpolitika több területén is megmutatkozik. Eszerint amennyiben a döntéshozók azt tapasztalták, hogy egy-egy reformlépés erős inflációs nyomással jár, behúzták a kéziféket.

Tálas [1999] rámutat arra, hogy a „tapogatozás” jellegű taktika azzal is összefüggésbe hozható, hogy az egyes intézkedések nyomán tapasztalt eredmények a pártvezetésen belül ellentétes fogadtatásban részesültek, míg egyesek például az

¹⁸ Az inflációt több mutatóval is meg lehet ragadni, de leggyakrabban a fogyasztói árindex (consumer price index; CPI) alakulását szokták használni.

infláció gyors ütemű növekedését a folyamat természetes velejárójának tekintették, mások szerint a drágulás a reform elsietésének következménye volt. Annak fényében, hogy a vezetésen belül éppen mely nézetet képviselők kerültek erősebb pozícióba, különböző ütemben zajlottak a reformok.

Ismeretes, hogy a központi irányítású országokban az átmenet idején a mögöttes feszültségek miatt az árak könnyebben elszabadulhatnak. Vizsgáljuk meg részletesen, hogy milyen egyéb tényezők okozhatták az 1980-as évek második felében jellemző magas és volatilis inflációt. A drágulást segítette elő, hogy Kína a „reform” jegyében megkezdte a mezőgazdaságban és az iparban a hatósági árazás fokozatos kivezetését. A fokozatos liberalizáció nyomán az agrártermékek és az ipari cikkek árai jelentősen megemelkedtek, s ez az árnövekedés átgyűrűzve a teljes termelési láncon megnövelte az általános fogyasztói árindexet is. (Zhang – Clovis [2010]) Miután a központi irányítás érzekelte, hogy a szabad árak bevezetésével 1985-ben jelentősen megbomlott a belső egyensúly, s az infláció meghaladta a 9 százalékot, azonnal ellentétes lépéseket tett. Hasonló folyamatok játszódtak le 1988-ban, az infláció jelentősen megugrott, értéke a 20 százalékot közelítette. A negatív jelenséget újbóli fékezés követte, s a gazdaság irányításának és ellenőrzésének fokozásával, restriktív monetáris politikával megint viszonylag hamar úrrá tudtak lenni a helyzeten. (Tálas [1999])

1993-tól ugyancsak egyre magasabbra nőtt az infláció, s 1994-ben elérte a „reform és nyitás” meghirdetése óta tapasztalt csúcspontját. Az ekkori erős túlfűtöttség és az ezzel járó jelentős, évi 24 százalékos pénzromlás Deng Xiaoping híres beszédeivel hozható összefüggésbe, aki 1992-es vidéki körútján a piacgazdasági reformok elmélyítésére, a gazdasági növekedés felgyorsítására buzdította a helyieket. Felhívása olyan sikeresnek bizonyult, hogy 1992-ben és 1993-ban már 14 százalékot meghaladó éves GDP növekedési ütemet regisztráltak az országban (IMF [2013]), s ez a felgyorsulás komoly áremelkedést eredményezett.

Az ezredfordulót megelőző pár évben az inflációs ráta hullámozása megszűnt: a fogyasztói árindex értéke az 1994-es rekord után jelentősen, 5 év alatt mintegy 25 százalékponttal lecsökkent és a korábbi ingadozásokkal szemben több évre alacsonyabb szinten stabilizálódott. 2000-es évek elején végig mérsékelt maradt az infláció, a CPI értéke sose haladta meg a 2 százalékot, hovatovább, egyes években

már defláció volt jellemző az országban. Az enyhe, éves árszínvonal-apadást részben átmeneti hatások, például az ázsiai krízis kirobbanása, Kína WTO csatlakozással összefüggő tarifacsökkentései, s abból fakadóan bizonyos árucikkek árainak változásai okozták. Ezek mellett strukturális tényezők is szerepet játszottak, ármérséklő hatással bírt például, hogy a megjelenő külföldi beruházások, új technológiák bevezetése révén javult a termelékenység, illetve több szektorban számottevő többletkapacitások jöttek létre. (Rogoff [2003])

Úgy véljük, hogy az infláció adatsorai igazolják Kína árfolyamrezsim-választásának helyességét. Azáltal, hogy Kína gyakorlatilag 1994-től a renminbi árfolyamát szorosan egy olyan nagyhatalom valutájához kötötte – vagy legalábbis az amerikai dollár ingadozásához képest egy kifejezetten szűk sávon belül tartotta –, ahol az infláció historikusan alacsony volt, az 1990-es évek közepétől sikeresen stabilizálni tudta a hazai árszínvonalát. Nem gondoljuk viszont, hogy ebben csak az árfolyam fixen tartásának volt szerepe. Véleményünk szerint, amennyiben Kína a „nyitás” politikájának időszakában nem lépésről lépésre teszi meg a gazdaságpolitikai változtatásokat, nem csak óvatosan engedi a piaci erők érvényesülését a kínai árszínvonal könnyedén káros mértéket ölthetett volna. Nézetünket a vonatkozó empirikus számítások is megerősítik: Zhang – Clovis [2010] kutatása nyomán azt állítja, hogy Peking monetáris politikai törekvése nagyban hozzájárult az infláció stabilizálásához, a rezsimváltás az infláció normalizálódását 90 százalékban magyarázta.

Fontos kitérni azonban arra is, hogy a 2007-es év elmozdulást jelentett a téma vonatkozásában, onnantól kezdve az inflációs nyomás újra érezhetővé vált. Ez egyrészt a renminbi rögzítésének gyakorlati megvalósításával volt összefüggésben, a felértékelődési nyomás miatt szükséges gyakori jegybanki intervenció hatására ugyanis jelentősen nőtt a belföldi pénzkínálat.¹⁹ Le kell szögezni azonban, hogy ebben az időszakban a korábban jellemző kétszámjegyű értékek nem tértek vissza. A legerősebb pénzromlás 2008-ban történt, a CPI értéke ekkor is csak mintegy 6 százalék volt. Mindazonáltal a konvencionális elméletekből kiindulva ekkor több szerző azt vélte, hogy az árak növekedése az árfolyam-leértékelés hatásával is összefüggésbe hozható, s az árfolyam-begyűrőzés erősségének vélt fokozódása miatt

¹⁹ A napjainkban jellemző műveletek bővebb ismertetését lásd a hatodik fejezetben.

az árfolyam szabadon engedését sürgették. (Wang – Li [2010]) Felvetődik tehát a kérdés, közre játszott-e vajon a renminbi többszöri leértékelése a kínai infláció ekkori felfutásában?

Ugyan az a hagyományos, monetarista nézet, miszerint a nemzeti fizetőeszköz nominális leértékelését inflatorikus nyomás követi a történelem során többször igazolást nyert, a frissebb vonatkozó vizsgálatok egyre többször megcáfolják ezt az automatizmust. Több esettanulmány arra az eredményre jut, hogy nem egyértelmű az összefüggés, s nominális leértékelés után nem feltétlenül kell növekvő árszínvonalra számítanunk. Mishkin [2008] szerint azokban az országokban, amelyekben stabil és kiszámítható monetáris politikát folytattak, az infláció elszabadulása nem várható. Jin [2012] Kínára vonatkozólag vizsgálja ezt a kérdést, s meglehetősen korlátolt árfolyam-begyűrűzést valószínűsít. Modellezésének eredménye szerint a renminbi egyszázalékos leértékeléséhez rövid távon 0,016 százalék CPI-defláció társult, míg hosszú távra a fogyasztói árindex 0,132 százalékos értékét valószínűsíti.

Összegezve az mondható, hogy Kína éveken keresztül féken tudta tartani az árszínvonal emelkedését. Véleményünk szerint ez összefüggésben volt azzal, hogy a renminbi dollárhoz való szoros hozzákötése az árstabilitás importálására szolgáló monetáris horgonyként kitűnően működött. A de facto rögzítés ugyanis a bevezetését megelőző inflációs ingadozásokat megszüntette, s az árszínvonal-változás mértékét egy viszonylag alacsony értéken stabilizálta. (Obstfeld [2007], Capielli – Ferruci [2008]) Más kérdés viszont, hogy a közelmúlt tapasztalatiból részben arra lehet következtetni, hogy ezt a sajátosságot az ország fokozódó világgazdasági integráltsága idővel vélhetőleg egyre inkább módosítani fogja.

5.3 A külgazdasági szektor pozíciója

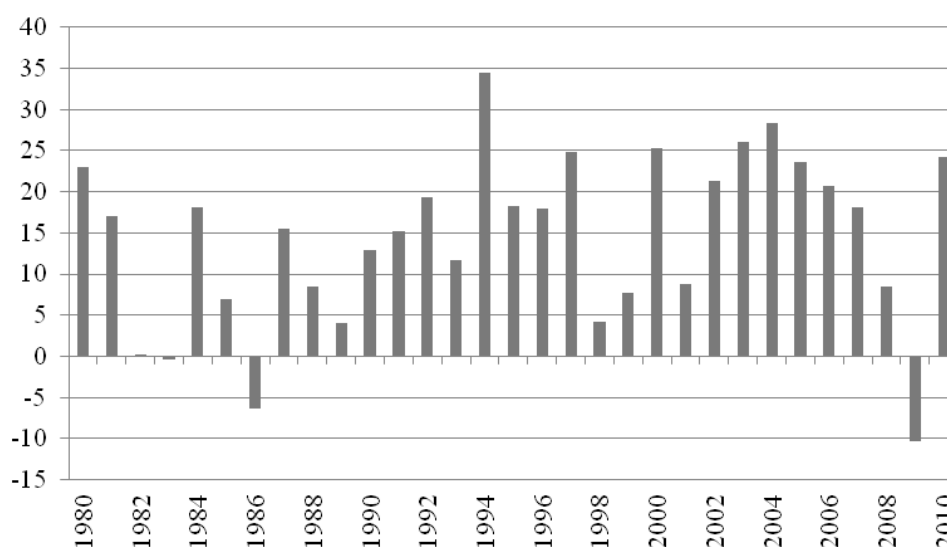
Milyen módon befolyásolhatta a renminbi többszöri reálleértékelődése az ország gazdaságát? Az egyik csatorna a folyó fizetési mérleg vagy szűkebben értelmezve a kereskedelmi mérleg, ugyanis a kínai árak viszonylagos kedvezőbbé válása, az árversenyképesség javulása maga után vonhatta a kínai export és import módosulását. A másik irány, a külföldi tőkeberuházásokra vonatkozó hatás, miszerint az árfolyam változása nyomán kialakuló relatív költségviszonyok, a viszonylagosan

olcsóbbá váló kínai eszközök vonzó befektetési célponttá teheték az országot. Utóbbi a tőke- és pénzügyi mérlegben realizálódik. Bár a hatás a portfolióbefektetésekre is fennáll, a Kínában jellemző erős tőkekorlátozási szabályokra való tekintettel a fizetési mérleg e része kapcsán csak a külföldi közvetlen tőkeberuházásokra koncentrálnunk.

5.3.1 A külkereskedelmi forgalom

A Nemzetközi Valutaalap statisztikái szerint a külföld felé való „nyitás” politikájának meghirdetését követő egy évtizedben a kínai export mennyiségének alakulása meglehetősen hektikusan ingadozott, bizonyos években 15 százalék feletti bővülést, máskor pedig több mint 5 százalékos visszaesést regisztráltak. Ez a hullámzó tendencia a reformok elmélyítésével megszűnt, a „reform és nyitás” politikájának harmadik szakaszában megszilárdult a gyarapodás, az éves változást mérő indikátor közel két évtizeden keresztül a pozitív tartományba esett. Az 1990-es években a legmagasabb éves növekedés 1994-re datálható, az ekkori közel 35 százalékos volumenbővülés vélhetőleg az egyszeri, közel 50 százalékos nominális leértékelésnek tudható be. A 2000-es évek során az export mennyiségének éves növekedési üteme az ország WTO csatlakozásának köszönhetően még magasabb fokozatba kapcsol, s egészen a világgazdasági válság beköszöntéig 20 százalékot meghaladó éves kivitelbővülés volt jellemző.

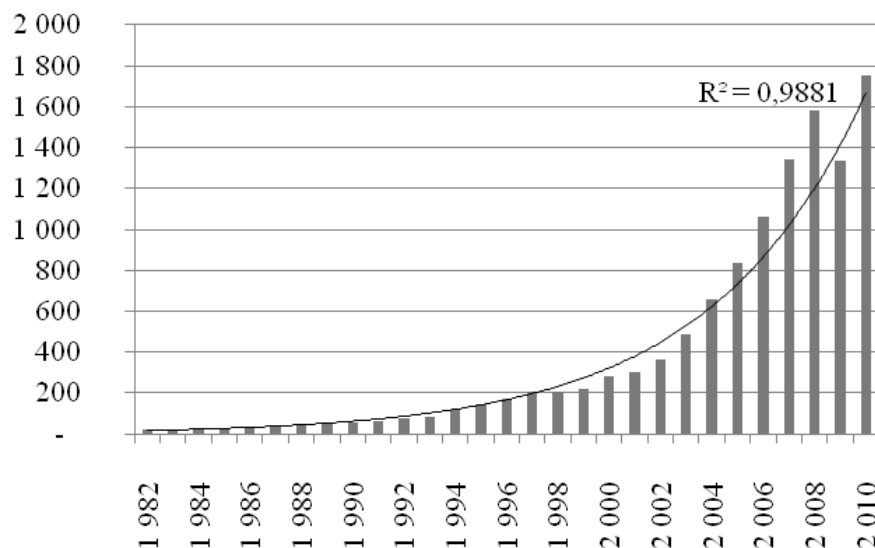
**17. ábra: A kínai termék és szolgáltatásexport mennyiségének növekedési üteme
(%, 1980-2010)**



Forrás: IMF [2013] /letöltve 2013-05-18/

A Világbank adatai alapján a kínai export árértékének grafikonja szintén látványos bővülésről tesz tanúbizonyságot. A vizsgált majd harmincéves időszak alatt az export árértéke dollárban számolva több mint 70-szeresére nőtt, ami éves szinten, átlagosan közel 62 milliárd dolláros növekményt jelent. Az idősorra exponenciális trendet helyezve, kiváló illeszkedésű ($R^2=0,99$) egyenletet kapunk, ami jelentős, évi mintegy 17 százalékos növekedést sejtet. Az egyre gyorsabb gyarapodás egészen a világgazdasági válság kitöréséig jellemző volt, a 2008-at megelőző években az export ráadásul a trendnél is erősebbnek bizonyult. Ahhoz, hogy ebből a komoly növekedési ütemből kiszűrjük a dollár vásárlóerejének romlását érdemes a folyóáras adatok helyett a konstans árú kivitelt is megvizsgálni. A 2000-es állandó árakon, dollárban számolt exportérték így ugyan kisebb, de még mindig számottevő, évi 13 százalékos bővülést mutat. Összességében tehát nem tévedünk, ha azt állítjuk, hogy a kínai export árértéke egyre magasabbra nőtt az évek során.

**18. ábra: A kínai termék- és szolgáltatásexport árértéke
(milliárd \$, 1982-2010)**



Forrás: Worldbank /letöltve 2012-05-27/

A kérdés azonban az, hogy ez minek tudható be, illetve volt-e ebben az árfolyam-politikának szerepe? Általános, széles körben elterjedt nézet, hogy a renminbi mozgása jelentős befolyással bírt a kínai kivitel alakulására. Ez a gondolatmenet az alapja annak is, amiért számos kínai termelő amellet lobbizik, hogy a kínai fizetőeszköz dollárral szembeni értéke maradjon a jelenlegi szintjén. Ha csak a konvencionális elméletet tekintjük, ezt akár el is fogadhatnánk; mindazonáltal a képlet a valóságban nem ennyire egyszerű, ha figyelembe vesszük azt, hogy a kínai export jelentős importtartalommal bír. Kínában ugyanis sok esetben a termelés csak bizonyos részfolyamatát végzik, s az ország lényeges összeszerelő központnak számít a térségben. Anderson [2005] számításai szerint például az export kb 30-50 százaléka importból származik, így az árfolyam leértékelése kisebb exportnövekményt jelenthet. Az árfolyam-változtatás hatásvizsgálatát elvégezve továbbá azt állítja, hogy Kína esetében meglehetősen alacsony export ár rugalmasságot kell, hogy feltételezzünk.

Azt, hogy mennyire érzékeny a kínai export a renminbi árfolyamának változásaira részletesen, az ár rugalmasság becslésével nem vizsgáljuk, ellenben megnézzük, hogy a két változó közt azonosítható-e egyáltalán valamilyen jellegű kapcsolat. Ehhez a Penn World Table 7.0 adatai alapján kiszámolt - az előző fejezetben már használt -

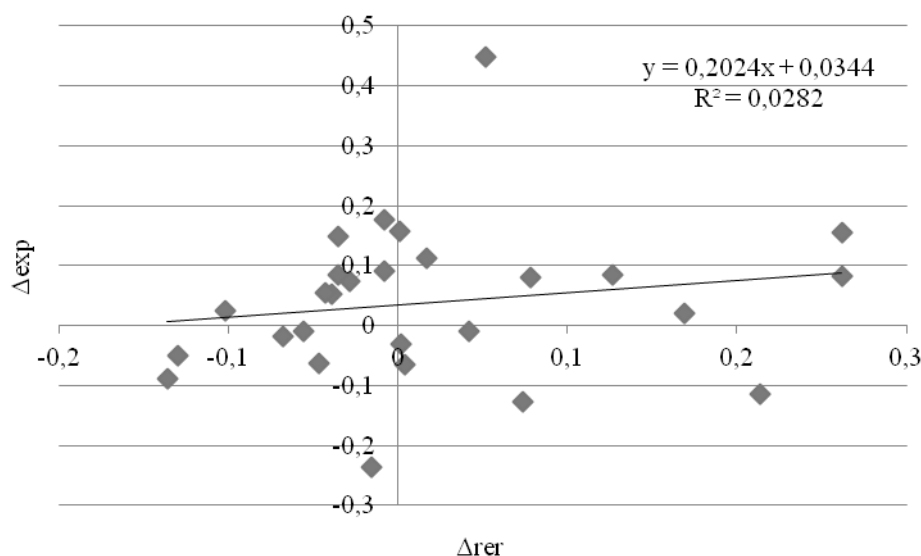
reálárfolyam mutatót, valamint a Világbank adatbázisából származó export indikátort használjuk.²⁰ A kínai kivitel és a renminbi reálárfolyamának éves változását megragadó számított mutatók közti kapcsolat szorosságára egy pozitív, de meglehetősen alacsony számot kapunk, a lineáris korrelációs együttható értéke ($r=0,168$) tehát azt sugallja, hogy az adatok közt gyenge, szinte elhanyagolható, azonban pozitív összefüggés van.

Miután arra vagyunk kíváncsiak, hogy a reálárfolyam változása (Δr_{er}) tekinthető-e oknak, míg az export éves alakulása (Δexp) pedig okozatnak, ennek megfelelően ábrázoljuk a két adatsort egy pontdiagramon. A grafikon alapján nem túl egyértelmű, hogy függvényyszerű kapcsolatról lenne szó, mivel gyakorlatilag összefüggés nélküli, szétszóródott pontokat kapunk. Ha a pontpárookra viszont lineáris trendet illesztünk, avagy elvégezzük a lineáris regressziót, úgy tűnik, hogy egységnyi reálleértékelődés nagyon enyhe exportnövekedést generál. Eredményünk ($R^2=0,282$) szerint a reálárfolyam változása gyakorlatilag nem sokat mond az export alakulására nézve; azaz az elmúlt évtizedekben a kínai éves export-változás összvarianciájának csupán 2,8 százaléka magyarázható a renminbi éves reálárfolyam-változásával.²¹

²⁰ Az export értékei a termékforgalom mellett a szolgáltatás-kivitelt is magukba foglalják, a mutató a GPD-re eső exportot számszerűsíti. A reálárfolyamot a (22)-es egyenlet felhasználásával kalibráltuk.

²¹ Fontos kiemelni, hogy ez a lineáris modell meglehetősen leegyszerűsített. Egyrészt a stacionaritás problémáját ugyan megpróbáltuk kezelni azzal, hogy a változást megragadó változókat használtuk, ettől még nem egyértelmű, hogy ily módon az idősoraink lineáris regresszióban való szerepeltetésre alkalmassá váltak. Másrészt könnyű belátni, hogy a két változó közt fordított kapcsolat is lehetséges, tehát az endogenitás problémája a hatás becslését szintén torzíja.

**19. ábra: A renminbi reálleértékelődése és a kínai export közti kapcsolat
(1983-2009)**



Forrás: Worldbank [2012] /letöltve 2012-05-27/ és Heston et al [2011] /letöltve 2011-11-07/

A modell eredményei tehát nem bizonyítják egyértelműen azt, hogy a renminbi árfolyamának alakulása befolyásolta volna a kínai kivitelt. Az összefüggés hiányára utal az is, hogy a két változó közti kapcsolat szorosságára kapott mutatónk 0 százaléknál alig nagyobb. Ha azzal is számolunk, hogy az endogenitás miatt még ez az érték is felülbecsült kell, hogy legyen, még kisebb a valószínűsége az összefüggésnek. Hasonló következtetésre jutunk, ha az éves változásokat párban egyesével áttanulmányozzuk: például a vizsgált időszak alatti két kiugró mértékű reálleértékelődéshez tartozó exportemelkedés értéke egyáltalán nem bizonyult jelentősnek, ellenben volt olyan év, mikor az export változása mintegy 45 százalékot mutatott, míg a reálleértékelődés változása pedig épphogy meghaladta az 5 százalékot. Feltételezhetjük azt is, hogy a valóságban valamennyi idő szükséges, míg a termelők az új viszonyokhoz alkalmazkodnak, s a hatás érződik a külkereskedelemben. Mindazonáltal, ha ennek megfelelően a késleltetett exportváltozásokat vetjük össze az árfolyam változásával az sem mutat erősebb összefüggést.

Nem szabad arról sem elfeledkeznünk, hogy bár az elméleti tételekben az szerepel, hogy egy valuta reálleértékelődése bizonyos feltételek esetén növeli az exportot, a

gyakorlatban a kivitel alakulását számos más makrogazdasági folyamat is befolyásolja. A legfontosabb ezek közül értelemszerűen a külföldi fizetőképes kereslet, de emellett számos más hazai faktor is befolyással bírhat, mint például a hazai kibocsátás vagy a kezdeti hazai exportérték stb. Illetőleg fontos független változók lehetnek bizonyos, csak a vizsgált országra jellemző tulajdonságok is. Ha tehát a kínai reálárfolyam exportra gyakorolt hatását pontosan szeretnénk tudni, akkor olyan egyenletet kellene specifikálni, amelyben több magyarázóváltozót is szerepeltetünk. Az ilyen komplexebb modelleket kimunkáló releváns empirikus tanulmányokban vegyes eredményekről olvashatunk. Zhang [1999] például megerősíti, hogy a kínai reálleértékelődés és a kereskedelem közt hosszú távú kapcsolat áll fenn, de a hatás jellemzésére csak a mérsékelt szót használja. Xu [2000] szintén nem vonja kétségbe az összefüggést, viszont hozzáteszi, hogy a kapcsolat nem nevezhető stabilnak.

Az árfolyam hatása mellett milyen egyéb okokkal tudnánk a kínai export látványos bővülését magyarázni? Ha csak a kínai export árértékét mutató idősor ezredforduló utáni felére koncentrálunk, az ábrán világosan kirajzolódik a WTO csatlakozás hatása, a kereskedelmi akadályok elhárulásával 2004-től egészen a világgazdasági válság kitöréséig a trendet meghaladó növekedés volt jellemző. Yao [2010] szintén kiemeli azt, hogy Kína világgazdasági integrációja milyen jelentős impulzust adott az ország kivitelének. Véleménye szerint a WTO csatlakozás többszörösen is megtérül az országnak, mivel általa még inkább ki tudja aknázni az egyéb okokból fakadó helyzeti előnyét, nevezetesen a rendelkezésre álló relatív bőséges munkaerejét. Utóbbit az országban több területen lezajló átmenettel magyarázza a szerző.

Yao [2010] szerint az export gyarapodásának okaként megnevezhető egyik lényeges tranzíciós kínai folyamat a gyors ütemű kínai iparosodás valamint az abból fakadó belső migráció. Az ország belsejében, szegényebb körülmények közt élő lakosság megélhetési problémáira ugyanis hosszú ideje az jelent megoldást, ha áttelepülnek az ország azon részére, ahol Peking a „reform és nyitás” jegyében elsőként engedélyezte a főként exportra termelő nagyvállalatok megtelepedését. Az ilyen irányú, az ország iparosodásával összefüggő belső migráció az évek során óriási mértéket öltött - a Kína exportjának mintegy 90 százalékát adó, keleti tartományokban az áttelepülő migránsok száma 2008-ban elérte a 130 millió főt - ami számottevően lenyomta a béreket. Másrészt a professzor a demográfiai

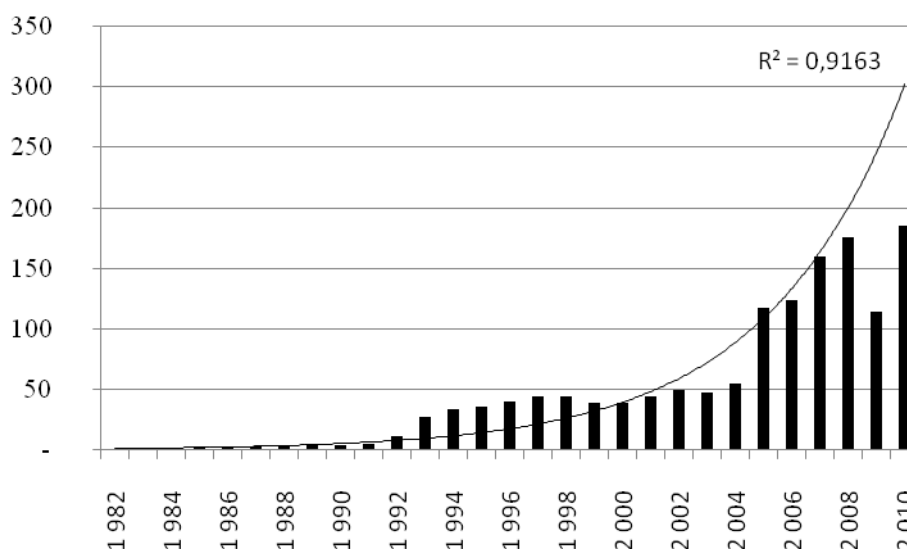
változások szerepét hangoztatja a munkaerő szerencsés elosztása kapcsán. Miután Kínában bevezették az egyke-politikát, a fiatalkorú eltartottak száma hirtelen lecsökkent, s ezáltal az aktív korú népesség aránya más országokhoz képest magassá vált. Ez az előny egészen addig fog tartani, amíg idővel majd az idős, már nem dolgozó emberek aránya is felzárkózik a más országokban jellemző szintre.

Összegezve tehát a renminbi reálleértékelődése valamint a kínai kivitel közti ok-okozati viszonyt nem sikerült bizonyítanunk, mindazonáltal saját számításainkat valamint a vonatkozó empirikus kutatásokat alapul véve azt sem zártuk ki, hogy a két változó közt mérsékelt kapcsolat lenne. Úgy véljük, hogy több egyéb tényező mellett az árfolyamnak is szerepe lehetett az export felfutásában, de a közhiedelemmel ellentétben nem gondoljuk, hogy az lenne a fő faktor. Sokkal inkább valószínű, hogy egyéb külső körülmények, mint például az erős külső kereslet valamint az átmenettel kapcsolatos, fundamentális okok magyarázzák Kína látványos exportteljesítményét

5.3.2 A külföldi tőke beáramlása

A Világbank vonatkozó adatai szerint az évek során jelentősen növekedett a Kínába érkező külföldi közvetlen tőkebefektetések értéke, az 1982 és 2010 közti időszakot tekintve évente átlagosan harminc százalékkal gyarapodott a tőkeimport. Bár a bővülés a különleges gazdasági övezetek létrehozásának köszönhetően már az 1980-as években megindult, ezekben az időkben még meglehetősen alacsony flow adatok voltak jellemzőek. A beáramlás szabályozó feltételek fokozatos enyhítése nyomán 1994-től az éves tőkebevonás értéke egyre nagyobb lett, az ezt követő tíz évben évente átlagosan több mint 40 milliárd dollárra rúgott az országba irányuló FDI értéke. 2005-től pedig a fokozódó liberalizáció következtében még nagyobb értékű tőkeimportot könyvelhetett el Kína, innentől kezdve a beáramló összegek értéke mindvégig meghaladta a 100 milliárd dollárt.

20. ábra: A Kínába érkező FDI-beáramlás értéke
(milliárd \$, 1982-2010)



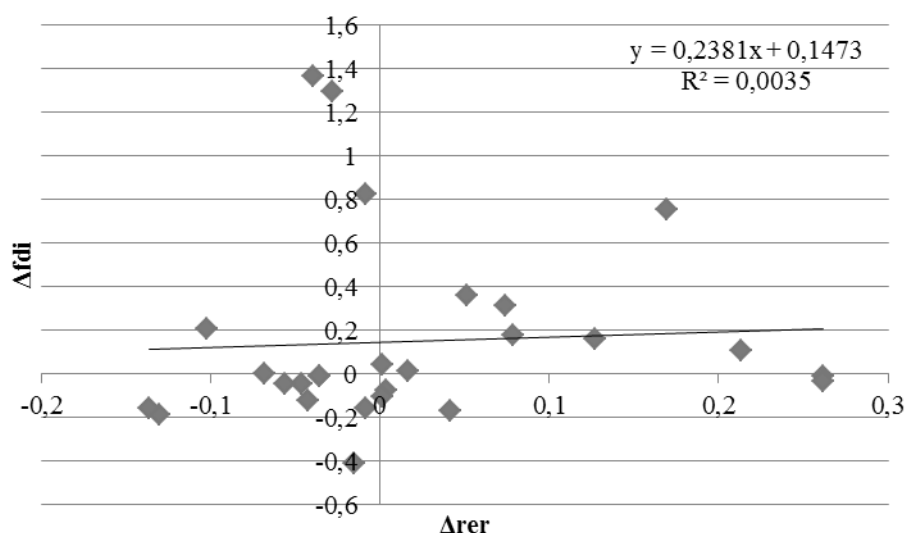
Forrás: Worldbank [2012] /letöltve 2012-05-27/

Ahogy az export esetében, úgy az FDI kapcsán is fel kell tennünk a kérdést, mivel magyarázható ez a látványos növekedés? A téma kapcsán Anderson [2005] ugyan azt nem vonja kétségbe, hogy a kínai munkaerő relatíve könnyebben megfizethető, ám szerinte nem helyes az a gyakori vélekedés, hogy Kína kizárólag a leértékelések következtében rendkívül olcsóvá vált munkaerejével vonzotta a külföldi befektetéseket. Ezt támogató indokként a szerző felhossa, hogy az ország közvetlen környezetében számos már ország is hasonlóan alacsony munkabéreket kínál. Álláspontja alapján a kínai piac mérete az, amely az FDI beáramlását leginkább hajtotta. Felhívja továbbá a figyelmet arra, hogy a befektetett tőke szektorális bontása ezt a nézetet egyértelműen alátámasztja, hiszen világosan látszik, hogy a legnagyobb FDI volumen olyan ágazatokba érkezett, amelyek a helyi keresletre alapoznak. Anderson érvelése számunkra is elfogadhatónak tűnik tekintettel arra, hogy a nemzetközi szakirodalomban fellelhető empirikus kutatások sem a költségviszonyokat teszik elsőre, amennyiben az országok tőkevonzó képességét méltatják.

Eredeti feltevésünk igazolásához meg kell vizsgálnunk, volt-e összefüggés az árfolyam alakulása valamint a tőkebeáramlás közt. Ehhez újból a Penn World Table 7.0 adataiból adódó reálárfolyam mutatót, valamint a Világbank megfelelő FDI

indikátorát vesszük alapul.²² A tőkeimport és a reálárfolyam éves változását leíró számolt változóink kapcsolatának számszerűsítésekor egy nullától alig különböző érték ($r=0,059$) adódik, ebből arra következtetünk, hogy az összefüggés létét el kell, hogy vessük. Az adatokat grafikusan ábrázolva szintén arról győződünk meg, hogy az árfolyam reálleértékelődése (Δrer) nem befolyásolta a tőkebeáramlás éves (Δfdi) alakulását. Attól azonban, hogy direkt kapcsolat nem mutatható ki, még nem gondoljuk, hogy az árfolyam alakulása teljesen irreleváns lett volna az ország tőkevonzó képessége szempontjából.

21. ábra: A renminbi reálleértékelődése és a Kínába érkező FDI közti kapcsolat (1983-2009)



Forrás: Worldbank [2012] /letöltve 2012-05-27/ és Heston et al [2011] /letöltve 2011-11-07/

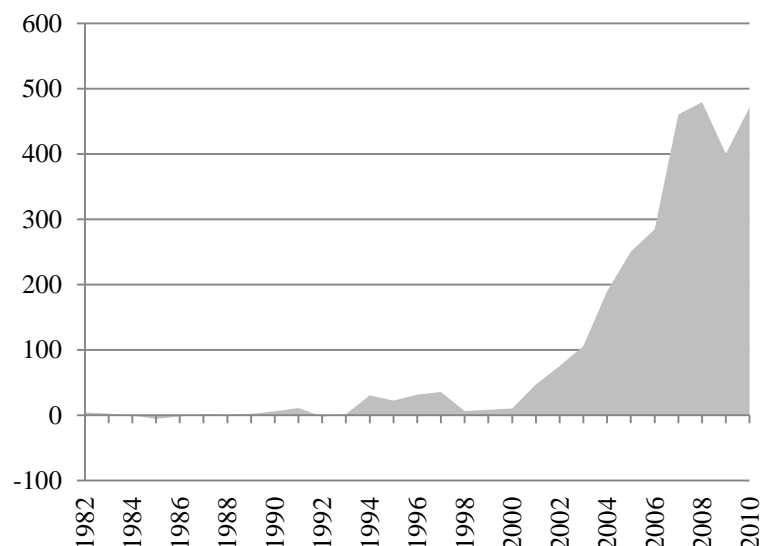
Annak kapcsán, hogy milyen okokra vezethető vissza, hogy Kína egyre jobban vonzotta a külföldi befektetőket megoszlanak a vélemények. Egyes szerzők szerint a fokozott érdeklődés a hatalmas piacnak tudható be, mások a külföldi befektetőknek kínált kedvezményeket, a gazdaságpolitikai nyitást tartják meghatározónak. Felmerülhet továbbá az ország viszonylag erős politikai stabilitása, a jó infrastruktúra és a földrajzi elhelyezkedés. Vannak viszont olyanok is, akik az árfolyam-politika szerepét helyezik előtérbe: Xing [2006] szerint például Kína az olcsó munkaerő adta előnyöket csak a folyamatos valutaleértékelés következtében tudta megtartani. A

²² Utóbbi a GDP százalékában mutatja az országba érkező külföldi közvetlen tőkebefektetések értékét.

szerző úgy gondolja, hogy Kína azért tudta megőrizni kiváló tőkevonzó képességét, mert az árfolyam direkt alakításával ellentételezte a gyors gazdasági növekedés munkabérek felhajtó hatását. Látva a különböző álláspontokat úgy találjuk, hogy az országba érkező FDI értéke számos faktoral magyarázható, mindazonáltal nem vagyunk meggyőződve arról, hogy ezek közül a reálárfolyam alakulása lett volna a döntő tényező.

Végezetül vizsgáljuk meg, miként alakult a renminbi reálleértékelődésével párhuzamosan az ország külgazdasági pozíciója. Az NBSC statisztikái alapján a KNK nem szembesült sűrűn finanszírozási gondokkal: a bő harminc éves időszakot tekintve ugyanis csupán négy évben mutatott a kínai fizetési mérleg egyenlege hiányt. A többlet 1994-től kezdett bővülni, majd az 1997-98-as pénzügyi krízis okán bekövetkező enyhe megtorpanást követően számottevő gyarapodásnak indult. 2000 és 2008 közt a szufficit rekord tempóban, évente átlagosan 74 százalékkal növekedett, azaz nyolc év alatt 45-szörösére nőtt. Az ország külgazdasági egyensúlya tehát a külföldről érkező jelentős bevételeknek köszönhetően komoly mértékben javult az évek során.

22. ábra: A kínai fizetési mérleg egyenlege
(milliárd \$, 1982-2010)



Forrás: NBSC [2013] /letöltve 2013-03-07/

5.4 A gazdasági növekedés és az árfolyam kapcsolata

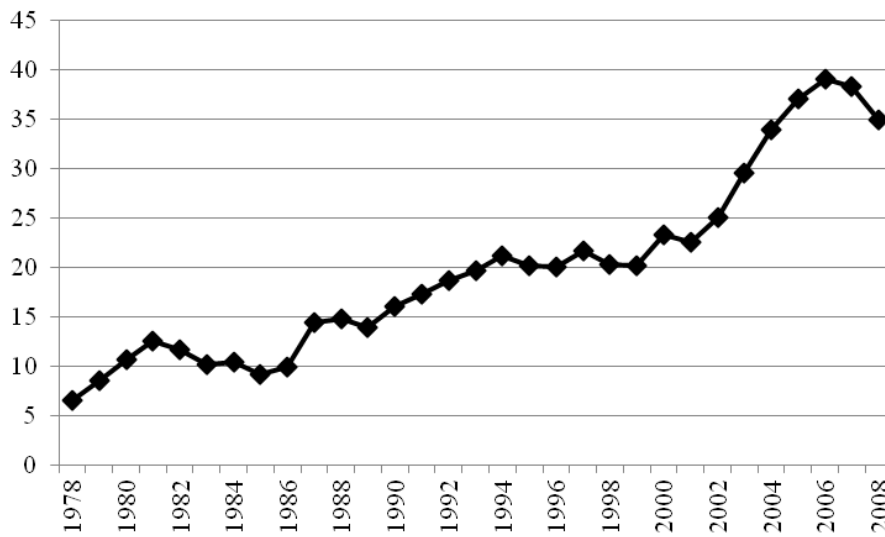
5.4.1 Export-orientált modell?

Közkeletű vélekedés illetve tudományos cikkekben (például Eichengreen [2008]) is sokszor olvashatunk arról, hogy Kína gazdasági sikerét az export-alapú növekedési modell bevezetésének köszönheti. Azt, hogy az ázsiai országok mintája nyomán Kína az 1980-as évektől kezdődően az exportorientált modell bevezetését tűzte ki Yao [2010] is megerősíti, illetőleg felhívja a figyelmet arra, hogy ezt több bizonyítékkal is alá lehet támasztani. Egyrészt szerinte a kínai vezetés a lúdraj elmélethez (flying geese model) valamelyest hasonlóan arra törekedett, hogy az országon belül különböző ütemben valósuljon meg a felzárkózás. A 7. öt éves tervben ugyanis rögzítették, hogy az országot három különböző prioritású részterületre kell felosztani, s ezek közül először a keleti vidék gazdasági teljesítményének felfokozására kell fókuszálni, majd ezt követően kerülhet sor a középső tartományok valamint a nyugati országrész felzárkózására. Másrészt azt is elhatározták, hogy az országnak mint feldolgozóközpontnak kell bekapcsolódnia a nemzetközi kereskedelem keringésébe.

A kínai exporthányad alakulását a Világbank adatai alapján tekintve nem vitás, hogy az export erős felfutása jelentős szerepet játszott az ország gazdasági teljesítményében. A mutató a Világbank statisztikái alapján a „reform és nyitás” meghirdetését követően végig lendületesen emelkedett, s a kezdeti, az 1970-es évek közepén jellemző alacsony értékéhez képest az ezredfordulóra már sokszorosára, mintegy 20 százalékra bővült. Kína WTO csatlakozása lényeges fordulópontot jelentett, ezután értelemszerűen még jobban felgyorsult az exportkoefficiens növekedése. A 2008-as világgazdasági válságot megelőzően a kínai termékek már mintegy 40 százaléka külföldre került, tehát a kereskedelem kifejezetten fontossá vált a kínai nemzetgazdaság fejlődése szempontjából.

23. ábra: A kínai exporthányad

(%, 1978-2008)



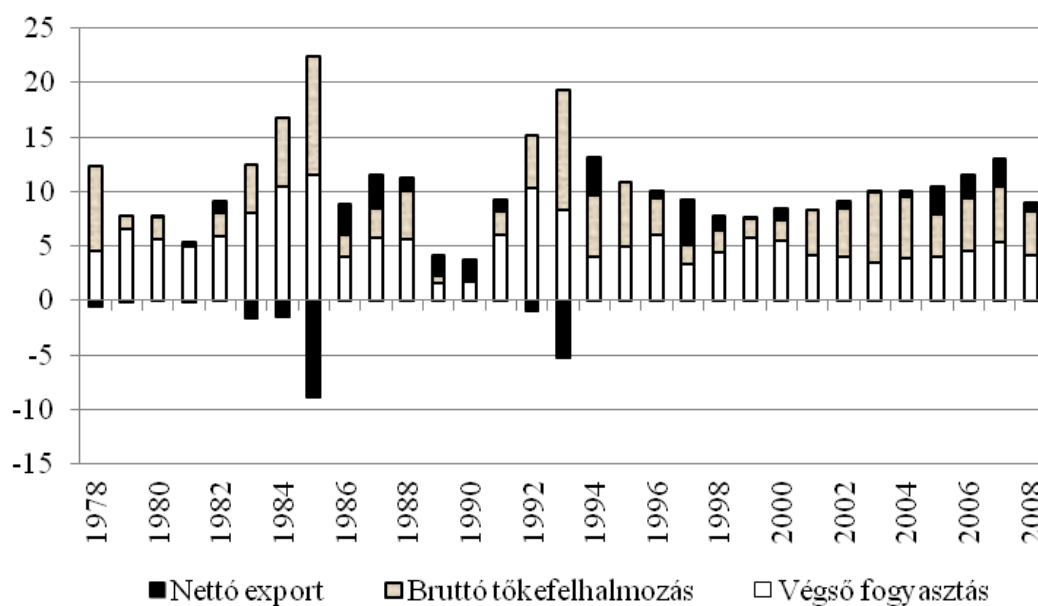
Forrás: Worldbank [2012] /letöltve 2012-05-27/

A kínai kivitel lényeges sajátossága, hogy azon belül rendkívül magas az összeszerelő tevékenységből származó termékek exportja. Az 1980-as évek során ez az arány folyamatosan nőtt, 60 százalékos csúcértékét az 1990-es években érte el. Bár az ezredforduló után az összeszerelt, feldolgozott áruk részaránya csökkenni kezdett, még ma is a teljes kínai kivitel mintegy 40 százalékát teszik ki. (Yao [2010]) Fontos megjegyezni, hogy ezeknek az árucikkeknek Kína kereskedelmi többlete kapcsán is fontos szerepük van, ugyanis hosszú ideig gyakorlatilag csak az efféle termékek hoztak hasznot, míg a többi esetében hiány volt jellemző. Ez a vonás ugyan idővel elmúlt, de a nem hazai bázisú, feldolgozott termékekből származó többlet a 2000-es évek során sokáig még jóval nagyobbak bizonyult annál, mint ami az egyéb termékek esetében realizálódott. Vagyis fennmaradt a kínai munkaerőbőséget kiaknázó, a termelési folyamat csak egy részét áttelepítő külföldi vállalatok dominanciája.

Nem mindenki ért egyet azonban azzal, hogy amiatt, hogy a kínai export GDP-hez mért aránya idővel egyre magasabb lett, illetve napjainkra értéke más országokéhoz képest viszonylag magassá vált, arra kell következtetni, hogy Kína gazdasági növekedése exportvezérelt lenne. Goldstein – Xie [2009] úgy véli, hogy az exportalapú növekedés definícióját a nemzeti számlák alapazonosságából kell

levezetni. Véleményük szerint a helyes eljárás az, ha kiszámoljuk a nettó export növekedéshez való hozzájárulását, s azt összevetjük a GDP hazai komponenseinek hatásával. Tehát az a mérvadó, hogy mekkora a nettó export kibocsátáson belüli súlya illetve értékének változása.

24. ábra: Hozzájárulás a kínai GDP változásához
(%pont, 1978-2008)



Forrás: NBSC [2013] /letöltve 2013-03-07/

A kínai termékek és szolgáltatások nettó exportjának a GDP növekedéséhez való hozzájárulása a PBOC statisztikái alapján az elmúlt három évtizedben meglehetősen hektikusan mozgott. Az ezredfordulót megelőzően a külkereskedelem hozzájárulása az 1980-as évek második felében volt a legmagasabb, értéke ekkor a 2-3 százalékpontot is elérte. Az ezt követő időszakban 1994 és 1997 számított kiemelkedő éveknek, ekkor a nettó export 3,4 illetve 4,2 százalékponttal emelte a GDP növekedési ütemét. Számottevő pozitív hozzájárulást ezen kívül csak 2005 és 2007 közt regisztráltak. A vizsgált években a GDP növekedési ütemének bázisát a külkereskedelemmel szemben végig inkább a végző fogyasztás adta. Ha az éves növekedéseket a három komponens közt felosztjuk, gyakorlatilag a végző fogyasztás részaránya jellemzően mindvégig meghaladta az 50 százalékot, illetőleg szinte az összes évben ez a tényező képviselte a legnagyobb hányadot. A beruházások

növekedéshez való hozzájárulása a 2000-es években vált stabilan egyre jelentősebbé, a vonatkozó érték ekkor 4-6 százalékpont közt ingadozott.

A külkereskedelem növekedési hozzájárulása értelemszerűen egyrészt amiatt gyenge a többi komponenséhez képest, mivel a kínai kivitel jelentős hányadát megtermelő vállalatok inputja túlnyomóan külföldről származik, tehát ezek a tételek megmunkálás előtt a kínai importban is megjelennek. Másrészt a nettó export értékét a gyors iparosodás végett egyre növekvő kínai nyersanyagigény is csökkenti: például a Világbank adatbázisa alapján 2008-ban már a teljes termékimport 13 százalékát az érces és fémek, 16 százalékát pedig a különféle üzemanyagok tették ki, míg az 1980-as évek elején ezen árucikkek együtt a teljes kivitel csupán 5 százalékát adták.

Ennek ellenére természetesen nem vonjuk kétségbe azt, hogy Kína gazdasági fejlődését a nemzetközi kereskedelemben és munkamegosztásban való részvétel pozitívan befolyásolta. Több szerzővel (például Inotai [2009]) egyetértésben elismerjük a kivitel és az azzal kapcsolatban álló külföldi beruházások által megvalósuló tőkeinjekció valamint tudástranszfer jótékony hatását, de az is tény, hogy az aggregált kereslet további tényezőinek hatását hiba lenne lebecsülni. Úgy gondoljuk tehát, hogy a kínai sikertörténet magyarázatát nem szabad csak a relatíve kedvező külgazdasági versenyképességre korlátozni. Véleményünk összhangban van Rodrik [2006] álláspontjával, a közgazdász elismeri, hogy Kína teljesítményéhez a kedvező relatív ár- és költségviszonyok, a külpiaci orientáció jelentős mértékben hozzájárul, mindazonáltal szerinte nem szabad alulbecsülni sem a hatalmas belső piac szerepét, sem azt a kormányzati törekvést, illetve az olyan jellegű gazdaságpolitikai beavatkozások súlyát, melyek az új képességek megszerzésére, s egy modern kínai ipar felépítésére vonatkoznak.

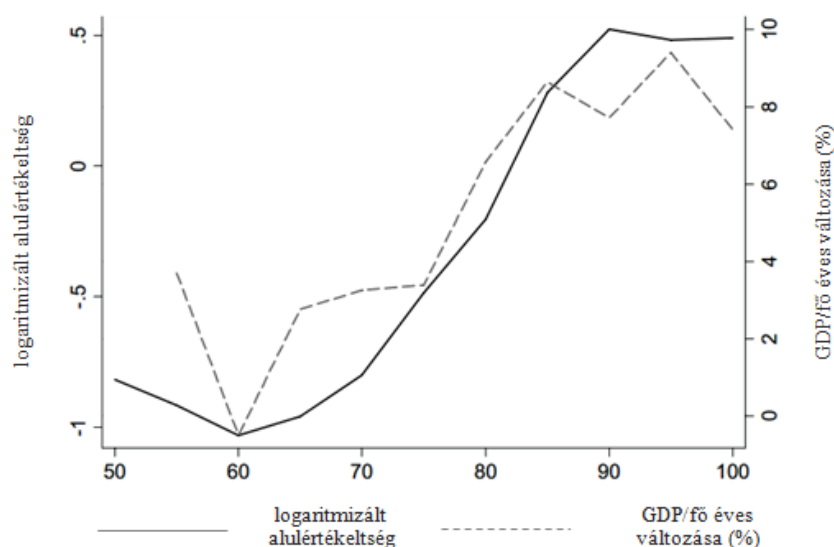
5.4.2 Az alulértékeltség növekedési hatása

A főáramú növekedésméletek abból indulnak ki, hogy az exogén technológiai haladás determinálja az egy főre vetített gazdasági növekedést hosszú távon, miközben a gazdaság egyensúlyi állapotát alapvetően a Solow-változók határozzák meg. Más irányzatok azonban egyéb faktorok fontosságát is hangsúlyozzák. A különböző gazdaságpolitikai beavatkozások, s azon belül az árfolyam-politika formálásának szerepét vizsgáló részterület meglehetősen újnak számít, a Kínára

vonatkozó hasonló témájú kutatások is még gyerekcipőben járnak. Azt, hogy a renminbi árfolyama mennyiben tért el egyensúlyi értékétől, számos tanulmányban vizsgálják (lásd például Cline – Williamson [2007] erre vonatkozó összefoglalóját), mindazonáltal kevés szó esik arról, hogy az alulértékeltség milyen szerepet tölthetett be Kína gazdasági sikereiben. Rodrik [2008] több országra vonatkozólag vizsgálja, hogy található-e összefüggés egy valuta alulértékeltsége valamint gazdasági növekedése közt, s kiemeli, hogy Kína esetében az adatok a két mutató együttmozgására utalnak. Érveléséhez a kiterjesztett PPP elv alapján számított alulértékeltség logaritmikus értékeit valamint az egy főre jutó GDP változás ütemét használja.

25. ábra: Az alulértékeltség és a növekedési ütem együttmozgása Kínában

(%)



Forrás: Rodrik [2008] pp. 367.

Bár kétségkívül meggyőző az idősorok alakulása közti hasonlóság, messzemenő következtetéseket azért abból nem célszerű levonni. Elképzelhető ugyanis, hogy egyes idősorok közt látszólag kapcsolat van, a valóságban azonban ez nem állja meg a helyét. Éppen ezért a két változó közti kapcsolat vizsgálatát a szakirodalomban ökonometriai modellezéssel végzik. Az ilyen jellegű empirikus kutatások alapját a növekedélmélet által használt standard növekedési modell jelenti, amelyben a szokásos magyarázóváltozók mellett többek közt az alulértékeltséget is szerepeltetik.

A kutatók által e célra használt alapegyenletet Barro-regressziónak is szokás nevezni, miután az, a közgazdász által javasolt alternatív növekedési faktorokat is tartalmazza.

$$\ln(y_{i,t} / y_{i,0}) = \beta \ln y_{i,0} + \varphi X_i + \pi Z_i + u_i \quad (22)$$

ahol $y_{i,t}/y_{i,0}$ adott ország növekedését jelöli, X_i a Solow-modell szerinti növekedési tényezőkre utal, Z_i azon változókat tömöríti, amelyek a hagyományos Solow-modell keretein túl befolyásolhatják a növekedés alakulását hosszú távon, β és φ és π a regressziós együtthatók, \ln a természetes alapú logaritmus, u_i pedig a hibatag jele. A modellben a független változók közt külön szerepel a kezdeti jövedelem ($y_{i,0}$) is. E változó nélkül nem a „steady state” állapottól vett eltérést vizsgálnánk, hanem az egyensúlyi szintet modelleznénk. Az ilyen alapon felírt többváltozós regressziókhoz a legtöbb esetben keresztmetszeti vagy paneladatokat gyűjtenek, azaz általában az országok széles körére alkalmazzák a módszert. Durlauf et al [2004] Bár napjainkban egyre több olyan cikk (például Razin – Collins [1997], Gala [2007] stb) születik, amelyben az alulértékeltség szerepét országok egy bizonyos halmazán vizsgálják, azokban egy-két kivételtől eltekintve ritkán emelik ki az egyes országra számolt eredményeket.

A kínai alulértékeltség növekedésre gyakorolt hatását azonban Bhalla [2008] explicite tartalmazza: a közgazdász azt állítja, hogy a renminbi alulértékeltsége az 1970 és 2004 közti időszak alatt a kínai éves átlagnövekedés felét magyarázta, azaz az árfolyam megfelelő menedzselésével Kínában évente átlagosan mintegy 2,9 százalékos extra növekedés realizálódott. A közgazdász alulértékeltségi indexeit a kiterjesztett PPP elv alapján egy önállóan kalibrált nem-lineáris egyenlet alapján számolja, növekedési modelljébe pedig a többi releváns magyarázóváltozó mellett az alulértékeltség változását, valamint az alulértékeltség kezdeti szintjét is bevonja. Számításai továbbá azt mutatják, hogy a vizsgált időszak alatt fejlődő országok esetében az alulértékeltség évi átlagos 1 százalékos növekedésével az egy főre jutó GDP növekedési üteme évente átlagosan 0,43 százalékponttal nőtt.

Rodrik [2008] hasonló panel regresszió-analízist végez 1950 és 2004 közti adatokra, ám nála kizárólag az alulértékeltség szintje valamint a kezdeti jövedelemszint kerül a független változók közé. Eredményei szerint az adatbázisában szereplő 184 országra igaz, hogy a vizsgált időszak alatt az alulértékeltség szintje befolyásolta a gazdasági növekedés ütemét, a hatás azonban a fejlődő országokkal képzett almintá esetében

nagyobb. A számítások azt sugallják, hogy fejlődő országok esetében az árfolyam 10 százalékos alulértékeltsége átlagosan 0,27 százalékpontos növekménybővülést jelentett a vizsgált időszakban. A szerző Kína vonatkozásában pedig 50 százalékos alulértékeltségi szinttel kalkulál, s így a kínai árfolyam-politika következményének átlagosan 1,35 százalékpontos bővülést valószínűsít.

A fenti empíriával kapcsolatban számos kritika hozható fel. Véleményünk szerint nem helyes, hogy Rodrik [2008] a növekedés faktorai közt kizárólag két változót szerepeltet. A növekedés további magyarázóinak kihagyásával ugyanis erősen torzulhat az alulértékeltséghez tartozó regressziós paraméterek értéke a kihagyott változók hatásán keresztül. Másrészt úgy gondoljuk, hogy a modell megbízhatóságát rontja, hogy vizsgált változók esetében fenn áll a fordított oksági kapcsolat veszélye. Bár Rodrik elismeri az endogenitás problémáját, nem gondolja azt, hogy instrumentális becslést kellene végeznie. Továbbá amiatt, hogy mindkét szerző paneladatokkal dolgozik, az egyes országokra kapott eredményeikben vélhetőleg más országokra jellemző adottságok is részben éreztetik hatásukat, főként amennyiben a paraméterekre vonatkoztatott homogenitási feltétel nem állja meg a helyét.

Kevés olyan kutatás létezik, amelyben kizárólag egy országra vonatkozólag vizsgálják az árfolyam alulértékeltségének növekedési hatását. Durlauf et al [2004] szerint ennek a praktikus oka az, hogy sok esetben nem áll rendelkezésre megfelelő mennyiségű statisztikai adat. Ezen túl problémás, hogy ha az adatok el is érhetőek, sok növekedési változónak meglehetősen alacsony az időbeli varianciája. Harmadrészt pedig sok fejlődő országra igaz, hogy a növekedés alakulása az üzleti ciklusok hullámozása miatt kifejezetten instabil, ami miatt az idősoros modellezés eredményei könnyen félreinterpretálhatóak. A fennálló veszélylehetőségek ellenére mégis arra vállalkozunk, hogy a kínai fizetőeszköz alulértékeltségének GDP-re gyakorolt hatását idősor-elemzéssel vizsgáljuk meg. Így csak a kínai gazdaságra épülő modellt írhatunk fel, és az eredményeket nem torzítja az a tény, hogy a regressziós együtthatók az egyes fejlődő országok között lényegesen eltérő lehet.

Számításunkhoz a Barro-féle regressziót használjuk fel. Alapváltozóinkat ezért egyrészt a Solow-modell alapján (Solow [1956]) választjuk meg, tehát a növekedési egyenletünkben szerepelni fog a megtakarítási ráta, a népességnövekedés, az amortizáció valamint az exogén technológiai haladás. Figyelembe véve az

alapmodell Mankiw et al [1992] általi kiterjesztését, a modellünkbe egy, a humántőkét megtestesítő proxy változót, nevezetesen a beiskolázási arányt is bevonjuk. A növekedést magyarázó egyéb változók közé a nyitottság valamint az alulértékelttség mutatója kerül. Miután a Solow-modell szerinti tényezőket az empirikus kutatásokban gyakorta egy mutatóba tömörítik (Durlauf et al [2004]), mi is ezt a módszert követjük, a benchmark adatoknak megfelelően az amortizációt fixen 5 százaléknak, míg a technológiai haladást 2 százaléknak vesszük. Az összevont mutatónak (n_g_d) tehát a népességnövekedés időbeli változása miatt lesz varianciája. Az árfolyam alulértékelttségét a korrigált PPP-elv alapján adódó saját indikátorunkkal (*underval*) számszerűsítjük. Változóink többsége azaz a PPP alapon és konstans árakon mért egy főre jutó GDP (*rgdpch*), a megtakarítási ráta helyett használt beruházási ráta (*ki*) és a teljes kereskedelmet megtestesítő nyitottság (*openk*) valamint a népességnövekedés a Penn World Table 7.0 adatbázisból származik, a beiskolázottság mutatójának (*school*) forrása a Világbank adatbázisa. A számításokat az 7.1-es verziójával végezzük el.

Általánosságban igaz, hogy a legtöbb gazdasági idősor nem stacioner, azaz várható értékük és varianciájuk függ az időtől, illetve nagy valószínűséggel az idő múlásával egy adott értéktől egyre inkább távolodnak. Ezáltal a véletlen hibák nem évülnek el, hanem hosszú távon beépülnek az idősorokba. ([Gáspár 2009]) Miután változóink grafikus ábrázolása is azt sugallja, hogy többségük sztochasztikus trendet tartalmaz, elemzésünk megkezdése előtt szükséges, hogy ezt a tulajdonságot ellenőrizzük, majd kiszűrjük. A stacionaritás vizsgálatához többféle egységgyök próba is rendelkezésre áll, mi a Dickey-Fuller GLS próbát alkalmazzuk. A próba eredményei azt mutatják, hogy változóink többsége első fokon integrált, ezért azokat egyszeri differenciálással tudjuk stacionáriussá tenni. Kivételt jelent azonban egyrészt a GDP mérőszáma, amely esetében kétszer szükséges differenciálni. A beruházási rátát pedig meghagyhatjuk eredeti változatában, tehát nem a változását, hanem a szintjét szerepeltetjük majd. Modellünkbe továbbá minden idősor logaritmizált formában fog bekerülni.

Vizsgálatunk célja annak megállapítása, hogy létezik-e hosszú távú kapcsolat az egyes változók, különösképpen a kínai árfolyam alulértékelttsége valamint Kína gazdasági növekedése közt. Ennek megállapításához a vektor-autoregressziós megközelítést használjuk, azaz VAR-modellt építünk. Az ilyen típusú modellek

lényegi sajátossága, hogy a stacionárius idősorokat mind a saját, mind a többi változó késleltetésével magyarázzák. A Barro-féle alapegyenletet ezért egy több blokkból álló egyenletrendszerre kell, hogy alakítsuk, ahol n a késleltetések számát jelöli, a és b és c pedig konstans értékek. Minden más megegyezik a fenti jelölésekkel. Az egyenletek a legkisebb négyzetek módszerével becsülhetők.

$$y_t = a + \beta_{11} \ln y_{t-1} + \dots + \beta_{1n} \ln y_{t-n} + \psi_{11} \ln X_{t-1} + \dots + \psi_{1n} \ln X_{t-n} + \pi_{11} \ln Z_{t-1} + \dots + \pi_{1n} \ln Z_{t-n} + u_i \quad (23)$$

$$X_t = b + \beta_{22} \ln y_{t-1} + \dots + \beta_{2n} \ln y_{t-n} + \psi_{22} \ln X_{t-1} + \dots + \psi_{2n} \ln X_{t-n} + \pi_{22} \ln Z_{t-1} + \dots + \pi_{2n} \ln Z_{t-n} + v_i \quad (24)$$

$$Z_t = c + \beta_{33} \ln y_{t-1} + \dots + \beta_{3n} \ln y_{t-n} + \psi_{33} \ln X_{t-1} + \dots + \psi_{3n} \ln X_{t-n} + \pi_{33} \ln Z_{t-1} + \dots + \pi_{3n} \ln Z_{t-n} + z_i \quad (25)$$

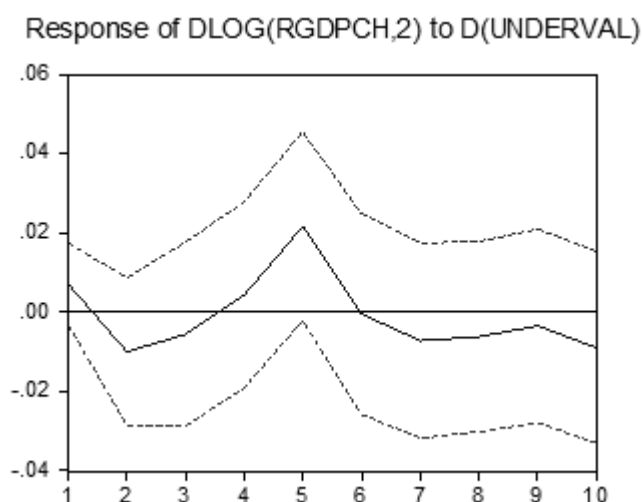
VAR-modellek specifikálásakor lényeges momentum, hogy milyen késleltetés-számmal dolgozunk, mivel a késleltetések számának növekedésével ugyan vélhetően nő a modell magyarázó ereje, a VAR bonyolultabbá válik a túlparametrizálás miatt és a szabadságfokok száma is csökken. Az FPE információs kritérium eredményét figyelembe véve a modell véglegesítésekor hat késleltetés mellett döntünk. Miután azonban ebben az esetben összesen 216 együtttható becslésre lenne szükség, csökkentjük a változók számát, s a humán tőke proxy változóját eltávolítjuk. Becsült modellünk így jól specifikált lesz, az egyenletek többségénél a determinációs együttthatók meglehetősen jó illeszkedést jeleznek, az autokorrelációs és normalitás tesztek alapján a hibatagok késleltetett értékei függetlenek egymástól és eloszlásuk normális.²³

Miután főként az alulértékelttség növekedési hatása érdekel bennünket, a modell eredményei közül erre koncentrálunk az általánosak mellett. Kétfajta vizsgálatot végzünk el. A Johansen kointegrációs teszt azt mutatja, hogy a változók között hosszú távú kapcsolat áll fenn, azaz az alulértékelttség és a gazdasági növekedés, illetve a többi változó közti hosszú távú együttmozgás nem vonható kétségbe. Másrészt a vonatkozó impulzus-válaszfüggvény szerint az alulértékelttségi szint nem várt, 1 százalékos felfele történő változását mintegy 4-6 év elteltével követi a növekedési ütem felgyorsulása. Hozzá kell viszont tenni, hogy ez a pozitív hatás rendkívül csekély mértékű, mintegy 0,02 százalékos, illetőleg az első években a J

²³ A modell becsült értékeit lásd a függelékben.

görbe hatásnak megfelelően még egy nagyon alacsony növekedést fékező befolyás is látható. Pár év leforgása után pedig a sokk hatása teljesen lecseng. A szimuláció tehát további meggyőző bizonyítékot szolgáltat arra, hogy a renminbi alulértékeltségének szintje valamint Kína gazdasági növekedése közt összefüggés létezik.

26. ábra: Az alulértékeltségi szint változásának növekedési hatása Kínában
(%)



Forrás: saját számítás

Elemzésünk során az árfolyam-menedzselés Kína gazdasági teljesítményére gyakorolt hatásait vettük nagyító alá. A releváns elméletek tesztelése kimutatta, hogy árfolyam-politikájának megfelelő működtetésével az ország az árstabilitás fenntartása mellett jelentősen javítani tudta makrogazdasági mutatóit. Meggyőződünk arról, hogy az árfolyam-politikai intézkedések hasznosnak bizonyultak, mert valamelyest ösztöklék az export felfutását illetve a külföldi tőke beáramlását, amiből Kína profitált. Az is kiderült viszont, hogy a külgazdasági árversenyképesség javulásának a növekedésben betöltött szerepét nem szabad túlbecsülni. Többváltozós idősorelemzéssel továbbá meggyőződünk arról, hogy a renminbi alulértékeltsége a kínai gazdasági növekedés egy fontos faktoraként funkcionált. Összességében tehát megerősítést nyert az a feltevés, miszerint az árfolyam-politika segítette a „reform és nyitás” politikájának kihirdetésekor

megfogalmazott kínai célkitűzésekhez való közeledést, ez azonban nem jelenti azt, hogy számos más gazdaságpolitika lépés illetőleg belső tényező szerepe ne lett volna éppoly fontos. A vizsgálataink tapasztalatai nyomán második hipotézisünket eredeti formájában elfogadjuk, míg az azt kibontó eredeti állításainkat az alábbiak szerint finomhangoljuk.

II. A kínai árfolyam-politika konzisztens volt a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai célokkal.

- a. A kötött árfolyamrendszer támogatta Kína pénzügyi stabilitását.***
- b. Az árfolyam gyengítése részben hozzájárult ahhoz, hogy javuljon az ország külgazdasági egyensúlya és gazdasági növekedése.***
- c. A renminbi alulértékeltsége enyhén ösztökölte a gazdasági növekedés ütemét.***

6 Adekvát kínai árfolyamrendszer a jelenben?

Kína árfolyam-politikája az elmúlt években mind az országon belül mind nemzetközi szinten jelentős vitákat generált. A fejezet indításaként bemutatjuk a témával kapcsolatos ellentétes nézőpontokat, majd azok ütköztetése után kialakítjuk arra vonatkozó saját véleményünket. Ezután hipotézisünk bizonyításához, egyrészt kielemezzük azt, hogy a renminbi kötöttségéből adódóan milyen negatív gazdasági hatásokkal kell Kínának szembenéznie. Másrészt megvizsgáljuk, hogy vajon elért-e az ország nemzetközi pénzügyi integrációja már egy olyan szintre, amely még inkább megköveteli az árfolyam kötöttségének lazítását.

3. Az árfolyam-politikai reformfolyamat – rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés – felgyorsítsa szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai céljait Kína elérje.

a. A kínai árfolyamrögzítés mechanizmusából fakadó hátrányok veszélyeztetik az ország gazdasági teljesítményét.

b. A kínai pénzügyi globalizáció elmélyülése alkalmazkodási kényszert ró az árfolyam-politikára.

6.1 A dilemma különböző aspektusokból való értelmezése

6.1.1 Nemzetközi vélemények

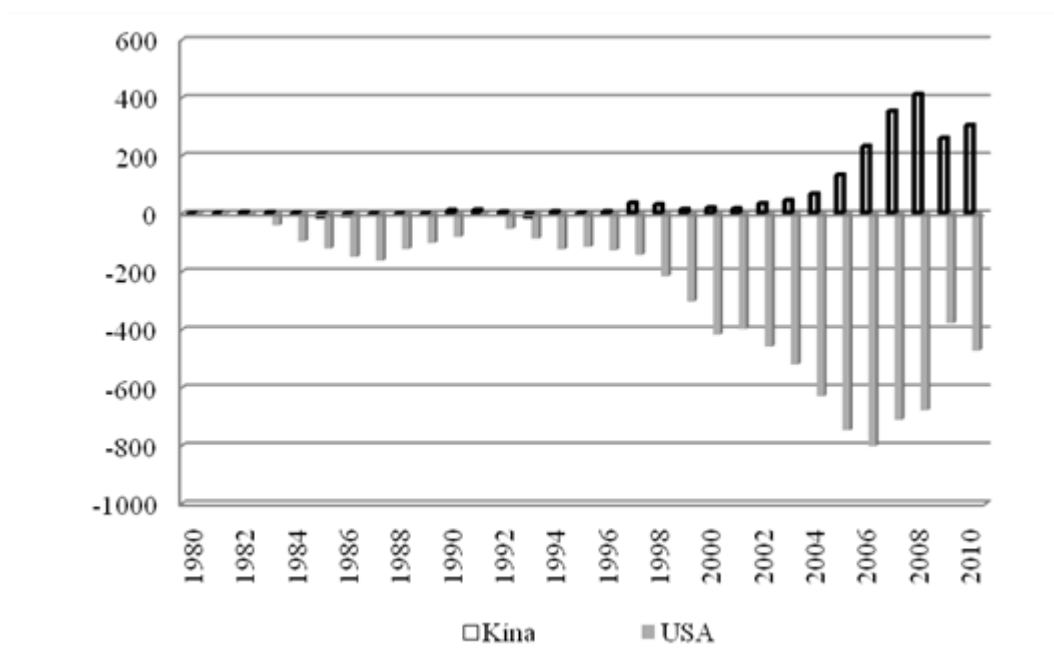
Az Egyesült Államokban hosszú ideje, széles körben elterjedt az a nézet, miszerint Kína árfolyam-politikája káros az országra nézve. A kritikusok azt vallják, hogy a renminbi dollárral szembeni árfolyama a reális értékétől jelentősen eltér, túl nagy mértékben alulértékelt, s ezért a Kínából érkező olcsó termékekkel a helyi vállalkozók nem képesek versenyezni, arra kényszerülnek, hogy termelésüket csökkentsék, ami értelemszerűen munkahelyáldozattal jár. A pusztán külkereskedelemre termelő szektorokban a vélt alulértékelttség negatív gazdasági

hatásai közt továbbá a számukra kedvezőtlen relatív árak miatti profitvesztést is kiemelik.

Nem szabad azonban elfelejteni, hogy az éremnek két oldala van, amennyiben elismerjük a kínai valuta dollárral szembeni alulértékelttségét, azt is látni kell, hogy ez a helyzet számos előnyt is hozhat az Egyesült Államoknak. Az olcsóbb árakkal jól járhatnak az amerikai fogyasztók, illetve azok az amerikai vállalatok, amelyek termelésükben felhasználják a Kínából érkező félkész termékeket. Az olcsó kínai import továbbá fékezheti a máshonnan eredő esetleges inflációs nyomást is. Morrison – Labonte [2008] az előnyök közt kiemeli ezeken kívül még azt is, hogy az amerikai kereskedelmi deficit ellentételezéseként megjelenő kínai tőkebeáramlás - nevezetesen az, hogy a kínaiak amerikai államkötvényeket vásárolnak – hozzájárulhat az amerikai kamatlábak csökkenéséhez is, ami végső soron a beruházások élénkülését eredményezheti.

A társadalomban elterjedt vádak elméleti bizonyítására számos amerikai kutató tesz kísérletet. Közülük sok szakember osztja – a két ország teljes folyó fizetési mérleg egyenleg-alakulásának szembeállítására alapozva – azt a véleményt is, miszerint az Egyesült Államok folyó fizetési mérleg-hiánya Kína árfolyam-politikájának tudható be. E meglátás alapján a renminbi árfolyamának „mesterséges” eszközökkel való befolyásolása negatív hatással bírt az USA külgazdasági pozíciójára, vagyis Kína felelős amiatt, hogy az amerikai deficit az évek során egyre magasabbra duzzadt. Ha pusztán egymás mellé állítjuk a két ország folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulását, akkor az valóban valamelyest a két változó közti összefüggést sugallja.

27. ábra: Kína és az Egyesült Államok folyó fizetési mérlegének egyenlege
(milliárd \$, 1980-2010)



Forrás: Worldbank [2012] /letöltve 2012-05-27/

Cline [2010] például a fizetési mérleg rugalmassági elméletét alkalmazva vizsgálja, hogy milyen összefüggés található a kínai árfolyam-politika és az amerikai külkereskedelmi hiány közt. Egyszerű, statisztikai számolásokat használva – a dollár júannal szembeni kereskedelemmel súlyozott reál effektív árfolyamának valamint az USA folyó fizetési mérleg egyenlegének idősorait összevetve – arra jut, hogy a renminbi árfolyamának hatása egyértelműen bizonyítható. Kalkulációja alapján pedig alapesetben egy hipotetikus 10 százalékos kínai felértékelés mintegy 22 milliárd dollárnyi deficitcsökkenést eredményezne az Egyesült Államokban, valamint, ha más ázsiai országok is követnék ezt a példát, az még további pozitív elmozdulást jelenthetne az amerikai hiányban.

Hasonlóan látja a helyzetet Fred Bergsten²⁴ is, aki mind szakmai kutató, mind publicista, mind szenátusi tanácsadó szerepkörében rengeteg alkalommal, kifejezetten éles kritikával illette Kína árfolyam-politikáját. Álláspontja szerint a renminbi árfolyam „mesterséges” módszerekkel való alulértékelése a

²⁴A közgazdász az egyik legbefolyásosabb amerikai kutatóintézet, a Peterson Institute for International Economics (PIIE) vezetője volt több évtizeden keresztül.

protekcionizmus egy formájának tekinthető, Kína a félreértékeléssel ugyanis végső soron exportját támogatja, s ez egyúttal az amerikai folyó fizetési mérleget is negatívan érinti. 2010-ben megfogalmazott javaslata szerint Kínát hivatalosan is „valuta-manipulátor” államnak kell nyilvánítani, illetve rá kell kényszeríteni, hogy a renminbi árfolyamát számottevően felértékelje. Számításai szerint egy esetleges 25-40 százalékos kiigazítás és az abból fakadó kereskedelmi korrekció mintegy 600 ezer-1,2 millió amerikai munkahelyet eredményezne. (Bergsten [2010])

A Nobel díjas közgazdász, Paul Krugman szintén úgy gondolja, hogy a kínai, merkantilista árfolyam-politika „mesterségesen” versenyelőnybe hozta az országot, s emiatt számottevően torzította a Kína és USA közti kereskedelmi viszonyt. (Csáki [2011]) Nézete szerint ez a rendellenes, kínai politika nem csak az Egyesült Államok, hanem más fejlett országok számára is káros volt, mivel azok a likviditási csapda áldozataivá váltak – azaz hiába csökkentették nulla közeli szintre alapkamatukat, attól a növekedésük nem tudott beindulni –, tehát összességében Kína saját érdekeinek hajszolásával az egész világgazdaság teljesítményét visszafogta.

A közgazdasági érvek valamint az erős lobbis tevékenység nyomán hosszú ideje egyre nagyobb nyomás nehezedett az amerikai kormányzatra, hogy lépjen fel Kína árfolyam-politikája ellen. Szenátorok bizonyos csoportja időről időre előterjesztett ugyanis olyan törvényjavaslatokat, amelyek lehetővé tették volna, hogy az Egyesült Államok további eszközökkel – például kereskedelmi korlátozásokkal – bírhatson azokkal az országokkal szemben, amelyek valutájuk árfolyamát „manipulálják”. A komoly vádak ellenére a probléma hivatalos kezelésében mégis az óvatosság maradt jellemző: az amerikai Pénzügyminisztérium összesen csak öt alkalommal bélyegezte meg Kínát a „manipulátor” jelzővel az e célra szakosított riportjaiban.²⁵ Ezek a minősítések ráadásul még 1992 és 1994 közé datálhatóak, s a kettős árfolyamrendszer üzemeltetésének tudhatóak be. Mindazonáltal az évek során az USA számos fórumon – hol erőteljesebb hangon, hol csak ajánlás szintjén - jelezte, hogy nem ért egyet a kínai árfolyam-politikai gyakorlattal.

²⁵ Az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának törvényben előírt feladata, hogy rendszeresen monitorozza az ország főbb kereskedelmi partnereinek árfolyam-politikáját, s megállapítsa, hogy azok esetlegesen azért, hogy a nemzetközi kereskedelemben tisztességtelen komparatív előnyökre tegyenek szert, „manipulálják-e” valutájuk dollárral szembeni árfolyamát.

Érdemes kihangsúlyozni, hogy nem minden amerikai közgazdász ért egyet azzal, hogy Kínát rá kellene kényszeríteni árfolyam-politikájának módosítására. Frankel [2006] szerint minden országnak joga van ahhoz, hogy mérlegelje országa adottságait és maga döntse el, milyen árfolyamrendszer felel meg azoknak legjobban. Véleménye alapján Kína illegális „árfolyam-manipulátorként” való megbélyegzése egyáltalán nem lenne helyes, hiszen az ország ügye, hogy milyen árfolyam-politikát folytat, s nem kérhetők rajta számon mások érdekei. Sőt, a szerző azt sem tartaná helyesnek, ha a rögzített árfolyammal kapcsolatosan felmerülő érvek és ellenérvek okozta konfliktust a WTO szabályok adta kikényszeríthetőséggel próbálná az Egyesült Államok rendezni.

Frankellel együtt többen elutasítják azt a nézetet is, miszerint az Egyesült Államok jelentősre duzzadt kereskedelmi hiányáért Kína árfolyam-politikája lenne felelős. McKinnon – Schnabl [2008] egyenesen a helyzet félreértelmezésének nevezi ezeket a vádakat, miután nem értenek egyet azzal, hogy az árfolyam szintjének befolyásolásával egyértelműen alakítható lenne egy gazdaság külkereskedelmi egyenlege. Ez a gondolat abból az elméleti fizetési mérleg koncepcióból táplálkozik, amely a folyó fizetési mérleg alakulását a megtakarítások és a beruházások különbségéből vezeti le. A szerzőpáros erre alapozva azt hirdeti, hogy a kínai külkereskedelmi mérleg többletéből adódó jelentős folyó fizetési mérleg szufficit a hazai beruházásokhoz mért számottevő belföldi megtakarítási többletet tükrözi. Azt vallják ugyan, hogy ha Kína hagyná felértékelődni valutáját más országok számára exportja megdrágulna, így azok visszafognák vásárlásaikat. Emellett azonban szerintük a változtatás egy olyan mechanizmust is bekapcsolna, amelyek eredményeképpen az import is redukálna, s ez ellentételezné az export módosulását. Összességében tehát úgy vélik, hogy a kereskedelmi mérleg pozíciójára gyakorolt hatás kimenetele kétes, s a felértékelés egyáltalán nem biztos, hogy javítaná a kialakult egyensúlytalanságokat.

A Kína és az USA közti konfliktus egyéb szakterületeken is összeütközéseket hoz. Többen, akik a nemzetközi jog területéről tekintenek a kérdésre, úgy gondolják, hogy az IMF képviselői hibát követek el, amiért nem avatkoztak be tettelegesen az ügybe. Mussa [2008] például kötelezettségük mulasztásával vádolja őket, miután nem voltak hajlandóak az évek során a döntőbírói szerep felvállalására, és mindig a meggyőzés udvariasabb formáját választották. Mussa szerint ugyanis Kína azzal, hogy hosszú

ideig vonakodott hagyni valutájának felértékelődését, s folyamatos devizapiaci intervenciójával hatalmas külföldi valutatartalék-állományt és folyó fizetési mérlegtöbbletet épített fel, kétség kívül megszegte az IMF tagságából adódó kötelezettségeit. E logika alapján az IMF képviselőinek határozottabban kellett volna fellépnie a két ország közti „árfolyamháború” befolyásolásában illetőleg a kínai fél felelősségre vonásában. Véleménye szerint ez a mulasztás mind a hierarchia alsóbb szintjén álló kutatóknak, mind az IMF vezetőségének felróható.

Az ellentábor szerint viszont nem egyértelmű, hogy a nemzetközi szervezet Kínával szemben tanúsított magatartása miatt mulasztással vádolható-e. Először is általánosságban igaz, hogy az árfolyam értékének szabályozása minden állam szuverén joga, tehát mint belső ügy, más államoknak nem lehet abba beleszólása. Ha csak erre alapozunk, akkor el kell ismernünk, hogy a dilemma a jelenlegi nemzetközi jogi keretek közt nem oldható meg, mivel manapság nincs olyan szupranacionális erő vagy intézmény, amelynek joga lenne egy „valuta-manipulátor” állammal szemben fellépni.

Bonyolultabbá válik viszont a képlet, ha Kína IMF tagságával is számolunk. Az IMF Alapokmányának IV. cikkelye ugyanis célként tartalmazza, hogy a tagországok közt fenn kell tartani a devizaügyletek szabályos rendezését, illetve meg kell akadályozni a versengő leértékelést. Ha tehát egy állam azt aláírja, elfogadja a nemzetközi jog ez irányú kööttségét. Más kérdés viszont, hogy ennek megszegését az IMF szintén képtelen szankcionálni, azon kívül, hogy véleményét fejezi ki egy gyakorlat ellen, egyebet nem tehet. A nemzetközi jogi szakmán belül viszont további nézetkülönbségek adódnak abból, hogyan kell értelmezni az Alapokmány releváns részeit: Mercurio – Leung [2009] elemzésében például azt találja, hogy ugyan az bizonyítható, hogy a KNK „manipulálta” a renminbi árfolyamát, viszont a lépései nem voltak az IMF szabályaival ellentétesek.

Az, hogy különböző jogászok másként értelmezik ezeket a passzusokat azzal magyarázható, hogy ezek a cikkelyek inkább a puha szabályozás kategóriába esnek, megfogalmazásuk meglehetősen bizonytalan. Mercurio – Leung [2009] szerint ez nem a határozatlanság vagy a véletlen műve, hanem inkább azzal magyarázható, hogy a megfogalmazásuk idején jellemzően nem volt szándék az államok szuverenitásának csökkentése, a jogalkotó nem kívánt olyan témákba radikálisan

beleszólni, amely hagyományosan az államok belső ügye. Mindebből pedig az következik, hogy a két fél közti probléma valamilyen multilaterális úton való megoldásához a nemzetközi közösségnek szigorítania kellene a jelenlegi szabályozáson.

A különböző nézőpontok, értelmezések áttekintése után vizsgáljuk meg az elmélet alapján mely közgazdasági érvelést tudjuk elfogadni. Mi történne Kínában a renminbi számottevő felértékelése nyomán? Ha csak a hagyományos rugalmassági szemléletet vesszük alapul, akkor azt mondhatjuk, hogy a valóságban – amennyiben a Marshall–Lerner-feltétel teljesülését elfogadjuk –, Kína exportja csökkenni fog a kiigazítást követően, importja nő, s a kínai-amerikai kereskedelmi egyenlegekre jellemző szélsőségek csökkennek. Többek szerint azonban az elaszticitási koncepció még egy olyan világ leírására született, amelyben a nemzetközi tőkemozgás és a nemzetközi kereskedelem is korlátozottabbnak bizonyult, a nemzetgazdaságok egymástól jobban elkülönülve, szigetszerűen léteztek illetőleg az árfolyam-politika a monetáris politikától különválasztható volt. (Qiao [2007])

Ha a McKinnon – Schnabl [2008] által leírtakat alkalmazzuk Kínára, azt valószínűsíthetjük, hogy a gyakorlatban a kereskedelmi termékek dollárban mért ára megnőne az ázsiai országban, s ez visszafogná az exportot, csökkenne a kínai árszínvonal, a reálkamatláb növekedésével a beruházások megdrágulnának, csökkenne a kibocsátás, s zsugorodna a nemzetgazdasági kereslet is. Ennek nyomán mind a fogyasztás, mind az import lefékeződne, tehát összességében a teljes abszorpció redukálódna. Mindezek eredőjeként pedig bizonytalan, hogyan alakulna az Egyesült Államokkal szembeni kétoldalú kereskedelmi egyenleg.

4. táblázat: Egyedi árfolyam-változtatás kezdeti hatása nyitott nemzetgazdaságokban

	Vagyon-hatás	Beruházási hatás	Hazai abszorpció	Import	Export	Kereskedelmi egyenleg
Felértékelés	-	↓	↓	↓	↓	?
Leértékelés	-	↑	↑	↑	↑	?

Forrás: Qiao [2007] pp. 11.

Úgy gondoljuk azonban, hogy az elméleti tételeket nem szabad pusztán mechanikusan alkalmazni, fontos megvizsgálni a különböző keretfeltételeket, módosító tényezőket. Kína ugyan ma már nem egy izolált ország, a világgazdasági integrációja erős, azonban még nem teljesen nyitott, bizonyos tőkekorlátozásokat fenntart, tehát nem egyértelmű, hogy a nyitott nemzetgazdaságokra felírt képletek alkalmasak-e elemzésére. Az biztos viszont, hogy ha az empiriát tekintjük, és alapul veszünk egy olyan időszakot, nevezetesen a 2005 és 2008 közti éveket, amikor is a renminbit hagyták a dollárral szemben valamelyest felértékelődni, az látható, hogy a szufficit egyáltalán nem csökkent. A példaidőszakban ehelyett a többlet növekedési ütemének gyorsulását regisztrálták.

Másrészt pedig azt gondoljuk, hogy a szóban forgó két ország olyan intenzív együttműködést alakított ki az elmúlt években, több területen annyira erős a kettejük közti függőségi viszony, hogy azt egy esetleges árfolyam-változtatás hatásának megítélésakor nem szabad figyelmen kívül hagyni. Ilyen, a két ország közti azon speciális interdependencia például, hogy Kína gyakorlatilag az USA legnagyobb hitelezője. Amiatt viszont, hogy Kína nem a saját valutáját adja kölcsön²⁶, hanem az általa birtokolt vagyoneszközök amerikai dollárban vannak denominálva, jelentős az árfolyamkitettsége, amit a felértékelés hatásának vizsgálatakor mindenképpen figyelembe kell venni. Ha tehát Kína nettó külföldi vagyoneszközeit is exogén változóként bevonjuk az elemzésünkbe, akkor azon túl, hogy nem egyértelmű, miként alakul a két ország közti egyensúlytalanság, a felértékelés hatására bekövetkező további jólétsökkenést találunk, mivel Kína jelentős vagyona elértéktelenedik.

²⁶Mckinnon [2009] felhívja a figyelmet, hogy az ún. „currency mismatch”, azaz a nem saját valutában való hitelezés főként a magas megtakarítási hajlandósággal bíró országban okoz nehézségeket: A számottevő megtakarítás ugyanis általában folyó fizetési mérleg többletet von maga után, amit egy idő után a kereskedelmi partnerek nehezményeznek és felértékelést sürgetnek. A felértékelést viszont a hazai dolláreszköz-tulajdonosok elvetik, mivel az jelentős árfolyamvesztést okozna nekik.

5. táblázat: A valuta dollárral szembeni felértékelésének hatásai egy hitelező országban

	Vagyon-hatás	Beruházási hatás	Hazai abszorpció	Import	Export	Kereskedelmi egyenleg
Hitelező ország	↓	↓	↓	↓	↓	?
Egyesült Államok	-	↑	↑	↑	↑	?

Forrás: Qiao [2007] pp. 20.

Végezetül pedig jelen írásban nem célunk az Egyesült Államok és Kína közti viták nemzetközi jogi aspektusból való bővebb elemzése, miután az egy külön kutatási kérdést is jelenthetne. Mindazonáltal fontosnak tartjuk elmondani, hogy sem a nemzetközi, sem az amerikai beavatkozást nem tartanánk helyénvalónak. Egyetértünk azokkal (például Frankel [2006]) akik a szituáció kapcsán precedensként felelmegetik a koreai won illetve a japán jen esetét, melyeknél az USA a saját érdekei miatt szintén a valutaárfolyam felértékelését valamint liberalizálást sürgette, azonban a kiigazítások az ázsiai országokban jelentős károkat eredményeztek. Ezen kívül morális okokból sem tartjuk helyénvalónak az amerikai pressziót, miután az ország hosszú ideig élvezte a szituáció adta előnyöket, s akkor nem emelte fel a hangját.

6.1.2 A kínai perspektíva

Mi a kínaiak nézőpontja, miért vonakodtak a kínaiak attól, hogy egy az egyben elengedjék a renminbi árfolyamát? A kérdés megválaszolásához érdemes a témát tágabb kontextusba helyezni, s megvizsgálni, hogy alakultak a kínai vezetés általános gazdaságfejlesztési prioritásai. Deng Xiaoping és az őt követő harmadik generációs vezetés még a minél erősebb gazdasági eredmény elérésére helyezte a hangsúlyt. Politikájuk eredményeként azonban egyre jobban kiéleződtek az országban a belső feszültségek, a korábban az állami vállalatok által biztosított szociális biztonság megszűnt, nőtt a munkanélküliség, a szociális ellátórendszerek kiépítése nem történt meg. Ugyan általánosságban a szegénység csökkent az országban, a különböző társadalmi rétegek valamint a régiók közti jövedelmi egyenlőtlenségek elmélyültek, fokozódott a társadalmi elégedetlenség. (Naughton [2007])

A Hu-Wen adminisztráció látva a kialakult helyzet súlyosságát a gazdaságpolitikai gondolkodás felszabadítására bízott, s a stabilitás megteremtése érdekében mind a gazdasági, mind a politikai fronton koncepcióváltást hirdetett. Ennek jegyében a 2000-es évek elejétől a hangsúly a szocialista „harmonikus társadalom” felépítésére került át, az új irány jelszavai a „közös gazdagodás”, „az ember az alapvető tényező” stb. lettek. (Juhász [2009]) Miután a vidéki zavargások egyre gyakoribbá váltak, Peking fontosnak látta, hogy demonstrálja az ügy melletti elköteleződését, ezért az elszegényedett belső tartományok valamint a vidéki gazdák problémájának orvoslására több akciótervet is kidolgoztak: a gazdálkodók például adókedvezményeket élvezhettek, különböző támogatásokat kaptak.

Ez a szituáció egyben a vezetés árfolyam-politikai mozgásterét is korlátozta, a kínai belső feszültségeket alapul véve ugyanis káros hatással lett volna, ha hagyják, hogy az árfolyam felértékelődjön. Ennek oka, hogy egy esetleges felértékelés következtében például a kedvezőbb importlehetőségek miatt csökkenhetnének a hazai élelmiszerárak, s ez rontaná a helyi termelők bevételi lehetőségeit. A lépés ezen kívül a külkereskedelemre termelő, munka intenzív szektorokat is hátrányosan érintené, sokkal kevésbé érne meg a termékeket a világpiacon értékesíteni, s ezért munkásokat kellene elbocsátani, ami még jobban kiélezné a vidéki indulatokat.

Bonyolította a helyzetet, hogy a kínai felsővezetői körökben sem volt teljes egyetértés az árfolyam-politika kapcsán, a különböző érdekek ütközése ezért szintén fékezte a reformokat. (Freeman – Yuan [2011]) Az ügy kimenetelében befolyással bíró közigazgatási intézmények közül az árfolyamrendszer-megújítás fő ellenzőjének a Kereskedelmi Minisztérium (Ministry of Commerce; MOFCOM) bizonyult. A gazdaságfejlesztési stratégia alakításáért felelős minisztérium véleményét erősen befolyásolták a különböző kamarák. E lobbizó csoportok a japán példát precedensnek tartva azt a nézetet vallották, hogy az ország valutájának felértékelése tönkretenné az export versenyképességét, s ezáltal jelentős károkat okozna az országnak. Nem véletlen viszont, hogy a kamarák vezetése ezt a nézetet osztotta, ugyanis ezekben a tömörülésekben a magas tisztségeket általában a nemzetközi kereskedelemben érdekelt nagyvállalatok képviselői töltik be.

A Pénzügyminisztérium (Ministry of Finance; MOF) nézőpontjából szintén több érv szólt a dollárhoz való szorosabb rögzítés megtartása mellett. Egyrészt, mint a PBOC

„vetélytársa” a MOF szerepe sokkal erősebb lehet a gazdaságpolitika alakításában, ha fennmarad a fix árfolyam, hiszen a Mundell–Fleming-modell tételeit alapul véve rugalmatlan árfolyamrendszer mellett hatékonyabban funkcionál a fiskális politika a monetáris politikánál. Másrészt, mivel a minisztérium jelentős értékben hitelez a helyi közigazgatási szerveknek²⁷ nem érdeke az árfolyam felértékelése, mert akkor a szegényebb tartományok törlesztési nehézségekbe ütköznének, és ez erősen veszélyeztetné az egyébként is szigorú költségvetéssel rendelkező központi intézmény helyzetét. A Nemzeti Fejlesztési és Reformbizottság (National Development and Reform Commission; NDRC) – amelynek szintén van gazdaságpolitikai befolyása – pedig a vezetés szegénység és egyenlőtlenség elleni küzdelmének sikerét látta veszélyeztetve a potenciális felértékelés kapcsán. (Bell – Feng [2013])

A PBOC a többi intézménnyel ellentétben a felértékelés hatékony előmozdítását favorizálta. Ennek oka, hogy a jelenlegi keretek közt a jegybank egyik fő feladatát, nevezetesen az inflációs kontrollt nehezen tudja elvégezni, s ebben a rugalmas árfolyam nagy segítségére lenne. A fenyegető inflációs nyomás egyrészt az árfolyamrögzítés hazai mechanizmusából adódik, amelyet ugyan a PBOC folyamatosan kezelni próbál, viszont a túlzott likviditást felszívó intézkedései többletterheket rónak az országra²⁸. Másrészt újabban a világgazdaságból importált infláció is nehézségeket jelent számára, ugyanis a 2008-ban kitört világgazdasági válság árlenyomó hatásának megszűntével a többkörös amerikai mennyiségi lazítás újból felhajtotta a nyersanyagok világpiaci árát. Az is igaz viszont, hogy mivel az ország nyersanyagszükséglete egy fix adottság, az importált infláció csökkentéséhez jó szolgálatot tenne a felértékelés.

A PBOC legfőbb döntéshozóinak reformokkal szembeni szimpátiáját az is táplálta, hogy a legtöbb jegybanki felső- és középvezető illetve tanácsadó az Egyesült Államokban végezte tanulmányait, és ezért az ő álláspontjukat sokkal jobban figyelembe veszik. Tehát, miután ők szakmailag megfelelően alátámasztják érveiket, ezért jobban meghallgatásra találnak. (Freeman – Yuan [2011]) Ezen túl a jegybank amiatt is a kevésbé fix árfolyamot szorgalmazta, mivel egyre nehezebben tudja

²⁷A hitelek összege 2005-ben már meghaladta a 17 milliárd dollárt. (Bell – Feng [2013])

²⁸A probléma részletesebb elemzése a későbbiekben olvasható.

kezelni az országba beáramló, egyre nagyobb mennyiségű, spekulatív forró tőkét, s ez aláássa a monetáris politikája erejét.

Ami az amerikai vádakra adott válaszokat illeti, a világszerte elismert kínai szakemberek sem vonakodtak attól, hogy saját nézőpontjukat megvédjék. Írásaikban és egyéb megnyilvánulásaikban rendre elvetették, hogy Kína okolható lenne az Egyesült Államokban jellemző magas munkanélküliség illetve a jelentős folyó fizetési mérleg hiány miatt. Huang [2010] érvelése szerint az amerikai termelő szektorban bekövetkező leépítések időben jóval megelőzték azt, hogy Kína a „világ gyárává” nőtte volna ki magát, illetőleg az USA hiánya korábban, már az 1990-es évektől növekedésnek indult, tehát nem húzható párhuzam a 2004 óta bővülő kínai szufficittel. A szerző szerint e tények miatt az, hogy az amerikai gazdasági problémákkal a kínaiakat vádolják „ellentmond a józan észnek” (Huang [2010] pp. 23.)

Yu Yongding [2010]²⁹ az elviekben a kínai árfolyam-politikának betudható milliós nagyságrendű amerikai munkaveszteségek kapcsán megdöbbenését fejezte ki, véleménye szerint egy ilyen összetett jelenségeket nem lehet egyszerű, felületes becslésekre hagyatkozva értelmezni. Rávilágított továbbá, hogy a két gazdaság struktúrájában olyannyira különbözik, hogy nem életszerű azt gondolni, hogy a kínai exporttermékek az Egyesült Államokban gyártottakkal versenyezni tudnának. Az eltérések szemléltetéseként felvetette, hogy Kínának 800 millió pólót kellene eladnia ahhoz, hogy egy amerikai Boeing repülőgépet meg tudjon vásárolni. Kitért továbbá arra is, hogy ha feltételeznénk, hogy a kínai kereskedelmi többlet valóban csökkentette az amerikai foglalkoztatottságot, akkor azt is feltételezni kellene, hogy a renminbi felértékelése után más alacsony termelési költségekkel bíró államok, például Malajzia, Vietnám venné át Kína szerepét, tehát az Egyesült Államokban a helyzet változatlan maradna.

A vonatkozó kínai szakmai tanulmányokat áttekintve továbbá az is látszik, hogy a kínai kutatók azt nem vonják kétségbe, hogy Kínának saját érdekei miatt módosítania kell árfolyam-politikáját, de a renminbi gyors ütemben való felértékelés kimenetelét egyöntetűen károsnak tartják. Többek közt például He [2013] is azt hirdeti, hogy a

²⁹A közgazdász éveken keresztül a Kínai Társadalomtudományi Akadémia (Chinese Academy of Social Sciences; CASS) releváns intézetének vezetője volt.

gazdaságpolitikai reformokon belül kitüntetett figyelmet kell szentelni az árfolyam-politikai változtatásoknak. Állítása szerint ez azért lényeges, mivel Kínában régóta égető kérdés, hogy mikor tudnak végre strukturális reformok megvalósulni. A közgazdász véleménye az, hogy az ország jövője szempontjából fontos lenne, ha a szolgáltató szektor fel tudna zárkózni a nemzetközileg versenyképes termelő szektorhoz, ehhez azonban az erőforrások reallokációjára lenne szükség. Ellenben azt is kiemeli, hogy a folyamatot nem szabad túlságosan sürgetni se, hiszen az jelentős gazdasági veszélyeket hordoz magában. Az árfolyam hirtelen liberalizálása nyomán ugyanis szerinte esélyes, hogy több exportra szakosodott vállalat csődbe menne, ami miatt a migráns munkaerő pedig az utcára kerülne.

A kommunikált hivatalos kínai vélemény valamint az elmúlt években eszközölt számos lépés szintén arra enged következtetni, hogy a kínaiak is tisztában vannak vele, hogy a jelenlegi gyakorlaton változtatni kell. A jegybank egyik alelnöke, Hu Xiaolian a 2010-ben, az árfolyamrendszer újbóli felülvizsgálata okán tett nyilatkozatában Milton Friedman munkásságára hivatkozva például kifejezte, hogy Kína elismeri az árfolyamrögzítéssel együtt járó infláció káros sajátosságait. Más országok tapasztalati alapján ugyanis tudják, hogy nem csak gazdasági, hanem társadalmi és politikai hatásai is lehetnek annak, ha az árak alakulását nem tartják kordában. Kiemelte továbbá, hogy nem akarják, hogy a kínai társadalom alacsonyabb jövedelmű rétegei, azaz az ipari munkások valamint a betelepülők az árszínvonal nem megfelelő kezelése miatt tarthatatlan helyzetbe kerüljenek. (Hu [2010a])

Áttekintve tehát a kínai véleményeket, azt a következtetést lehet levonni, hogy Kína – ugyan, ha fenntartásokkal is – de egy ideje elismeri a reformok szükségességét. Továbbá az a korábbi kínai indoklás, miszerint a kínai pénzt a befektetői bizalom támogatása valamint a gazdasági stabilitás megőrzése miatt fontos, hogy egy stabil valutához kössék napjainkban már nem állja meg a helyét. Meglátásunk alapján ugyanis az ország világgazdasági integráltsága olyan erős, hogy a külső sokkok ellen védekezés is hasznos. Az is igaz viszont, hogy amennyiben az ország a rögzítést egy pillanat alatt feladná, az könnyedén gazdasági összeomláshoz vezethetne, miután a kínai pénzügyi szektor fejlettségi szintje még nem nevezhető elégségesnek a rugalmas rendszer megfelelő működéséhez.

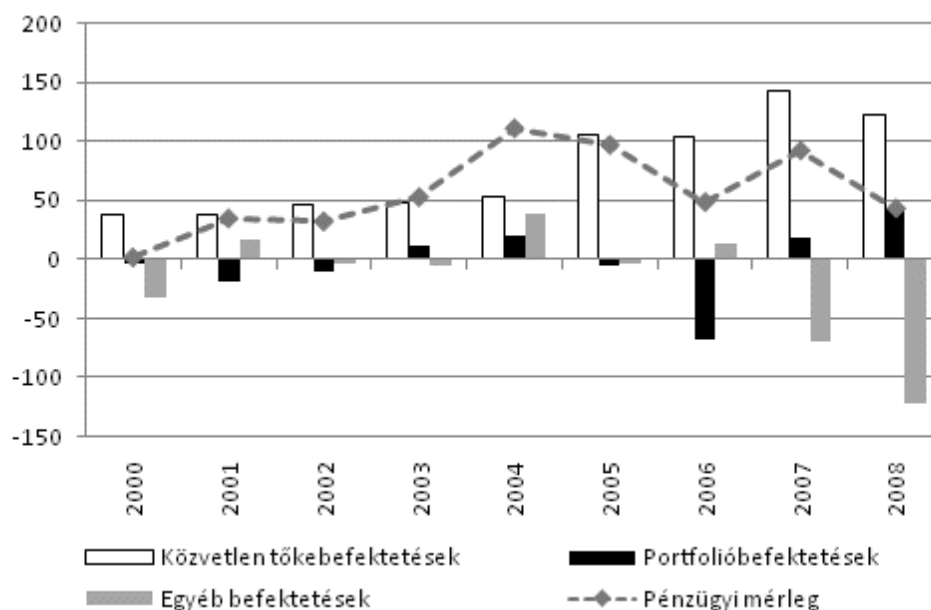
6.2 Az árfolyam-politika fenntartásának belső korlátai

6.2.1 A rögzítés mechanizmusának következményei

Elemzésünk kezdő lépéseként vizsgáljuk meg, hogyan alakult az országba érkező külföldi tőke értéke. Az Ázsiai Fejlesztési Bank (Asian Development Bank; ADB) statisztikái szerint a kínai pénzügyi mérleg egyenlege már az 1990-es években szufficites volt, az ázsiai válság évétől eltekintve minden évben pozitív nettó külföldi tőkebeáramlást regisztráltak. Ez a tendencia később sem változott meg, sőt az ezredfordulótól kezdve a beáramlás még jobban felgyorsult. A 2008-as világgazdasági válságot megelőzően például a befektetések értéke több évben is már 100 milliárd dollár környékén mozgott.

Mivel magyarázható a 2000-es években jellemző fokozott külföldi érdeklődés? Egyrészt az olcsó jüan illetve a látványos gazdasági fejlődés erősen vonzotta a befektetni vágyókat, hiszen így az ország kiváló befektetési lehetőségeket kínált. Ösztönzőleg hatott továbbá, hogy ebben az időben egyre jobban nőtt a kínai és az amerikai kamatlábak közti különbség, a tőkepiaci befektetések megtérülései tehát jóval kedvezőbbeknek bizonyultak Kínában. (Anderson [2005]) Ezenkívül az árfolyam felértékelésére számító spekulánsok is fokozatosan egyre jelentősebb összegekkel jelentek meg a kínai tőkepiacon.

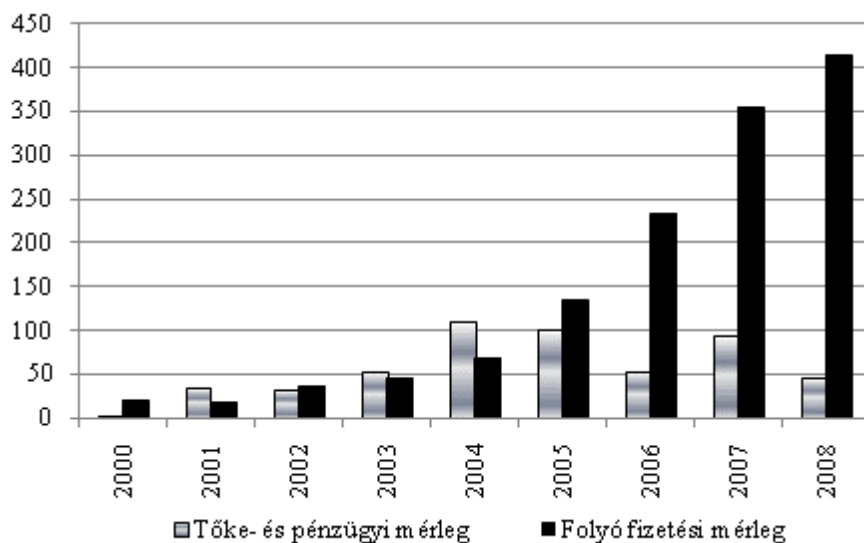
28. ábra: Külföldi tőkebeáramlás Kínában
(milliárd \$, 2000-2008)



Forrás: ADB [2012] /letöltve 2012-04-04/

A tőkebeáramlás különböző funkcionális kategóriát elkülönítve megfigyelhető, hogy azon belül a legstabilabbnak az FDI értéke bizonyult, a flow adat ugyanis pár év leforgása alatt duplájára nőtt: Míg 2000-ben az éves külföldi közvetlen tőkebefektetés értéke még nem érte el a 40 milliárd dollárt sem, 2005-től jóval dinamikusabbá vált a beáramlás, s így a Kínába irányuló FDI értéke szinte minden évben meghaladta már a 100 milliárd dollárt. A portfólió-befektetések alakulása meglehetősen hektikus volt, több évben tőkekivonás volt jellemző. A legnagyobb kilengések azonban az egyéb tőkebefektetések esetében jelentkeztek, 2008-ban például több mint 120 milliárd dollárra rúgott a tőkekimenekítés értéke. A további vizsgálódáshoz nézzük a kínai fizetési mérleg egyes részmérlegeinek egyenlegeit.

29. ábra: A kínai fizetési mérleg egyes részegyenlegei
(milliárd \$, 2000-2008)



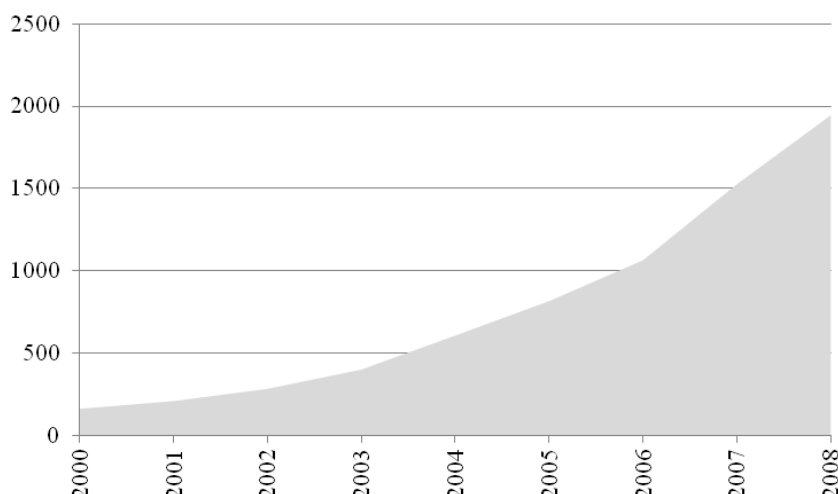
Forrás: ADB [2012] /letöltve 2012-04-04/

A kínai fizetési mérleg sajátos vonása, hogy a megszokott gyakorlattól eltérően mind a folyó fizetési mérleg, mind a tőke- és pénzügyi mérleg hosszú ideje többletet mutat. Tehát azt lehet mondani, hogy az ország gyakorlatilag évek óta az összes külgazdasági ügylete során aktívumot könyvel el, azaz mind külföldi tőkebeáramlással jár. Ez a sajátosság már az 1990-es években is jellemző volt, viszont főként a folyó fizetési mérleg egyenleg kedvező alakulásának okán az ezredforduló óta a kettős többlet még gyorsabban növekszik. Míg a dupla szufficit éves összege 2000-ben még alig haladta meg a 22 milliárd dollárt, 2008-ra ennek sokszorosára, mintegy 460 milliárd dollárra bővült. Ez a tetemes pénzbeáramlás az árfolyamrögzítés mellett elkötelezett kínai jegybanktól évek óta aktív devizapiaci jelenlétét követel meg, hiszen felértékelési nyomást gyakorol a renminbi árfolyamára.

Az aktív jegybanki kereskedés nyomán Kína külföldi valutatartalék-állománya értelemszerűen rohamosan növekszik az ezredforduló óta. Az ADB adatai szerint bár a valutatartalékok mennyisége már az 1990-es években is folyamatosan bővült, az állomány 2000-ben még alig haladta meg a 165 milliárd dollárt. Azt ezt követő nyolc év során azonban az érték évente átlagosan közel 40 százalékkal gyarapodott, aminek hatására 2008-ban Kína már közel 2000 milliárd dollárnyi külföldi valutatartalékot

tudhatott magáénak. Ezzel a teljesítménnyel az ország világelsővé nőtte ki magát a mutató tekintetében. A beavatkozás másik következményeként pedig értelemszerűen megnőtt a gazdaságban lévő hazai pénz mennyisége is.

30. ábra: Kína külföldi valutatartalék-állománya
(milliárd \$, 2000-2008)



Forrás: ADB [2012] /letöltve 2012-04-04/

A túlzott bankközi likviditást Kína több módon is próbálja enyhíteni. Eleinte főként nyílt piaci műveletekkel ellensúlyozták a devizapiaci intervenció monetáris bázisra gyakorolt hatását, majd hozzávetőlegesen a 2000-es évek közepétől az adósságot megtestesítő értékpapírok kibocsátása mellett egyre hangsúlyosabbá vált a banki tartalékképzés szigorítása. Innentől kezdve általában kis lépésekben – alkalmanként 50 bázisponttal –, ám rendkívül sűrűn emelték a rátát. 2006 és 2008 közt például összesen 20 alkalommal került rá sor. Következésképpen e két év alatt közel duplájára, azaz 17,5 százalékra nőtt a kötelező tartalékráta. Az ilyen irányú fokozott aktivitás más országokban Ma et al [2011] szerint annyira nem jellemző, ezért Kína gyakorlatilag az elmúlt években a világelsők közé került a tekintetben is, hogy milyen gyakran veti be az instrumentum használatát.

Azt, hogy Kína sterilizációs gyakorlata hosszú távon fenntartható volna, sokan kétségbe vonják. (Greenwood [2008], McKinnon – Schnabl [2008]) Ha a kötelező tartalékráta értékét nemzetközi összehasonlításban értékeljük, abból az látszik, hogy vannak olyan országok, amelyekben a kínainál magasabb a ráta. Elviekben az tehát

még tovább emelhető lenne. Mindazonáltal Ma et al [2011] kiemeli, hogy már a jelenlegi ráta is azt vonta maga után, hogy a kínai jegybanknál tartandó kötelező banki tartalékállomány minden más országénál nagyobb lett, s ez az extrém mennyiség jelentős terhet ró a kínai bankrendszerre. Emellett a módszer a kamatok torzulását is eredményezte. Ahhoz ugyanis, hogy a helyi pénzintézetek hajlandóak legyenek a jegybank által kibocsátott papírokat megvásárolni, meglehetősen magas megtérülést kellett ígérni. A sterilizációs kötvényekre fizetendő jelentős kamatok pedig amiatt terhelik meg egyre jobban a központi bankot, mivel azokhoz képest jóval alacsony hozamokat realizál a PBOC azon amerikai államkötvények által, amelyekben valutatartalékainak nagy részét tartja.

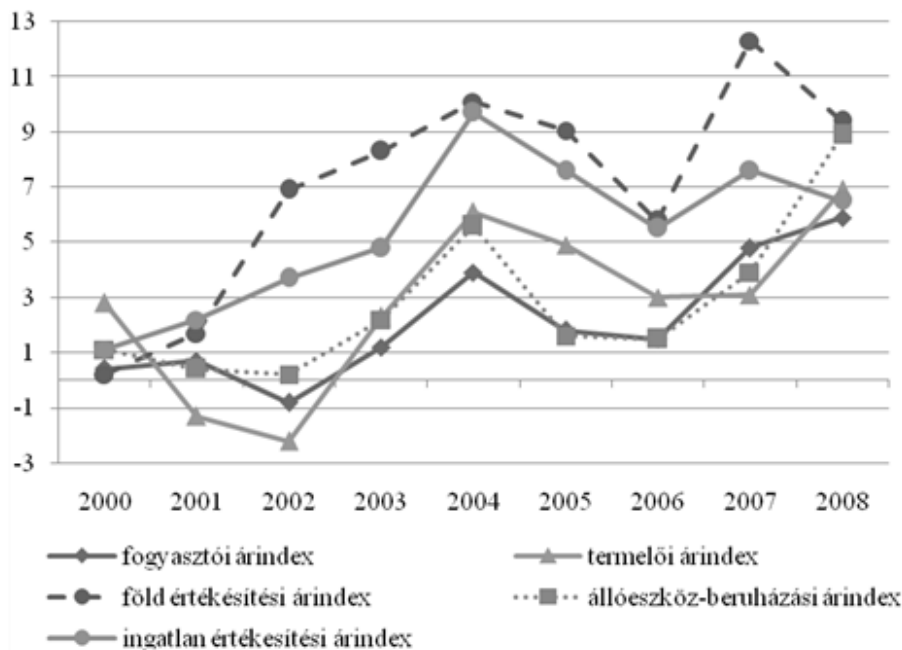
Fontos látni továbbá, hogy a komoly mértékű sterilizáció eredményessége sem nevezhető egyértelműnek, mivel csak korlátozottan tudta megfékezni a túlzott likviditás negatív hatásait. A Világbank adatai szerint a tágabb értelemben vett pénzkínálat, azaz az M2 mutató értéke a sterilizáció ellenére továbbra is évről évre lendületesen nőtt. A bővülés üteme 2000 és 2008 közt 12 és 22 százalék közt ingadozott. A pénzmennyiség szapora bővülése kedvezett a hitelezés felgyorsulásának, a bankok rengeteg kölcsönt helyeztek ki, ami erős beruházási hullámot és ezáltal jelentős gazdasági expanziót indított el. Mindazonáltal a hitelezési boom folyamánként egy esetleges pénzügyi válság kialakulásának is megnőtt a kockázata. (Cappielli – Ferruci [2008])

A túlfűtöttség jelei az általános árszínvonal alakulásában egyértelműen megmutatkoztak. A korábbi mérsékelt inflációjú időszakot követően az árak újból tartós emelkedésnek indultak, a fogyasztói árindex értéke a PBOC szerint 2007-ben 4,8, míg 2008-ban pedig már 5,9 százalékra rúgott. A fölös hazai pénz növekedése ezen túl az eszközárak dinamikus emelkedéséhez vezetett. A világgazdasági válság előestéjén többek közt például az ingatlanpiac is egyre erősebben szárnyalt, az ingatlanértékesítési árindex értéke éveken keresztül mind magasabbra kúszott, így többen ingatlanpiaci buborék kialakulását jövendölték. Az ingatlanárak felfutását a korábbi negatív tapasztalatok valamint az ingatlanpiac bankszektorral való szoros összefonódása miatt tartották veszélyesnek. A két szektor közti szoros függőségi viszony a 2000-es évek folyamán alakult ki, miután az ingatlanpiaci beruházások jelentős részét hitelből finanszírozták. Ennek nyomán például már 2003-ban a teljes

banki kintlévőségek mintegy egyharmadáért az ingatlanpiac volt felelős³⁰. (Bell – Feng [2013])

31. ábra: Kínai árindexek

(%, 2000-2008)



Forrás: NBSC [2013] /letöltve 2013-03-07/

Látva a kínai gazdaság túlfűtöttségét illetőleg figyelembe véve más fejlődő országok példáját Frankel már 2006-ban azt javasolta, hogy Kína változtasson árfolyampolitikáján. Ezt kizárólag az ázsiai ország érdekében szorgalmazta, arra hivatkozva, hogy a fix árfolyam feladását azokban az időkben célszerű megindítani, amikor a valuta még erős és biztonságban van, ahelyett, hogy megvárják, míg külső sokkok kényszerítik erre. (Frankel [2006]) A közgazdász ezen túl a tetemes mennyiségű külföldi valutatartalék-állományra hivatkozva is a változtatás mellett érvelt, szerinte ugyanis azzal, hogy Kína abból amerikai államkötvényeket vásárol, magát károsítja, mivel azokon alacsony megtérülést realizál, illetve közben saját befektetőinek megmagasabb hozamokat fizet, tehát összességében jelentős haszontól esik el.

³⁰A pontos érték annak függvénye, hogy az ingatlanpiachoz kapcsolódó hitelek körét milyen tágan értelmezzük.

A vonatkozó statisztikák szerint 2008-ra már valóban bizonyos jelek utaltak arra, hogy az árfolyam-politika fenntartása hosszú távon nem kifizetődő az ország számára. Tény, hogy Kína számára jelentős költségeket okozott a rögzítés folyamatos sterilizált devizapiaci intervenció segítségével való fenntartása. Meglátásunk szerint azonban a túlhevülés miatti elemzői aggodalmak túlzóak voltak. Egyrészt a pénzkínálat növekedési üteme az 1990-es években tapasztalt bővüléshez képest nem volt annyira magas. Másrészt, ha el is ismerjük az eszközár-buborékok kipukkanásának veszélyét, hozzá kell tenni, hogy az árak felfutását számos más, fundamentális ok is magyarázta, azaz nem egyértelmű, hogy az árfolyam-politika radikális változtatása bizonyult volna a legjobb megoldásnak.

6.2.2 A pénzügyi integráció elmélyülésének hatása

A kínai szocialista piacgazdasági rendszer létrehozásának célkitűzéseiben többek közt a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok liberalizációja is szerepelt, 1993-ban például döntés született arról, hogy el kívánják érni, hogy a kínai „népi valuta” az ezredfordulóra konvertibilissé váljék. (Tálas [1999]) A devizagazdálkodás reformja ennek jegyében el is indult, azonban arra inkább a kis lépésekben való haladás, az óvatosság volt jellemző. A folyamat során lényeges momentumnak számított a kötött devizagazdálkodáshoz képest a FESPS kialakítása, ami a folyó fizetési mérleg tételeinek vonatkozásában egyfajta feltételes konvertibilitást jelentett. (BIS [2008]) Áttörést azonban csak az 1996-os év hozott, mikor is a KNK bejelentette, hogy valutáját a folyó fizetési mérleg tranzakciók tekintetében teljesen szabadon átválthatóvá teszi. Ezt követően az ázsiai pénzügyi krízis hatására a folyamat szinte teljesen leállt, majd az ország 2001-es WTO csatlakozása nyomán került csak a téma újra napirendre. Fokozatosan egyre több tranzakciót vontak ki az ellenőrzés alól, de koránt sem beszélhetünk teljes liberalizációról, inkább egy vegyes típusú rendszer alakult ki az országban.

A kínai hatóságok az ország tőkepiaci integrációját a külföldi közvetlen beruházások korlátjainak enyhítésével indították. A választás nem volt véletlen, hiszen a tőkeáramlások közül az FDI hordozza magában a legkevesebb rizikót, nem eredményez hektikus, kezelhetetlen tőkefolyamatokat és több csatornán (tudástranszfer, termelékenység nemzetgazdasági szintű javítása stb) keresztül is hozzájárulhat az ország prosperálásához. Az FDI-ra az elszigetelődés idején jellemző

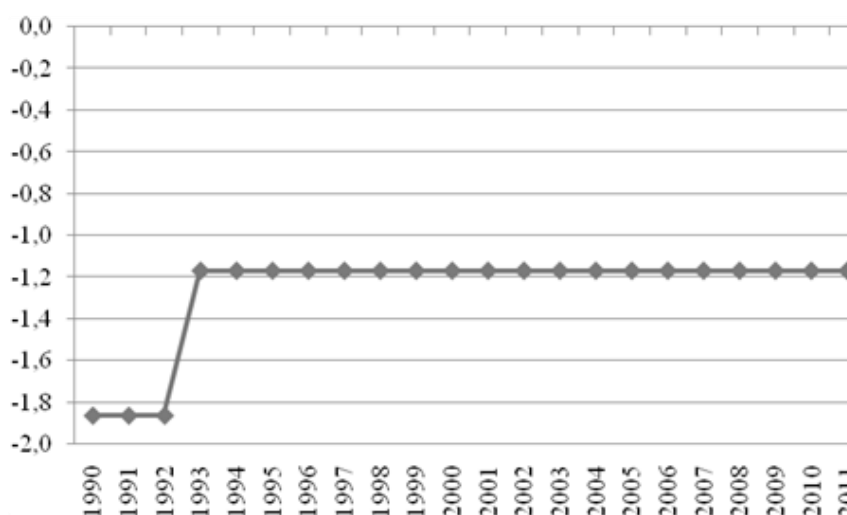
szigorú szabályozás mindkét irányban eltűnt, s ennek nyomán 2010-re már 680 ezer külföldi vállalat telepedett meg Kínában, míg mintegy 160 ezer kínai cég valósított meg közvetlen tőkeberuházást az országhatárokon túl. (Zhang [2011]) Ugyan a legtöbb korlátozást kivezették, tökéletes szabadságról az FDI tekintetében nem beszélhetünk, mivel az összes befektetni vágyónak jóvá kell hagyatni szándékát az illetékes kínai hatóságokkal a befektetés megkezdése előtt.

A további tőketranzakció előtti akadály elhárítását – miután azok esetében fennáll a spekuláció esélye – Kína jóval óvatosabban, lassabb ütemben végezte. Kis mértékű, ám komoly előrelépést jelentett a folyamat során, hogy bizonyos külföldi befektetők számára szigorú keretek közt engedélyezték, hogy a kínai piacra léphessenek a bevezetett QFII (qualified foreign institutional investor; QFII) mechanizmus keretében. A kísérleti program nyomán 2010-re már közel 100 nem-kínai beruházónak volt lehetősége meghatározott feltételek mellett jüanban denominált termékeket vásárolni. (Zhang [2011]) Ezzel párhuzamosan a QDII (qualified domestic institutional investor; QFDI) pedig kínai befektetőknek kínált korlátozott lehetőségeket, hogy a globális tőkepiacokra kijussanak. Az értékpapír-piaci kvótarendszerek létrehozásával illetve a hozzájuk kötődő szabályok fokozatos lazításával tehát az ország további tőketételek vonatkozásában is megindult a pénzügyi globalizáció felé vezető úton. Látni kell azonban, hogy a portfólió-beruházásokra valamint az adósságfinanszírozó, egyéb beruházásokra vonatkozó kínai szabályozási lazítások tartalmukat és eredményeiket tekintve kevés elmozdulást jelentettek a teljesen zárt, korábbi rendszerhez képest.

A szabályozás rövid történeti áttekintése után a kínai pénzügyi globalizáció fokát próbáljuk meg számszerűsíteni. A pénzügyi nyitottság mérését kétféle megközelítésben is el lehet végezni, szokás egyrészt a bejelentett szabályozás alapján értékelni, másrészt a tényleges tőkeáramlások intenzitását is alapul lehet venni. Az első típusba, a de jure mutatók közé tartozik a Menzie Chinn és Hiro Ito által kifejlesztett kompozit index, a KAOPEN. Az indikátor a tőketranzakciókra érvényes törvényi előírások kvantifikálásával hasonlítja össze azt, hogy az országok a pénzügyi globalizáció milyen szintjén állnak, forrása az IMF AREAR adatbázisa. (Chinn – Ito [2006]) Az ilyen jellegű mutatók hatékonyságát bár többen megkérdőjelezik, előnyüknek nevezhető, hogy egyértelmű képletek szerint hozzák őket létre, időről időre frissíthetők és az országok széles skáláján lehetővé teszik a

számszerűsíthető összehasonlítást. A Chinn–Ito-indexet 178 országra számolják, az általunk használt, 2013-as, frissített adatbázis-verzió az 1970-2011 közti időszakot öleli fel. Az index magasabb értéke a határon túli tőketranzakciók nagyobb szabadságát jelzi. A teljes adatsor 2011-es adatait tekintve a legmagasabb érték 2,44, ami a teljes pénzügyi nyitottságra utal, a minta minimuma pedig -1,86. A Kínára számolt mutató 1993 óta mozdulatlan, azaz a pénzügyi integrációs folyamat megtorpanását jelzi. A liberalizációs szint pedig meglehetősen alacsony, a -1,17-es értékkel az összes ország közül Kína a 110. helyet foglalja el.³¹

**32. ábra: A Kínára számolt KAOPEN index
(1990-2011)**



Forrás: Chinn – Ito [2006] cikkéhez tartozó adatsor /letöltve 2012-03-12/

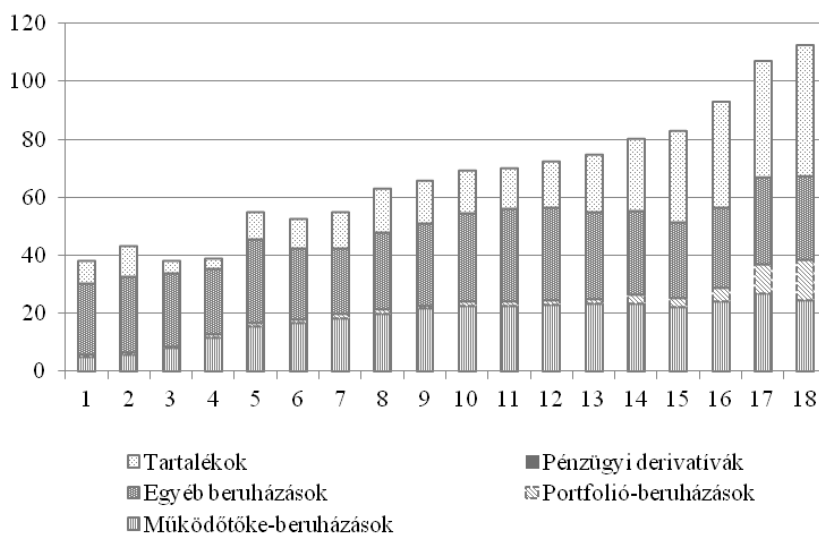
A KAOPEN mutató kínai értékei tehát azt sugallják, hogy az ország pénzügyi integrációja csekély és hosszú ideje nem történt jelentősebb előrelépés. Véleményünk szerint viszont ez az állítás azonban túlzó, hiszen a bejelentett intézkedéseket figyelembe véve úgy látjuk, hogy ugyan fokozatosan, de Kína egyre inkább nyit a globális tőkepiacok felé. Ezt azonban nem direktben a KAOPEN hibájának gondoljuk, hiszen ennek eredménye teljesen egybevág más, hasonló elvek alapján, Kínára számolt de jure indexek alakulásával. (IMF [2012]) Az efféle összetett mutatók használati értékét épp a hasonló anomáliáik miatt többen

³¹A helyezést torzítja, hogy számos holtverseny van a listában, például csak az első helyen több mint 50 ország áll.

megkérdőjelezzük, ennek ellenére szerintünk a KAOPEN, és társainak kiiktatása nem lenne célszerű.

A gazdaságpolitikai szándékot tükröző szabályozások, intézkedések elemzése mellett lehetőség van a tényleges pénzügyi nyitottság vizsgálatára is. Leggyakrabban az országok nemzetközi beruházási pozícióját veszik alapul ehhez, azaz kiszámítják az összes külföldi vagyoneszköz és kötelezettség GDP-re vetített arányát. A tőkeáramlások szabadságának de facto mérésére további megoldások is léteznek: meg lehet nézni, hogy mekkora a külföldi bankok jelenléte az adott országban, a banki hitelek hány százalékot szolgáltatják nem-hazai pénzintézmények, milyen gyakran használják a külkereskedelemben a hazai valutát, van-e különbség az onshore és az offshore piacokon jegyzett kamatlábak, hozamok közt? Ezeken kívül a Feldstein-Horioka rejtélyt alapul véve megvizsgálható az is, hogy a beruházások alakulása mennyiben követi a megtakarítások változását.

**33. ábra: A külföldi eszközök és források összege Kínában
(a GDP %-ában, 1990-2007)**



Forrás: Lane – Milesi-Ferretti [2007] cikkéhez tartozó adatsor /letöltve 2012-03-07/³²

Ha a méréshez a határon átnyúló összes kínai követelés és kötelezettség összegét a GDP százalékában használjuk, akkor az látszik, hogy Kína pénzügyi integrációja évről évre mélyült, a számolt indikátor értéke közel háromszorosára, azaz több mint

³²Mivel az adatbázis frissítése még nem történt meg, csak 2007-ig állnak rendelkezésre adatok.

110 százalékra nőtt. Összehasonlításképpen ugyanez a fejlődő országok esetében mintegy 150 százalék körül áll, a fejlett országok csoportját tekintve pedig már meghaladja a 300 százalékot³³ (Lane – Milesi-Feretti [2007]), tehát Kína de facto pénzügyi nyitottsága dinamikusan nőtt, de más országokhoz képest még mindig relatíve alacsony maradt.

A külföldi vagyoneszközök és kötelezettségek egyes komponenseit tekintve a legdinamikusabb bővülést a portfólió-beruházások produkálták, a GDP százalékában kifejezve értékük több mint huszonötszörösére nőtt. Ennek ellenére részarányuk az összetevők közt még mindig a legkisebb maradt. A vizsgált időszak utolsó öt évét nem számítva – amikor is a tartalékok értéke hirtelen felduzzadt – a GDP-hez mért külföldi eszközök és források legnagyobb részét a tulajdonviszonyt nem megtestesítő, egyéb beruházások tették ki. E tételek időszora azonban növekedést nem mutatott. A kifelé és befele áramló tőkén belül végig domináns szerepe volt a külföldi közvetlen befektetéseknek, az FDI/GDP mutató 5 százalékról 24 százalékra nőtt, ami a pénzügyi nyitást jól tükrözi. Összegezve tehát a de facto mutatók folyamatos, ám nem túl gyors ütemű tőkepiaci nyitást mutatnak.

A fentiek során kiderült, hogy a kínai pénzügyi liberalizáció egyre inkább elmélyült, ám a nyitás meglehetősen lassan zajlott. Mi az oka annak, hogy a KNK ilyen megfontolt ütemben halad e terén? Először is a kínai tőkepiaci struktúra még fejletlen, nem állnak rendelkezésre megfelelő fedezeti lehetőségek, illetve a hazai befektetők tapasztalatlanok, így egy drasztikus tőkepiaci boom helyzetet nem tudnának kezelni, egy pénzügyi válság pedig végzetes lehetne számukra. A kínai tőkepiacra a likviditásbőség jellemző, a hirtelen szabadság ezért óriás mennyiségű pénzmozgásokat vonna maga után, amiktől az eszközök árai kiszámíthatatlanul ingadoznának, s ehhez a kevésbé versenyképes vállalatok, pénzintézetek nem tudnának alkalmazkodni.

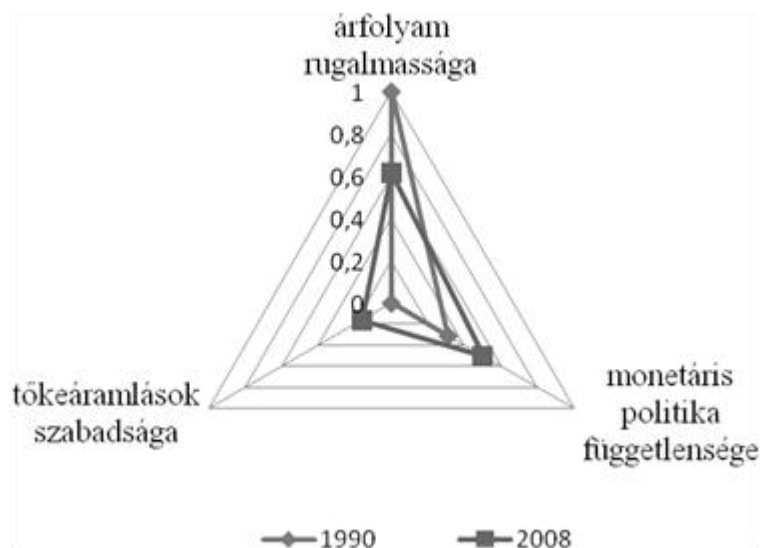
Yu [2008] szerint mivel Kínában a tulajdonjogok biztonsága még nem rendezett, a teljes pénzügyi integráció nyomán meginduló tőkekiáramlás félti, hogy a tehetősebb réteg vagyonát is veszélyeztetné. A szerző felhívja továbbá a figyelmet, hogy a korlátok teljes eltörlése a pénzmossást is elősegítené. A tőkepiaci kontroll véleménye

³³A fejlődő és fejlett országok csoportjára vonatkozó átlagok az adatok hiánya miatt a 2004-es állapotot tükrözik.

szerint a kínai típusú fejlődés egyik jellegzetes vonása, hiszen segítségével a hitel és betéti kamatlábakat alacsonyan tudták tartani, s ez elősegítette az állami szféra beruházásainak felfutását illetve végső soron a gazdasági növekedés dinamizmusát. A kínai kutatók ezeken kívül kiemelik az ázsiai pénzügyi válság keserű tapasztalatait: a lehetőség, hogy a teljes liberalizáció nyomán egy ország sokkal könnyebben válhat a nemzetközi spekulatív tőke áldozatává, szintén fékezi a reform véghezvitelét. (Gao – Yu [2011], Zhang [2011])

Ahhoz, hogy bizonyítani vagy cáfolni tudjuk eredeti feltevésünket célszerű a „lehetetlen szentháromság” tételének három dimenzióját kvantifikáló trilemma indexeket is segítségül hívni. Az Aizenman et al [2008] által kidolgozott adatbázis több mint 170 országra tartalmaz információt, a három index értékei 0 és 1 közt mozognak, a magasabb számok függetlenebb monetáris politikára, stabilabb árfolyamra valamint nagyobb pénzügyi nyitottságra utalnak. A monetáris politika függetlenségének fokát a hazai és a külföldi³⁴ pénzpiaci kamatlábak közti korrelációval közelítik, az árfolyam stabilitásához az árfolyam szórását számolják, míg a pénzügyi nyitottsághoz a KAOPEN mutató nyújtja az alapot.

**34. ábra: Elmozdulás a kínai trilemma indexekben
(1990-2008)**



Forrás: Aizenman et al [2008] cikkéhez tartozó adatsor /letöltve 2012-03-12/

³⁴A külföldi kamatláb azon országé, amelynek monetáris politikája a legnagyobb befolyást gyakorolja a hazai gazdaságra.

A kínai gazdaságpolitikai célok közti egyensúlyozást az 1990 és a 2008-as világgazdasági válság kitörése közti időszakon elemezzük. Ha a két időpont közti változást tekintjük, az indexek a trilemma érvényesülését szinte tankönyvszerűen visszaadják: az árfolyam rugalmasságában bekövetkezett, 0,4-nyi pozitív irányú elmozdulást, a másik két index negatív irányú változásainak összege – mindkettő esetében -0,2-nyi eltérés történt – teljes mértékben ellensúlyozza. Ha tehát a kínai monetáris politika függetlenségét adottságnak vesszük, s feltesszük, hogy a vezetés a jövőben sem hajlandó abból engedni, a trilemma indexek múltbéli alakulásából az következik, hogy a kínai tőkekorlátok csökkentésével párhuzamosan az árfolyam rögzítéséből is egyre többet kell a jövőben is majd engedni.

Fontos kiemelni, hogy elemzési keretünk a valóságot végtelenül leegyszerűsíti, hiszen a monetáris politika függetlensége nem tekinthető fix változónak, többek közt a másik két indexben bekövetkező változások is mozgásra kényszerítik. Nem egyértelmű továbbá az eredmény akkor sem, ha a három mutató évenkénti alakulását vizsgáljuk. Az irányban nem, de a változás mértékében torzítóan hat az is, hogy a tőkeáramlások szabadságát az a KAOPEN mutató számszerűsíti, amelyek igazságtartalmát a fentiek során részben megkérdőjeleztük. Mindezek ellenére a vizsgálat eredménye véleményünk szerint nem elvetendő. Alkalmazásával arra következtetünk, hogy miután a két időpont közt az árfolyam stabilitásának rovására nőtt az ország pénzügyi integrációja – a monetáris politika szuverenitásának viszonylagos állandósága mellett – a jövőbeli, fokozódó tőkepiaci liberalizáció az árfolyam kötöttségének további lazítását fogja megkövetelni. A folyamat gyorsaságát tekintve pedig úgy látjuk, hogy ugyan a kényszer meglesz, de mivel a nemzetközi tőkepiacok felé való kínai nyitás inkább a megfontoltság, mintsem a feszes tempó jellemző, az árfolyam-politikai változtatás ütemének sem kell gyorsulnia.

Összességében azt láttuk, hogy az évek során a külföldi közvetlen befektetéseket követően egyre több tétel került ki az ellenőrzés alól, a liberalizáció szintje viszont még nem éri el a fejlett országokat, ezért Kína tőkeforgalma jelenleg részben nyitottnak minősíthető. Ez alapján úgy gondoljuk, hogy a fokozódó nyitás egyre inkább ki fogja kényszeríteni a minél lazább árfolyamrendszer használatát. Nem hisszük továbbá, hogy Kínának az eddigi tempón változtatni kellene, mivel mind az elmélet, mint a tapasztalatok is azt mutatják, hogy a nemzetközi tőkepiacokhoz való kapcsolódás számos előnye mellett negatív következményeket is hozhat, ezért fontos,

hogy az eddig jellemző óvatosság megmaradjon a nemzetközi pénzforgalmi politika vonatkozásában is.

Utolsó elemző fejezetünkben a kínai árfolyam-politika fenntarthatóságára koncentráltunk. Véleményalkotásunk előtt a kérdést igyekeztünk többféle nézőpontból is megvizsgálni. Azokat a nemzetközi vádakat, miszerint Kínának kereskedelmi partnereinek belső gazdasági problémái miatt valamint a világgazdaság megfelelő fejlődése érdekében sürgősen radikális lépéseket kellene megtennie mind közgazdasági, mind nemzetközi jogi aspektusból megalapozatlannak találtuk. Mindazonáltal Kína szempontjából tekintve az látszott, hogy az országnak fokozatosan valóban változtatnia kell stratégiáján mivel idővel az árfolyamrögzítésből fakadó hátrányok felülmúlhatják annak előnyeit. Az ország pénzügyi liberalizációs folyamatainak elemzése szintén megerősítette azt, hogy a kínai árfolyamrendszer reformjára szükség van. Összességében tehát azt találtuk, hogy a modernizációs folyamatnak valóban minimum követelménye a renminbi rugalmasságának növelése, ellenben azt, hogy a reformokat fel kellene gyorsítani nem tudtuk elfogadni. Ennek megfelelően kis módosításra volt szükség hipotézisünkben.

III. Az árfolyam-politikai reformfolyamat – rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés – folytatása szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai céljait Kína elérje.

- a. A kínai árfolyamrögzítés mechanizmusából fakadó hátrányok veszélyeztetik az ország gazdasági teljesítményét.***
- b. A kínai pénzügyi globalizáció elmélyülése alkalmazkodási kényszersé válik az árfolyam-politikára.***

7 Következtetések és záró gondolatok

Értekezésünkben a kínai árfolyam-politika különböző szegmenseinek alaposabb megismerésére helyeztük a hangsúlyt, célkitűzésünk továbbá az volt, hogy az árfolyam-politika valamint az ország gazdasági felemelkedése közti kapcsolatról tudjunk releváns, újszerű következtetéseket levonni. Először a renminbi alulértékeltségével kapcsolatos kérdéseket jártuk körül. Ez a témakör a magyar szakirodalomban kevésbé kutatott részterület, olyan magyar tanulmány, amely a kínai fizetőeszköz félreértékeltségét számszerűsítene nem lelhető fel. A hiányt pótlólag Frankel [2006] módszerét követve ökonometriai modellezéssel próbáltuk az alulértékeltségre vonatkozó hipotézisünket igazolni. A nemzetközi kutatások valamint saját számításunk eredményeinek szintetizálása után megállapítottuk, hogy ugyan a különböző megközelítések a renminbi egyensúlyi árfolyamtól való eltérést nem mutatják azonos mértékűnek, mindazonáltal a vizsgált időszakra vonatkozólag az alulértékeltség ténye nem vonható kétségbe. Első feltevésünket tehát igaznak találtuk.

I. A „reform és nyitás” politikájának jegyében gyakorolt árfolyam-politikai lépések nyomán a kínai valuta az általunk egyensúlyinak nevezett árfolyamhoz mérten alulértékeltté vált.

Második elemző fejezetünkben további retrospektív vizsgálatokat folytattunk, s az árfolyam-politika hatásainak felderítését végeztük el. Megállapítottuk, hogy a renminbi dollárral szembeni magas szinten való rögzítése adekvát keretet nyújtott ahhoz, hogy Kína egyre közelebb kerüljön növekedési célkitűzéseéhez a megfigyelt időszak alatt. Az árfolyam ily módon való menedzselésével egy időben ugyanis stabilizálódott az infláció, s a renminbi nem csak nominális hanem reál értelemben is leértékelődött. Utóbbi egyrészt hozzájárult ahhoz, hogy emelkedjen az ország kereskedelmi kivitele, másrészt hatására egyre több külföldi befektető választotta az országot beruházása helyszínéül. Fontos kiemelni ugyanakkor, hogy vizsgálataink során az is kiderült, hogy a relatíve kedvező árviszonyok az export és az FDI

volumen alakulásának rendkívül kis részét magyarázták, azok felfutásához ugyanis számos más tényező is hozzájárult.

Előzetes feltételezéseink további tesztelését a kínai gazdasági növekedés egyes vélt mozgatórugóinak analizálásával folytattuk. Megvizsgáltuk, hogy igaz-e az a gyakori nézet, miszerint Kína növekedése olcsó exportjának tulajdonítható. Az exportvezérelt növekedés mítoszát nem tudtuk elfogadni, kutatásunk ugyanis nem igazolta egyértelműen az exportteljesítmény valamint a növekedés közti szoros összefüggés fennállását. Mindazonáltal azt sem vontuk kétségbe, hogy Kína nemzetközi kereskedelemben való részvétele erős növekedési impulzust indukált. Ezen túl egy, a nemzetközi szakirodalomban is még viszonylag feltáratlan területtel, nevezetesen az alulértékelttség növekedésre gyakorolt hatásával foglalkoztunk. Az eddigi Kínára vonatkozó meglehetősen szegényes eredmények (Rodrik [2008], Bhalla [2008]) továbbfejlesztésére saját megoldást dolgoztunk ki, s az alulértékelttség hatásvizsgálatát az idősorelemzés módszerével végeztük el. A haladó ökonometriai technikák segítségével kapott eredményünk igazolta az alulértékelttség hatásának tényét, ám a korábbi kutatásokkal szemben a növekedési befolyás meglehetősen mérsékeltnek tűnt. Második hipotézisünket valamint annak alhipotéziseit a fentieknek megfelelően csak részleges módosításokkal tudtuk elfogadni.

II. A kínai árfolyam-politika konzisztens volt a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai célokkal.

- a. A kötött árfolyamrendszer támogatta Kína pénzügyi stabilitását.***
- b. Az árfolyam gyengítése részben hozzájárult ahhoz, hogy javuljon az ország külgazdasági egyensúlya és gazdasági növekedése.***
- c. A renminbi alulértékelttsége enyhén ösztökélte a gazdasági növekedés ütemét.***

Utolsó elemző egységünkben arra törekedtünk, hogy egy olyan, a kínai nemzetgazdaság jelenlegi állapotát összegző helyzetképet vázoljunk fel, amely segítségével releváns, a gyakorlati életben is hasznos ajánlást tudunk megfogalmazni az árfolyam-politika jövőbeli alakítására vonatkozólag. A téma kapcsán jellemző éles

szakmai viták áttekintése (Bergsten [2010], Cline [2010], McKinnon – Schnabl [2008], He [2013]), s a különböző érvek ütköztetése után megállapítottuk, hogy ugyan a nemzetközi vádak nem indokolnák azt, hogy Kína hirtelen és gyökeresen változtasson árfolyam-politikáján, saját érdekeik, s az ország prosperitása miatt mégis célszerű a már elindított reformok óvatos folytatása. Az eddigi gyakorlat ismérveit vizsgálva fény derült arra, hogy bár a PBOC rendkívüli erőfeszítéseket tett annak érdekében, hogy a rögzítés fenntartása miatt eszközölt devizapiaci beavatkozásainak a monetáris bázisra gyakorolt hatásait semlegesítse, a túlzott bankközi likviditás felszívása nem volt teljesen hatékony. Azon túl ugyanis, hogy a gyakori intervenció költségesnek is bizonyult, a gazdaság túlhevülésének veszélyét sem tudta megszüntetni.

Azt, hogy Kína pénzügyi liberalizációs szintje megköveteli-e az árfolyam rugalmasságának növelését a tőkepiaci korlátok leépítésének elemzésével vizsgáltuk. Feltételezésünk megerősítéséhez bizonyítanunk kellett, hogy az ország az évek során egyre inkább integrálódott a nemzetközi tőkepiacok hálózatába. A különböző vizsgálati módszerek eredményei nem voltak egységesek. A szabályozási környezetet minősítő kompozit index stabilan viszonylag alacsonynak mutatta a tőketranzakciók szabadságának fokát, a de facto mérés viszont a pénzügyi nyitottság dinamikus növekedését jelezte. Mérlegelve a mutatók potenciális hibáit illetően a „lehetetlen szentháromság” tételének három dimenzióját kínai adatokkal kvantifikáló trilemma index tendenciáját alapul véve azt a következtetést vontuk le, hogy az árfolyam-politika reformja a továbbiakban is szükséges lesz ahhoz, hogy az ország tovább tudjon haladni a céljai felé vezető úton.

III. Az árfolyam-politikai reformfolyamat – rugalmasabb árfolyamrendszerre való áttérés – folytatása szükséges, de nem elégséges feltétele annak, hogy a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai céljait Kína elérje.

a. A kínai árfolyamrögzítés mechanizmusából fakadó hátrányok veszélyeztetik az ország gazdasági teljesítményét.

b. A kínai pénzügyi globalizáció elmélyülése alkalmazkodási kényszert ró az árfolyam-politikára.

Értekezésünk megírásakor nagy hangsúlyt fektettünk arra, hogy színvonalas munkát tudjunk prezentálni. Ennek érdekében törekedtünk arra, hogy amikor csak lehetséges kínai forrásokat is használjunk, illetőleg a felhasznált statisztikáink kapcsán soha sem elégedtünk más tanulmányokban szereplő információk után közlésével, hanem helyett igyekeztünk minden adatot kizárólag az eredeti forrás felkutatása után beemelni. Ezen kívül az eredetiség kritériumának is meg akartuk felelni, ezért azt a célt jelöltük ki magunknak, hogy egy, a korábbiaktól eltérő aspektus szerint elemezzük Kína árfolyam-politikáját. Az új értelmezési mód lényege az volt, hogy a történeteket nem csak önmagukban vizsgáljuk, hanem azokat az ország hosszú távú célkitűzésének fényében értékeljük. Ennek megfelelően első két hipotézisünket a múltra vonatkozólag írtuk fel, s bizonyításuk során azt taglaltuk, mennyiben segítette a renminbi hatósági menedzselése az ország gazdasági felemelkedését az elmúlt bő harminc évben. Harmadik feltételezésünk tesztelésekor gyakorlatilag ugyanezt a kérdést jártuk körbe, azonban ekkor már a jelenre koncentráltunk.

Véleményünk szerint e folyamatszemplétű megközelítés folytatásával értekezésünk eredményei tovább is fejleszthetők. Újszerű kutatási irányt jelenthetne, amennyiben a „reform és nyitás” politikájának kezdetén megfogalmazott gazdaságpolitikai célok jövőbeli elérését az eddigi árfolyam-politika eredményeivel összekötnénk. A két kérdéskör, nevezetesen a hosszú távú kínai gazdasági növekedés valamint az országban rendelkezésre álló rekord mennyiségű valutatartalék összekapcsolásához a motivációt az szolgáltatja, hogy bár a szakirodalomban rengeteg esetben kitérnek arra, hogy a renminbi hosszú ideig tartó fixen tartásával az ország jelentős vagyonra tett szert, kevés kivételtől eltekintve azt nem igazán taglalják, hogy ennek felhasználása milyen előnyöket hozhatna Kínának.

Alapul véve azt a jelenleg uralkodó növekedésméleti tézist, miszerint a hosszú távú növekedés bázisa a technológiai haladás, úgy véljük, hogy Kína valutatartalékainak megfelelő menedzselésével, azaz jól átgondolt stratégiai befektetésekkel képes lehet arra, hogy magas növekedési ütemét fenntartsa. Sejtésünk alapja ugyanis az, hogy Kína így olyan hasznos információkhoz, fejlett technológiákhoz juthatna hozzá, amelyek importálása, saját vállalatainál való meghonosítása illetőleg továbbfejlesztése erős növekedési impulzust generálna. Annak azonban, hogy a felvázolt módszerrel Kína gazdasági növekedése hosszú távon, stabilan fenntartható legyen előfeltétele, hogy a vásárlások nyomán a tartalékok ne csökkenjenek egy

bizonyos szint alá. Arra vonatkozólag ugyan, hogy egy gazdaság számára mekkora az optimális valutatartalék-szint, nincs egységes formula a szakirodalomban, a különböző intézményi ajánlásokat valamint hüvelykujj-szabályokat figyelembe véve azonban feltételezhető, hogy Kínában jelentős felesleg áll rendelkezésre, ezért a források diverzifikációja ésszerű lépés lehet. (Dani – Törös [2011])

Végezetül pedig kutatásunk eredményei kapcsán illendő felhívni a figyelmet az azzal kapcsolatos korlátokra is. Az egyik nehezítő körülmény, amely a dolgozat következtetéseit veszélyeztetheti a Kínára vonatkozó statisztikák megbízhatatlansága. A nemzetközi szakértők már több ízben hiteltelennek nyilvánították a kínai forrásokat, s kezelésükhöz kellő óvatosságot, körültekintést javasoltak. Mi az oka az adatokkal szembeni bizalmatlanságnak? Jordán [2009] több érvet is felsorakoztat, amelyek alátámasztják a statisztikával kapcsolatos problémákat. Az egyik ok, hogy a „kulturális forradalom” nyomán a statisztikai adatgyűjtést gyakorlatilag megszűnt az országban, s a hiányzó évek adatait csak kétes módszerekkel tudták rekonstruálni. Másfelől, a reformidőszak kezdetétől ugyan újra intézményesült az adatgyűjtés, azonban a hivatalosan publikált adatok minőségét rendkívüli módon aláásta a tapasztalatlanság, a szakértelem hiánya. Harmadsorban a gazdasági átalakulás komoly nehézségek elé állította a statisztikusokat, a tervgazdaságból örökölt intézményi struktúra nem volt képes kezelni az új helyzetből adódó módszertani problémákat. Illetőleg azt is el kell ismerni, hogy az országban mindig is jellemző volt az adatok kozmetikázása, a politikai érdekből való hamisítás. A bírálatok ellenére sajnos tudomásul kell vennünk, hogy a kínai statisztikák nem fedik le teljesen a valóságot, alternatíva hiányában viszont be kell érünk a hivatalos adatok által sugallt eredmények elfogadásával.

8 Hivatkozások jegyzéke

- Ábel, István - Halpern, László [1997]: *A versenyképességet befolyásoló tényezők a monetáris politikában*. Budapest, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Vállalatgazdaságtan Intézet.
- Acemoglu, Daron - Johnson, Simon - Robinson, James - Thaicharoen, Yunyong [2003]: Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth. *Journal of Monetary Economics*, 50 (1), pp. 49–123.
- Aghion, Philippe - Bacchetta, Philippe - Ranciere, Romain - Rogoff, Kenneth S. [2006]: Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 12117.
- Anderson, Jonathan [2005]: *The complete RMB handbook (Third Edition)*. Hong Kong, UBS Investment Research.
- Auboin, Marc - Ruta, Michel [2011]: The relationship between exchange rates and International Trade: A review of economic literature. *ERSD Working Paper*, 2011-17.
- Bahmani-Oskooee, Mohsen - Miteza, Ilir [2003]: Are devaluations expansionary or contractionary? A survey article. *Economic Issues Journal Articles*, 8 (2), pp. 1-28.
- Balassa, Béla [1964]: The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72 (6).
- Balaton, András - Törös, Ágnes [2010]: Gazdaságfejlesztési modellek empirikus klasszifikációja és a poszt szocialista növekedés szűk keresztmetszete. *Külgazdaság*, 54 (5-6), pp. 33–58.
- Bayoumi, Tamim - Clark, Peter - Taylor, Mark [1994]: *Robustness of equilibrium exchange rate calculations to alternative assumptions and methodologies*. In: Williamson, John (szerk.) *Estimating equilibrium exchange rates*. Washington, Institute for International Economics.
- Bell, Stephen - Feng, Hui [2013]: *The rise of the People's Bank of China: the politics of institutional change*. Cambridge, Harvard University Press.
- Benczes, István [2009]: *A nemzetközi fizetési mérleg*. In: Benczes, István – Csáki, György – Szentes, Tamás (szerk.) *Nemzetközi Gazdaságtan*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Berg, Andrew - Miao, Yanliang [2010]: The Real Exchange Rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back? *IMF Working Paper*, 10 (58).
- Bergsten, C Fred [2010]: *Correcting the Chinese exchange rate*. In: Evenett, Simon J. (szerk.) *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London, Centre for Economic Policy Research.
- Bhalla, Surjit S. [2008]: Economic Development and The Role of Currency Undervaluation. *Cato Journal*, 28 (2), pp. 313–340.

- BIS [2008]: Financial globalisation and emerging market capital flows. *BIS Papers*, 44.
- Blahó, András [1994]: *Russian transition, Chinese reforms: a comparative view*. Helsinki, UNU World Institute for Development Economics Research.
- Bosworth, Barry [2004]: Valuing the renminbi. *Konferenciakiadvány*, Tokyo Club Research Meeting, Washington. Letöltve: 2013. 02. 03.
URL:
http://www.brookings.edu/views/papers/Bosworth/20040209_bosworth.pdf:
- Cappiello, Lorenzo - Ferrucci, Gianluigi [2008]: The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation. *ECB Occasional Paper Series*, 82.
- Chang, Gene Hsin [2008]: Estimation of the Undervaluation of the Chinese Currency by a Non-linear Model. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 15 (1), pp. 29-40.
- Clark, Peter B. - MacDonald, Ronald [1998]: Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs. *IMF Working Paper*, (67).
- Clark, Peter - Tamirisa, Natalia - Wei, Shang-Jin - Sadikov, Azim - Li, Zeng [2004]: *Exchange Rate Volatility and Trade Flows - Some New Evidence*. Washington, International Monetary Fund.
- Cline, William R. - Williamson, John [2008]: *Estimates of the Equilibrium Exchange Rate of the Renminbi: Is There a Consensus and, If Not, Why Not?* In: Goldstein, Morris - Lardy, Nicholas R. (szerk.) *Debating China's exchange rate policy*. Washington, Peterson Institute for International Economics.
- Cline, William R. [2010]: Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit. *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, PB10-20.
- Cottani, Joaquin A. - Cavallo, Domingo F. - Khan, M. Shahbaz [1990]: Real Exchange Rate Behavior and Economic Performance in LDCs. *Economic development and cultural change*, 39 (1), pp. 61–76.
- Coudert, Virginie - Couharde, Cécile [2005]: Real equilibrium exchange rate in China. *Centre d'Étude Prospectives et d'Informations Internationale Working Paper*, 2005-1.
- Czeglédi, Pál [2006]: Hol tart a növekedéstudomány és merre tart? *Competitio*, 5 (3), pp. 152–156.
- Csáki, György [2011]: *G-2: Az USA és Kína gazdasági kapcsolatai a világgazdasági erőviszonyok megváltozott erőterében*. In: Inotai, András - Juhász, Ottó (szerk.) *Stratégiai Kutatások 2009-2010*. Budapest, MTA Világgazdasági Kutatóintézete.
- Dani, Ákos - Törös, Ágnes [2011]: China's Sovereign Wealth Funds - A Path to Sustained development? *Public Finance Quarterly*, 56 (2), pp. 241-256.
- Dollar, David [1992]: Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985. *Economic development and cultural change*, 40 (3), pp. 523–544.

- Driver, Rebecca L. - Westaway, Peter [2004]: Concepts of equilibrium exchange rates. *Bank of England Working Paper*, 248.
- Dunaway, Steven Vincent - Leigh, Lamin - Li, Xiangming [2006]: *How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China*. Washington, International Monetary Fund.
- Durlauf, Steven N - Johnson, Paul - Temple, Johnathan Rw [2004]: *Growth econometrics*. Poughkeepsie, Vassar College Department of Economics.
- Easterly, William [2005]: National Policies and Economic Growth: A Reappraisal. *Center for Global Development Working Paper*, 27.
- Edwards, Sebastian [1989]: Exchange Rate Misalignment in Developing Countries. *World Bank Research Observer*, 4 (1), pp. 3–21.
- Égert, Balázs [2004]: Assessing equilibrium exchange rates in CEE acceding countries: Can we have DEER with BEER Without FEER? *BOFIT Discussion Papers*, (1).
- Eichengreen, Barry [2008]: The real exchange rate and economic growth. *World Bank Commission on Growth and Development Working Paper*, (4).
- Fischer, Stanley [1993]: The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), pp. 485–512.
- Frankel, Jeffrey [2006]: On the yuan: The choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate. *CESifo Economic Studies*, 52 (2), pp. 246-275.
- Freeman III, Charles W - Yuan, Wen Jin [2011]: *China's Exchange Rate Politics: Decoding the cleavage between the Chinese Ministry of Commerce and the People's Bank of China*. Washington, Center for Strategic and International Studies.
- Gala, Paulo [2007]: Real Exchange Rate Levels And Economic Development: Theoretical Analysis And Empirical Evidence. *Konferenciakiadvány, Proceedings of the 35th Brazilian Economics Meeting*, Sao Paulo. Letöltve: 2012. 05. 18.
URL:
<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A037.pdf>
- Gao, Haihong - Yu, Yongding [2011]: Internationalisation of the renminbi. *BIS Papers*, (61), 20.
- Gáspár, Attila [2009]: A magyar gazdasági növekedés és a fiskális politika kapcsolata: modellezésen alapuló vizsgálat. *Statisztikai Szemle*, 87 (5), pp. 449-472.
- Goldstein, Morris [2004]: *Adjusting China's exchange rate policies*. Washington, Institute for International Economics.
- Goldstein, Morris - Lardy, Nicholas R. [2009]: *The future of China's exchange rate policy*. Washington, Peterson Institute for International Economics.
- Goldstein, Morris - Xie, Daniel [2009]: The impact of the financial crisis on emerging Asia. *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, 09-11.

- Greenwood, John [2008]: The Costs and Implications of PBC Sterilization. *Cato Journal*, 28 (2).
- Harrod, Roy [1948]: *Towards a dynamic economics: Some recent developments of economic theory and their application to policy*. London, Macmillan.
- He, Fan [2013]: China must push ahead with exchange rate reforms. *Kommentár*, Letöltve: 2013. 09. 05.
URL:
<http://www.eastasiaforum.org/2013/04/29/china-must-push-ahead-with-exchange-rate-reforms/>
- Hu, Xiaolian [2010a]: Exchange rate regime reform and monetary policy effectiveness. *Sajtóközlemény*, Beijing, 2010. 07. 26. Letöltve: 2013. 05. 05.
URL:
http://www.pbc.gov.cn/publish/english/956/2010/20100804100116452770088/20100804100116452770088_.html.
- Hu, Xiaolian [2010b]: A Managed Floating Exchange Rate Regime is an Established Policy. *Sajtóközlemény*, Beijing, 2010. 07. 15. Letöltve: 2012. 03. 04.
URL:
http://www.pbc.gov.cn/publish/english/956/2010/20100727144152118668062/20100727144152118668062_.html.
- Huang, Guobo - Wong, Clement Yuk-Pang [1996]: Unification of China's foreign exchange rates. *Contemporary Economic Policy*, 14 (4), pp. 42-57.
- Huang, Yongfu [2010]: *Determinants of financial development*. London, Palgrave Macmillan.
- Inotai, András [2009]: *Kína növekvő szerepe a világgazdasági folyamatokban*. In: Inotai, András - Juhász, Ottó (szerk.) *A változó Kína*. Budapest, Akadémiai Kiadó. *A „reform és nyitás” politikájának jegyében gyakorolt árfolyampolitikai lépések*
- James, Jessica - Marsh, Ian - Sarno, Lucio [2012]: *Handbook of Exchange Rates*. Hoboken, John Wiley & Sons.
- Jeong, Se-Eun - Mazier, Jacques [2003]: Exchange rate regimes and equilibrium exchange rates in East Asia. *Revue économique*, 54 (5), pp. 1161-1182.
- Jin, Xiaowen [2012]: An empirical study of exchange rate pass-through in China. *Panoeconomicus*, 59 (2), pp. 135-156.
- Johnson, Simon - Ostry, Jonathan D. - Subramanian, Arvind [2007]: The Prospects for Sustained Growth in Africa: Benchmarking the Constraints. *IMF Working Paper*, (52).
- Jordán, Gyula [1999]: *Kína története*. Budapest, Aula Kiadó.
- Jordán, Gyula [2009]: A kínai statisztika megbízhatóságáról. *Statisztikai Szemle*, 87 (1), pp. 63-82.
- Jordán, Gyula [2010]: Washingtoni konszenzus vs. pekingi konszenzus. *Kül-Világ*, 7 (2-3), pp. 60-80.
- Juhász, Ottó [2009]: *Kína: Folyamatosság és változások*. In: Inotai, András - Juhász, Ottó (szerk.) *A változó Kína*. Budapest, Akadémiai Kiadó.

- Kose, M. Ayhan - Cardarelli, Roberto - Elekdag, Selim [2009]: *Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses*. Washington, International Monetary Fund
- Kovács, Mihály András [1999]: Reálárfolyam-mutatók és a magyar gazdaság ár- és költség-versenyképessége. *Közgazdasági Szemle*, 156 pp. 145-175.
- Kovács, Mihály András [2001]: Az egyensúlyi reálárfolyam Magyarországon. *MNB Háttér tanulmányok*, 3.
- Krugman, Paul R. - Obstfeld, Maurice [2000]: *International Economics: Theory and policy*. Reading, Addison-Wesley.
- Kutasi, Gábor [2010]: *Régiók és piacok a világgazdaságban: Általános körkép*. In: Kutasi, Gábor - Blahó, András (szerk.) *Erőközpontok és régiók a 21. század világgazdaságában*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Lőrincné, Istvánffy Hajna [2004]: *Nemzetközi pénzügyek*. Budapest, Aula Kiadó.
- Lucas, Robert [1988]: On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), pp. 3–42.
- Ma, Guonan - Yan, Xiandong - Xi, Liu [2011]: China's evolving reserve requirements. *BIS Working Papers*, (360).
- MacDonald, Ronald [2000]: Concepts to calculate equilibrium exchange rates: an overview. *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series*, 2000/03.
- Maddison, Angus [2003]: *The world economy: Historical statistics*. Paris, Development Centre of the OECD.
- Maddison, Angus [2007]: *Chinese economic performance in the long run*. Paris, Development Centre of the OECD.
- Magas, István [2007]: *Globalizáció és nemzeti piacok*. Budapest, Napvilág Kiadó.
- Magas, István [2010]: *Gazdaságfejlődés és válságok az Amerikai Egyesült Államokban: 1929- 2009*. In: Kutasi, Gábor - Blahó, András (szerk.) *Erőközpontok és régiók a 21. század világgazdaságában*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Magas, István [2011]: Pénzügyi liberalizáció – a nemzeti alkalmazkodás dilemmái. *Pénzügyi Szemle*, 56 (2), pp. 211–236.
- Magyarics, Tamás [2010]: *Az unipoláris rend menedzselése: Az Egyesült Államok hegemoniája a hidegháború után*. Budapest, Magyar Külügyi Intézet.
- Mankiw, N Gregory - Romer, David - Weil, David N [1992]: A contribution to the empirics of economic growth. *The quarterly journal of economics*, 107 (2), pp. 407-437.
- Mátyás, Antal [2003]: *A modern közgazdaságtan története*. Budapest, Aula Kiadó.
- McKinnon, Ronald - Schnabl, Gunther [2009]: China's financial conundrum and global imbalances. *BIS Working Papers*, 277.
- Mercurio, Bryan - Leung, Celine Sze Ning [2009]: Is China a 'Currency Manipulator'? The legitimacy of China's exchange regime under the current international legal framework. *International Lawyer*, 43 (3), 1257-1300.

- Mishkin, Frederic S [2008]: Exchange rate pass-through and monetary policy. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 13889.
- Morrison, Wayne M. - Labonte, Marc [2008]: *China's Currency: Economic Issues and Options for U.S. Trade Policy*. Washington, Congressional Research Service.
- Naughton, Barry [2007]: *The Chinese economy: Transitions and growth*. Cambridge, MIT Press Books, 1.
- Oblath, Gábor [1998]: Árfolyam-politika, bérköltségek és nemzetközi versenyképesség: I. rész. *Külgazdaság* 42 (7-8), pp. 15–42.
- Obstfeld, Maurice [2007]: The Renminbi's Dollar Peg at the Crossroads. *IMES Discussion Paper Series*, 2007-E-11.
- O'Neill, Jim [2001]: *Building better global economic BRICs*. New York, Goldman, Sachs & Co.
- Ortiz, Guillermo - Yam, Joseph - Fischer, Stanley - King, Mervyn - Kohn, Donald - Macfarlane, Ian - Mboweni, Tito - Papademos, Lucas - Watanagase, Tarisa - Aziz, Zeti Akhtar - Zhou, Xiaochuan [2009]: *Issues in the Governance of Central Banks. A report from the Central Bank Governance Group*. Basel, Bank for International Settlements
- P. Szabó, Sándor [2011]: A „pekingi konszenzus”: Közigazgatás és gazdaságirányítás a Kínai Népköztársaságban. *Pro Publico Bono*, 1 (2).
- PBOC [2005]: Public Announcement of the People's Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime. *Sajtóközlemény*, Beijing, 2005. 07. 21. Letöltve: 2013. 04. 04.
URL:
http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2001/20014/20014_.html.
- Pugel, Thomas A. [2007]: *International economics*. Boston, McGraw-Hill Irwin.
- Qiao, Hong [2007]: Exchange rates and trade balances under the dollar standard. *Journal of Policy Modeling*, 29 (5), pp. 765–782.
- Ramo, Joshua Cooper [2004]: *The Beijing consensus*. London, Foreign Policy Centre.
- Razin, Ofair - Collins, Susan M. [1997]: Real Exchange Rate Misalignments and Growth. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 6174.
- Rodrik, Dani [2006]: What's So Special About China's Exports? *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 11947.
- Rodrik, Dani [2008]: The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 39 (2), pp. 365–439.
- Rogoff, Kenneth [1996]: The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34 (2), pp. 647–668.
- Rogoff, Kenneth [2003]: *Deflation: Determinants, Risks and Policy Options. Findings of an Interdepartmental Task Force*. Washington, International Monetary Fund.

- Romer, Paul M. [1990]: Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98 (5), pp. 71–102.
- Sachs, Jeffrey D. [1985]: External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 16 (2), pp. 523–573.
- Shapiro, Alan C. [2006]: *Multinational financial management*. New York, J. Wiley & Sons.
- Simai, Mihály [2007]: *A világgazdaság a XXI. század forgatagában: Új trendek és stratégiák*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Simon, György [2001]: Növekedési mechanizmus – növekedési modell. *Közgazdasági Szemle*, 48 pp. 182–202.
- Solow, Robert Merton [1956]: A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70 (1), pp. 65–94.
- Szentes, Tamás [2005]: *Világgazdaságtan I*. Budapest, AULA Kiadó.
- Szentes, Tamás [2011]: *Fejlődés-gazdaságtan*. Budapest, Akadémiai Kiadó.
- Szunomár, Ágnes [2003]: Kína, avagy a XXI. század szuperhatalma. *Általános Vállalkozási Főiskola – Tudományos Közlemények*, 8, pp. 175–193.
- Tálas, Barna [1999]: *Kína gazdasága a XX. és a XXI. század fordulóján*. In: Tálas, Barna - Jordán, Gyula (szerk.) *Kína az új évezred küszöbén: Tanulmányok Kínáról*. Budapest, Stratégiai és Védelmi Kutatóintézet
- Tálas, Barna [2007]: *A kínai stratégia néhány fő kérdése*. In: Banczerowski, Januszné (szerk.) *Stratégiai kutatások, 2006-2007: Kutatási jelentések*. Budapest, Magyar Tudományos Akadémia.
- Valentinyi, Ákos [1995]: Endogén növekedésmélett. *Közgazdasági Szemle*, 42 (6), pp. 582–594.
- Wang, Tao [2004]: *Exchange Rate Dynamics*. In: Prasad, Eswar S (szerk.) *China's growth and integration into the world economy: Prospects and challenges*. Washington, International Monetary Fund.
- Wang, Jinbin - Li, Nan [2010]: Exchange rate pass-through: The case of China. *Frontiers of Economics in China*, 5 (3), pp. 356–374.
- Williamson, John (szerk.) [1990]: *Latin American adjustment: How much has happened: Conference: Papers and discussions*, Washington, Institute for International Economics.
- Wilson, Dominic - Purushothaman, Roopa [2003]: Dreaming with BRICs: the path to 2050. *Global Economic Paper*, 99.
- Wren-Lewis, Simon [2004]: *The needed changes in bilateral exchange rates*. In: Bergsten, C. Fred - Williamson, John (szerk.) *Dollar Adjustment: How Far? Against What*. Washington, Institute for International Economics.
- Wyplosz, Charles [2010]: *Is an undervalued renminbi the source of global imbalances?* In: Evenett, Simon J. (szerk.) *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London, Centre for Economic Policy Research.

- Xing, Yuqing [2006]: Why is China so attractive for FDI? The role of exchange rates. *China Economic Review*, 17 (2), pp. 198-209.
- Xu, Yingfeng [2000]: China's exchange rate policy. *China Economic Review*, 11 (3), pp. 262-277.
- Yao, Yang. [2010] The double transition and China's export-led growth *Konferenciakiadvány*, Pacific Trade and Development Conference, Beijing. Letöltve: 2013. 05. 20.
URL:
http://paftad.org/files/34/01_YANG%20YAO_Growth.pdf
- Yu, Yongding [2008]: Managing capital flows: The case of China. *ADB Institute Discussion Paper*, 96.
- Yu, Yongding [2010]: *A trade war is entirely unnecessary*. In: Evenett, Simon J. (szerk.) *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London, Centre for Economic Policy Research.
- Zhang, Zhaoyong [1999]: Foreign exchange rate reform, the balance of trade and economic growth: an empirical analysis for China. *Journal of Economic Development*, 24 (2), pp. 143-162.
- Zhang, Zhichao [2001]: Choosing an exchange rate regime during economic transition: The case of China. *China Economic Review*, 12 (2), pp. 203-226.
- Zhang, Jikang - Liang, Yuanyuan [2006]: Institutional and structural problems of China's foreign exchange market and the RMB's role in East Asia. *HWWI Research Papers*, 2-5.
- Zhang, Chengsi - Clovis, Joel [2010]: China inflation dynamics: Persistence and policy regimes. *Journal of policy modeling*, 32 (3), pp. 373-388.
- Zhang, Zhichao - Shi, Nan - Zhang, Xiaoli [2011]: China's new exchange rate regime, optimal basket currency and currency diversification. *BOFIT Discussion Papers*, 19.
- Zhou, Xiaochuan [2005]: Rules for developing a financial center and the reform of the RMB exchange rate regime. *Nyilatkozat*, Shanghai, 2005. 08. 10. Letöltve: 2013.04.02.
URL:
<http://www.bis.org/review/r050901f.pdf>.

Adatbázisok:

- Aizenman, Joshua – Chinn, Menzie D. – Ito, Hiro [2008]: Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 14533. Letöltve: 2012. 03. 12.
URL:
http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm
- ADB [2012]: *Asian Development Bank, Statistical Database System*. Letöltve: 2013. 04. 04.
URL :

<http://beta.adb.org/data/sdbs>

Economist [2013]: Big Mac Index Database. Letöltve 2013. 04. 10.

URL:

<http://bigmacindex.org/>

Chinn, Menzie D. – Ito, Hiro [2006]: What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81 (1) pp. 163-192. Letöltve: 2012. 03. 12.

URL:

http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

FRED [2012]: *Federal Reserve Bank of St. Louis Database*. Letöltve: 2012. 03. 29.

URL:

<http://research.stlouisfed.org/fred2/>

IMF [2013]: *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database*. Letöltve: 2013. 05. 18.

URL:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>

NBSC [2013]: *National Bureau of Statistics of China, China Statistical Database*. Letöltve: 2013. 03. 27.

URL:

<http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/yearlydata/>

Heston, Alan – Summers, Robert – Aten, Bettina [2011]: *Penn World Table Version 7.0. Center for International Comparisons of Production, Income and Prices*, University of Pennsylvania. Letöltve: 2011. 11. 07.

URL:

<http://pwt.econ.upenn.edu/>

Lane, Philip R. – Milesi-Ferretti, Gian Maria [2007]: The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004, Updated and Extended External Wealth of Nations Dataset. *Journal of International Economics*, 73, pp. 223-250. Letöltve: 2012. 03. 07.

URL:

<http://www.philiplane.org/EWN.html>

Worldbank [2012]: *Databank*. Letöltve: 2012. 05. 27.

URL:

<http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>

9 Függelék

9.1 Az ökonometriai számolások háttértáblái

Dependent Variable: LNRXRAT

Method: Least Squares

Date: 08/16/13 Time: 13:44

Sample: 1 189

Included observations: 179

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNRGDPCH	-0.174659	0.018885	-9.248569	0.0000
C	2.125219	0.165022	12.87841	0.0000
R-squared	0.325807	Mean dependent var		0.617965
Adjusted R-squared	0.321998	S.D. dependent var		0.421360
S.E. of regression	0.346952	Akaike info criterion		0.731848
Sum squared resid	21.30647	Schwarz criterion		0.767461
Log likelihood	-63.50042	Hannan-Quinn criter.		0.746289
F-statistic	85.53603	Durbin-Watson stat		1.558733
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: LNER

Method: Least Squares

Date: 09/13/13 Time: 17:11

Sample (adjusted): 2 186

Included observations: 160 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNY	0.214471	0.022322	9.608108	0.0000
LNTOT	0.075547	0.181638	0.415921	0.6780
KG	-0.005627	0.003908	-1.439891	0.1519
KI	0.003360	0.003034	1.107336	0.2699
OPENK	-0.000657	0.000593	-1.107219	0.2699
C	-2.886495	0.877721	-3.288626	0.0012
R-squared	0.435043	Mean dependent var		-0.730090
Adjusted R-squared	0.416700	S.D. dependent var		0.428919
S.E. of regression	0.327583	Akaike info criterion		0.642627
Sum squared resid	16.52581	Schwarz criterion		0.757946
Log likelihood	-45.41014	Hannan-Quinn criter.		0.689454
F-statistic	23.71739	Durbin-Watson stat		2.136845
Prob(F-statistic)	0.000000			

Vector Autoregression Estimates
Date: 09/13/13 Time: 13:49
Sample (adjusted): 1960 2007
Included observations: 48 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	D(UNDerval)	DLOG (OPENK)	DLOG (N_G_D)	LOG (KI)	DLOG(RGDP CH,2)
D(UNDerval(-1))	0.018154 (0.20999) [0.08645]	-0.080647 (0.30927) [-0.26076]	0.005271 (0.00638) [0.82660]	-0.389587 (0.16517) [-2.35870]	-0.015063 (0.08959) [-0.16814]
D(UNDerval(-2))	-0.096236 (0.24194) [-0.39777]	0.005551 (0.35633) [0.01558]	-0.006728 (0.00735) [-0.91575]	0.200474 (0.19030) [1.05346]	0.001815 (0.10322) [0.01758]
D(UNDerval(-3))	-0.155002 (0.18499) [-0.83788]	0.009824 (0.27246) [0.03606]	-0.001747 (0.00562) [-0.31091]	0.078849 (0.14551) [0.54188]	0.053880 (0.07892) [0.68267]
D(UNDerval(-4))	0.395452 (0.18607) [2.12525]	0.230861 (0.27405) [0.84241]	0.002759 (0.00565) [0.48822]	-0.030364 (0.14636) [-0.20746]	0.065667 (0.07939) [0.82719]
D(UNDerval(-5))	-0.065407 (0.19980) [-0.32737]	0.095578 (0.29426) [0.32481]	-0.005817 (0.00607) [-0.95876]	0.190278 (0.15715) [1.21078]	0.003352 (0.08524) [0.03933]
D(UNDerval(-6))	0.119777 (0.21107) [0.56749]	0.253017 (0.31086) [0.81393]	0.011477 (0.00641) [1.79067]	-0.077826 (0.16602) [-0.46878]	-0.043414 (0.09005) [-0.48212]
DLOG(OPENK(-1))	-0.006983 (0.17212) [-0.04057]	0.119958 (0.25349) [0.47322]	-0.000957 (0.00523) [-0.18302]	-0.179231 (0.13538) [-1.32390]	0.049526 (0.07343) [0.67446]
DLOG(OPENK(-2))	-0.243493 (0.15961) [-1.52552]	-0.278463 (0.23508) [-1.18455]	-0.004117 (0.00485) [-0.84939]	0.040551 (0.12555) [0.32299]	0.058909 (0.06810) [0.86509]
DLOG(OPENK(-3))	-0.087571 (0.17032) [-0.51417]	0.010573 (0.25084) [0.04215]	-0.000963 (0.00517) [-0.18619]	-0.283434 (0.13396) [-2.11574]	-0.030895 (0.07266) [-0.42518]
DLOG(OPENK(-4))	0.129168 (0.18509) [0.69787]	-0.313920 (0.27260) [-1.15157]	-0.000422 (0.00562) [-0.07509]	0.020727 (0.14558) [0.14237]	0.040203 (0.07897) [0.50913]
DLOG(OPENK(-5))	-0.075989 (0.15399) [-0.49347]	0.164135 (0.22680) [0.72371]	-0.007144 (0.00468) [-1.52783]	0.175991 (0.12112) [1.45300]	0.055692 (0.06570) [0.84770]
DLOG(OPENK(-6))	-0.212311	0.187804	0.003006	-0.289437	0.086897

	(0.13890) [-1.52852]	(0.20457) [0.91803]	(0.00422) [0.71273]	(0.10925) [-2.64922]	(0.05926) [1.46637]
DLOG(N_G_D(-1))	9.690431 (7.15871) [1.35366]	-5.939807 (10.5434) [-0.56337]	0.485534 (0.21738) [2.23358]	-9.525524 (5.63081) [-1.69168]	-1.866954 (3.05416) [-0.61128]
DLOG(N_G_D(-2))	3.210308 (7.76330) [0.41352]	-2.964515 (11.4338) [-0.25928]	-0.437599 (0.23574) [-1.85629]	16.00139 (6.10635) [2.62045]	-1.484693 (3.31210) [-0.44826]
DLOG(N_G_D(-3))	3.581715 (8.19403) [0.43711]	6.095070 (12.0682) [0.50505]	0.022809 (0.24882) [0.09167]	-11.80400 (6.44515) [-1.83145]	-1.030393 (3.49586) [-0.29475]
DLOG(N_G_D(-4))	5.773726 (7.31946) [0.78882]	-22.56528 (10.7802) [-2.09322]	0.103025 (0.22226) [0.46353]	12.06276 (5.75724) [2.09523]	-1.080546 (3.12274) [-0.34602]
DLOG(N_G_D(-5))	-5.712080 (6.76280) [-0.84463]	13.97536 (9.96031) [1.40310]	-0.271313 (0.20536) [-1.32118]	3.128551 (5.31940) [0.58814]	-0.257894 (2.88525) [-0.08938]
DLOG(N_G_D(-6))	5.884972 (6.34486) [0.92752]	-2.633613 (9.34476) [-0.28183]	-0.098940 (0.19267) [-0.51353]	2.556199 (4.99065) [0.51220]	-0.838874 (2.70694) [-0.30990]
LOG(KI(-1))	-0.119661 (0.22298) [-0.53665]	-0.213857 (0.32841) [-0.65120]	0.006671 (0.00677) [0.98523]	1.030042 (0.17539) [5.87294]	0.195792 (0.09513) [2.05814]
LOG(KI(-2))	-0.130600 (0.27770) [-0.47029]	0.486438 (0.40900) [1.18933]	-0.015613 (0.00843) [-1.85155]	-0.403333 (0.21843) [-1.84650]	0.202112 (0.11848) [1.70590]
LOG(KI(-3))	-0.077030 (0.24948) [-0.30876]	-0.175535 (0.36744) [-0.47772]	-0.011436 (0.00758) [-1.50961]	-0.354100 (0.19624) [-1.80446]	-0.345413 (0.10644) [-3.24518]
LOG(KI(-4))	0.588820 (0.33133) [1.77716]	-0.148805 (0.48798) [-0.30494]	0.010172 (0.01006) [1.01102]	0.155648 (0.26061) [0.59724]	-0.227186 (0.14136) [-1.60719]
LOG(KI(-5))	0.296501 (0.28647) [1.03502]	0.232835 (0.42191) [0.55185]	0.009627 (0.00870) [1.10673]	0.844420 (0.22533) [3.74753]	0.177363 (0.12222) [1.45120]
LOG(KI(-6))	-0.409742 (0.33439) [-1.22532]	0.014765 (0.49250) [0.02998]	-0.002658 (0.01015) [-0.26174]	-0.235080 (0.26302) [-0.89376]	-0.034657 (0.14266) [-0.24293]
DLOG(RGDPCH(-1),2)	0.491746 (0.52561) [0.93557]	0.297736 (0.77412) [0.38461]	0.007013 (0.01596) [0.43938]	0.754152 (0.41343) [1.82414]	-0.930299 (0.22424) [-4.14860]

DLOG(RGDPCH(-2),2)	0.825311 (0.59948) [1.37672]	0.045539 (0.88291) [0.05158]	0.019871 (0.01820) [1.09158]	1.181043 (0.47153) [2.50472]	-0.431595 (0.25576) [-1.68752]
DLOG(RGDPCH(-3),2)	-0.279813 (0.54529) [-0.51315]	0.549166 (0.80310) [0.68380]	0.015605 (0.01656) [0.94244]	0.860052 (0.42890) [2.00523]	-0.259692 (0.23264) [-1.11629]
DLOG(RGDPCH(-4),2)	-0.505226 (0.49809) [-1.01432]	0.433900 (0.73360) [0.59147]	0.002870 (0.01512) [0.18974]	0.019587 (0.39178) [0.04999]	-0.206644 (0.21250) [-0.97242]
DLOG(RGDPCH(-5),2)	-0.043469 (0.38952) [-0.11160]	-0.081698 (0.57368) [-0.14241]	0.009883 (0.01183) [0.83559]	-0.276619 (0.30638) [-0.90286]	-0.244857 (0.16618) [-1.47343]
DLOG(RGDPCH(-6),2)	-0.113808 (0.34216) [-0.33261]	-0.476615 (0.50394) [-0.94578]	0.013607 (0.01039) [1.30960]	0.382427 (0.26913) [1.42096]	-0.140299 (0.14598) [-0.96109]
C	-0.523280 (0.35427) [-1.47708]	-0.649726 (0.52177) [-1.24524]	0.011682 (0.01076) [1.08591]	-0.093227 (0.27866) [-0.33456]	0.106951 (0.15114) [0.70761]
R-squared	0.612877	0.540257	0.900427	0.965864	0.892327
Adj. R-squared	-0.070281	-0.271055	0.724711	0.905624	0.702317
Sum sq. resids	0.120461	0.261300	0.000111	0.074528	0.021926
S.E. equation	0.084178	0.123978	0.002556	0.066212	0.035913
F-statistic	0.897124	0.665905	5.124324	16.03367	4.696201
Log likelihood	75.59402	57.00982	243.3272	87.11775	116.4817
Akaike AIC	-1.858084	-1.083742	-8.846968	-2.338240	-3.561736
Schwarz SC	-0.649600	0.124742	-7.638484	-1.129756	-2.353252
Mean dependent	-0.020941	0.027562	-0.000135	3.536769	0.001180
S.D. dependent	0.081367	0.109967	0.004872	0.215529	0.065823
Determinant resid covariance (dof adj.)	1.30E-15				
Determinant resid covariance	7.25E-18				
Log likelihood	606.6170				
Akaike information criterion	-18.81737				
Schwarz criterion	-12.77495				

9.2 Az ökonometriai számolásokhoz használt program

```
'változók

'%bemeneti_konyvtar = "konyvtar_eleresi_utja\ "
'%kimeneti_konyvtar = " konyvtar_eleresi_utja\"
'bemenet_kiterjesztese = ".xlsx"
'kimenet_kiterjesztese = ".csv"
!kezdo_ev = 1960
!zaro_ev = 2009

'programtörzs

for !i=!kezdo_ev to !zaro_ev

'%bemeneti_nev = %bemeneti_konyvtar + @str(!i) + "_chn_lnY_lneR" + %bemenet_kiterjesztese
'%kimeneti_nev = %kimeneti_konyvtar + @str(!i) + "_chn_lnY_lneR_REG" +
%kimenet_kiterjesztese
open %bemeneti_nev
'equation eq.ls lneR lnY c 'alap
eq.makesid res_eq
write(type=csv) %kimeneti_nev res_eq
wfclose
next
```