

KÍNA SZEREPE A NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI RENDSZERBEN

Farkas Péter – Szabó Zsolt

Bevezetés

Kína a globális GDP létrehozásában nominális értéken számolva a harmadik, vásárlóerő paritáson a második helyet foglalja el a nemzetek sorrendjében. A nemzetközi kereskedelemben pedig már világelső volt 2008-ban! Kína tehát gazdasági ereje és dinamikája, gyors technikai fejlődése révén a globális világ meghatározó gazdasági és politikai szereplőjévé vált.

Ebből is következik jelen dolgozatunk témájának fontossága: milyen hatása van Kínának a nemzetközi pénzügyi rendszerre, és milyen lehet a szerepe a következő időszakban? Ez a téma önállóan még alig kutatott a nemzetközi és főleg a hazai szakirodalomban. A szaktudomány eddig vagy a kínai belső pénzügyi rendszerre koncentrált (általában a külgazdasági kapcsolódásokat is figyelembe véve), vagy a globális pénzügyi rendszer, a globális egyensúly/egyensúlytalanság szempontjából elemezte Kína (és az ázsiai regionális pénzügyi piacok) jelenlegi és lehetséges szerepét.

A jelen dolgozat szerzőiként kifejezetten Kína mai és lehetséges nemzetközi pénzügyi szerepére és ezzel kapcsolatos érdekeire fókuszálunk. Ezt a szerepet egyrészt a kínai gazdaság belső folyamataiból adódó érdekek, másrészt a nemzetközi pénzügyi rendszer jelenlegi és jövőbeni állapota alakítja.

Tanulmányunk első részében – alapozásként –, a Kína belső gazdasági és főleg pénzügyi folyamataiból adódó gazdasági érdekeket tárjuk fel. Ezek az érdekek azonban nem függetlenek a Kínát érintő külső hatásoktól

és „elvárásoktól”, ebben a részben ezekre is bőven kitérünk. Ez a rész Szabó Zsolt műve.

A második részben Kínának a nemzetközi pénzügyi rendszerben, a nemzetközi fizetésekben betöltött súlyát, a nemzetközi pénzügyi szervezetekben játszott szerepét ismertetjük, továbbá Kína nemzetközi pénzügyi rendszerrel kapcsolatos véleményét foglaljuk össze. Ez a rész Farkas Péter munkája.

1) A nemzetközi pénzügyi rendszerre ható belső folyamatok Kínában

1.1. Kína árfolyampolitikája

A kínai árfolyampolitikában az amerikai dollár központi szerepet töltött és tölt be a mai napig, Kína növekvő gazdasági súlyából és gyors fejlődéséből eredően azonban néhány éven belül minden valószínűség szerint a szabad lebegtetés fogja felváltani a jelenlegi dollárközpontú valutakosárhoz kötött árfolyamot.

1.1.1. A jelenlegi árfolyamrendszer alapjai

1995-2005 között a kínai nemzeti valuta, a jüan árfolyama a dollárhoz volt rögzítve, egy dollár előbb 8,7 jüant, majd 1997. októbertől 8,277 jüant ért.¹ A jelenlegi árfolyamrendszer alapját a 2005. július 21-én hozott reformok jelentik. Ekkor egyrészt az alulértékelt árfolyamon korrigálva valamelyest, 8,11 jüan/dollárra módosult az árfolyam, valamint egy akkor be nem jelentett összetételű valutakosárhoz rögzítette Peking a jüan árfolyamát. A lépésre a rohamosan növekvő kereskedelmi többlet, a gyors növekedés és nemzetközi nyomás következtében került sor, azaz mind gazdaságilag – egyensúlyi és növekedési szempontok következtében –, mind politikailag egyre problémásabbá vált a dollárhoz való explicit rögzítés.

¹ A renminbi (melyet gyakran RMB-nek rövidítenek) és a jüan sok esetben egymás szinonimájaként szerepel a különböző elemzésekben, ugyanakkor a pontosság kedvéért jegezzük meg, hogy a renminbi a készpénzforgalomba kerülő kínai valuta elnevezése, míg a jüan az elszámolási egység neve.

zítés. Augusztus 10-én a Kínai Népi Bank² (PBoC) nyilvánosságra hozta a kosárban szereplő valutákat, úgymint az amerikai dollár, az euró, a japán jen, a koreai won, valamint kisebb súllyal a kanadai dollár, brit font, ausztrál dollár, maláj ringgit, orosz rubel, szingapúri dollár, thai baht. Politikai okokból azonban a valuták között nem szerepel a hongkongi és tajvani dollár. A valutakosárban lévő valuták súlyáról azóta sincs pontos információ, ami akadályozza a kínai árfolyampolitika transzparenciáját, átláthatóságát. A kosár összeállításában a kereskedelmi kapcsolatok mellett az FDI mozgásra, valamint a kínai valutatartalék szerkezetére volt Peking tekintettel.

2005-2007 között a dollárral szembeni árfolyamsáv $\pm 0,15$ százalékos volt, más valuták esetében pedig ennél nagyobb, ebből is kitűnik a dollár továbbra is központi jelentősége. 2007. május 18-án az egyre nagyobb felértékelési nyomásnak és egyre hangosabb kritikáknak engedve a dollár sávot 0,30 százalékról 0,50 százalékra szélesítette ki a PBoC, ez azonban inkább gesztus volt csupán, mintsem komoly, érdemi változás (Lafrance 2008). A Kínai Népi Bank emellett azt is deklarálta, hogy a monetáris szabályoktól esetenként maga is eltérhet a jövőben, azok csupán irányadó formulaként szolgálnak a monetáris politika számára. Erre utal az is, hogy a jüan/dollár árfolyam a szűk sáv ellenére 2008. június 9-re a 6,92 jüan/dolláros szintig erősödött.³ 2008 közepén a valutakosárban az amerikai dollár valószínűleg a domináns valuta, Funke – Gronwald (2007) számításai szerint kb. 50 százalékos súllyal szerepelhet a kosárban.

1.1.2. Kihívások a kínai árfolyamrendszerben

A távol-keleti ország jelenlegi pénzügyi dilemmáinak sora gyors gazdasági növekedésből és az ún. lehetetlen hármasság tételéből vezethető le, ez utóbbi összefüggés szerint egy kis, nyitott országban nem érvényesülhet egyszerre a szabad tőkeáramlás, a monetáris politika függetlensége és a rögzített árfolyam.

Kína azonban – noha egyre nyitottabb gazdaság –, egyáltalán nem kis ország a maga 1,3 milliárd fős lakosságával, ezért a pénzügyi „trilemma” működési elvei is kissé módosulva érvényesülnek. Kínában az árfolyam stabilitása (illetve a gyors erősödés fékezése) élvez egyértelmű gazdaságpolitikai prioritást, még akkor is, ha ez 2005. július 21. óta de jure nem

² Kína központi bankja

³ <http://fx.sauder.ubc.ca>

dollárhoz rögzített árfolyamot jelent, mivel de facto továbbra is a dollár a horgonyvaluta.

Ennek oka részben az exportszektor versenyképességének megőrzésében keresendő (ezzel ugyanis az USA-ba exportáló vállalatok bevételeit lehet tervezhetőbbé, kiszámíthatóbbá tenni), valamint abban, hogy a nemzetközi piacokon dollárban zajlik a Kína számára kulcsfontossággal bíró, nagy mennyiségben importált nyersanyagok és energiahordozók jegyzése. A tőkeáramlás terén Kína szelektív hozzáállást tanúsít, röviden összefoglalva támogatja a technológiát Kínában megtelepítő működőtőkeimportot, ám akadályozza a spekulatív, rövid távú tőkemozgásokat (Cappiello és Ferrucci 2008). Mivel Kína népszerű célpontja a nemzetközi tőkemozgásoknak, ezért gyakorlatilag szabad tőkeáramlásról beszélhetünk a meglévő szigorú szabályok ellenére. A beáramló tőke révén folyamatosan erősödni kellene a jüannak, erre azonban a merev árfolyam miatt korlátozottan nyílik mód. Épp emiatt az árfolyam stabilitásának – és a beáramló tőke hatásai kezelésének – van alárendelve a monetáris politika – a lehetetlen hármasság korlátaiból eredően. A rögzített árfolyamból adódóan azonban más dilemmák is felmerülnek.

a) A monetáris politika függetlensége

A tőkemérleg és a folyó fizetési mérleg jelentős és egyre gyorsabban növekvő aktívummal zár évek óta. Az egyensúlytalanság kezelésére megoldás lehetne az árfolyamerősödés engedése vagy a tőkemozgások korlátozása, azonban ettől tartózkodik Kína, így a monetáris politikának kell kezelnie a helyzetet. A beáramló külföldi tőke felszívása érdekében nyíltpiaci műveletekkel, renminbi eladással és külföldi devizavásárlással szívja fel a beáramló külföldi tőkét a központi bank. Emiatt viszonylag magas kamatokot kell megszabnia a Kínai Népi Banknak, ami miatt azonban a nyereségessége marad alacsony, mivel ennél kisebb hozamúak a külföldi devizában denominált eszközeik nyomán származó kamatbevételek, így ez a PBoC sterilizációjának szab egyre nagyobb költségkorlátot (Goldstein és Lardy 2007). A pénzügyi rendszerben a beáramló tőke nyomán egyre nagyobb lesz a likviditásbőség, ami inflációs nyomást gerjeszt. Ezt kezelendő a bankok tartalékrátáját – mely 2008. június végétől 17,5 százalék – igyekszik Peking egyre magasabbra srófolni. Az önálló kamatpolitika feladása végeredményben szűkíti a külső sokkok esetén alkalmazható gazdaságpolitikai eszköztárat.

b) Bankszektor

A kínai bankrendszer nincs felkészülve egyrészt az árfolyamingadozásból eredő kockázatokra, másrészt a piaci versenyre, ezért nem beszélhetünk fejlett kínai bankszektorról. A kínai vállalatok az árkontroll következtében (mely az infláció fékezésének egyik sajátos kínai módja) profitabilitási nehézségekkel néznek szembe, amit ha az állam nem orvosol a költségvetési korlát „puhán tartásával”, akkor a vállalatoknak nyújtott bankhitelek arányában növekszik a bankok mérlegében a rossz hitelek részaránya. A bankok vállalati hitelezésére a munkanélküliségi ráta visszafogása érdekében ugyancsak jelentős állami nyomás hárul.

A lakosság megtakarításainak jelentős része bankbetétekbe vándorolt, 2005-re a bankbetétek a GDP értékének 160 százalékát tették ki, jelentősen meghaladva a fejlett és feltörekvő országokban megszokott 100 százalék alatti arányokat (Cappiello és Ferrucci 2008). Ez azonban nem a bankrendszer fejlettségével, hanem a pénzpiac egyéb szegmenseinek alulfejlettségével magyarázható. A bankok nemzetközi hiteltevékenysége korlátozott, ezért a kínai bankok sok esetben a piaci viszonyoknak ellentmondva hiteleznek újabb és újabb kínai vállalatokat, melyek sokszor egymás riválisai a kínai piacon. Így a vállalatok, és közvetve a bankok profitabilitása alacsony, a bankok eszközállományának minősége pedig rossz, főleg a kisebb bankok esetében, ezért az állam számos esetben avatkozott be a csőd elkerülése érdekében. 2005 végén a teljes kínai bankszektor eszközállományának negyede nem felelt meg az új bázeli 8 százalékos tőkemegfelelési ráta minőségi előírásainak.

A bankok eszközállománya a csökkenő hitel/betét aránynak köszönhetően egyre likvidebb lesz. A PBoC a bankok túlhitelezését, a gazdaságba áramló likviditásbőséget és inflációs nyomást azzal igyekszik visszafogni, hogy a kötelező tartalékrátát egyre magasabb szinten rögzíti: 2007 nyara – 2008. június 25. között a Kínai Népi Bank 50-100 bázispontos lépésekben emelte a rátát 6 százalékról 17,5 százalékra. A bankszektor eredményességét tovább rontja, hogy a PBoC-nál elhelyezett, tartalékolásra elkülönített betétek után a bankok alacsony, általában legfeljebb 2-3 százalékos kamatot kaphatnak.

A bankok ezért a lakossági betéti kamatokon próbálnak nyereségességükön javítani. A betétbe vándorló megtakarítások emiatt alacsony vagy negatív reálkamatot hoznak a viszonylag magas infláció mellett. A gyenge szociális háló következtében így egyre többen fordulnak a tőzsde felé. 2005 júliusa és 2007 augusztusa között a sanghaji tőzsdeindex értéke ötszörösére nőtt a hatalmas érdeklődés nyomán. A hazai tőzsdén jelenlévő cégek papírjai 2007-ben becsült nyereségük 38-szoros értékén forogtak.

Ami ennél is problémásabb, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok nyereségének növekedése 2007 első felében nem a vállalatok eredeti fő profiljából eredt, hanem a tőzsdei forgalomból. A tőzsdei szárnyalás egyre nagyobb buborékosodási veszélyt hordoz magában. A buborék 2007 októberétől „szakadozni kezdett”, a részvényárfolyamok előbb lassan, majd 2008 júniusában az amerikai jelzálogpiaci krízis lecsapódásaként hirtelen csökkenésnek indultak, s több milliárd dollár értéket kellett a befektetőknek veszteségként leírniuk (az elmúlt évek hihetetlenül magas nyereségei után).

c) Növekedés

2004-ben a kínai politikai vezetés a gazdaságpolitikában a szárnyaló gazdasági növekedés kiegyenlítettébbé tétele mellett foglalt állást, azaz a dinamikus export és beruházás rovására a fogyasztás egyre nagyobb szerephez jutna az elképzelések szerint a növekedésben. Kínában a világon az egyik legalacsonyabb a GDP arányos fogyasztás, mely 2006-ban csupán 36 százalékot ért el. A pekingi vezetés számára a kínai lakosság fogyasztásának élénkítésére három forma kínálkozik. Egyrészt fiskális ösztönzőkkel – jövedelemadó csökkentéssel, fiskális transzferek bővítésével, a szociális háló szélesítésével. Másrészt pénzügyi reformmal. 1993 és 2003 között például hiába nőtt kétszeresére GDP arányosan a lakossági betétállomány, míg az alacsony reálkamatok nyomán a 90-es évek első felében GDP arányosan öt százalékot ért el az adózás előtti lakossági kamatbevételek nagysága, 2003-ra ez 2,2 százalékra olvadt. Ráadásul 1999 és 2007 között húsz százalékos kamatadó volt érvényben, mely 2007 óta öt százalékra mérséklődött. Végezetül árfolyampolitikai reformmal: a jüan esetleges felértékelése nemcsak az exportot fogná vissza, hanem az importot, ezen belül a fogyasztási célú importot is növelné. Az árfolyam lebegtetése (azaz egy radikálisabb árfolyam reform) pedig lehetővé tenné független kamatpolitika alkalmazását, amely visszafoghatná a beruházások túlpörgését, kisimíthatná a beruházási ciklusokat, konjunktúraciklusokat, ami kedvezőbb viszonyokat teremthetne a fogyasztásbővülés számára (Goldstein és Lardy 2007).

Az exportorientált növekedés korrigálása egy belső piacra, fogyasztásra (is) épülő pályával egyre inkább elkerülhetetlennek látszik a társadalom végleges kettészakadásának elkerülése érdekében. Egy ilyen növekedési út azonban az import felpörgésén keresztül az exportorientált pályával épp ellentétes, erős jüan árfolyamot igényelne. A növekedési filozófia ártértékelése és alkalmazása azonban hosszú távú folyamat, s vélhetően egybeesik a

jüan tartalékvaluta szerepének majdani megerősödésével. A belső fogyasztásra alapozott növekedési pályának azonban komoly korlátja lehet a kínai mentalitásból eredő puritánság, a túlzott költekezéstől való tartózkodás.

d) Balassa–Samuelson hatás

A kínai gazdaságban is (mivel felzárkózó gazdaságról van szó) érvényesül a Balassa-Samuelson hatás, azaz az ún. tradable szektor termelékenység-javulása nyomán a tradable szektor mellett a non tradable szektorban is emelkednek a bérek, ami rontja a versenyképességet, és erősödő árfolyam vagy rögzített árfolyam esetén (ami jellemző Kínára) magasabb inflációban mutatkozhat meg. Mivel az árak belföldi emelkedése a gyenge szociális hálóval rendelkező kínai társadalom széles tömegeit sújtja, ezért az árakat mesterségesen próbálják visszafogni, ami az állami vállalatok esetében árplafonban mutatkozik meg, melyet a jövedelmezőség biztosítása érdekében jelentős mértékű állami támogatások egészítenek ki. A rögzített árfolyam dezinflációs költségei tehát visszagyűrűznek a fiskális politikába.

1.1.3. Az egyensúlyi árfolyam

Az egyensúlyi kínai árfolyam értékéről a reálárfolyam tekintetében érdemes beszélni, hiszen például az amerikai vagy európai, kínai terméket fogyasztó szereplők szemszögéből a vásárlást alapvetően ugyanígy érinti, ha a kínai termék ára a tíz százalékkal magasabb infláció miatt lesz drágább dollárban, illetve euróban számolva, vagy pedig azért, mert a jüan tíz százalékos erősödik a dollárral vagy euróval szemben. Cline – Williamson (2007), a témába vágó szakirodalom gyűjtése alapján úgy találták, hogy a dollárral szemben körülbelül negyven százalékos reálárfolyam felértékelődés lenne szükséges, míg kereskedelmi súlyozás szerint, azaz reáleffektív árfolyamon számolva mintegy húsz százalékos felértékelés volna kívánatos az egyensúlyi árfolyam eléréséhez. Azt is megállapították, hogy a dollár ezredfordulót követően induló, napjainkig tartó gyengülésével párhuzamosan az egyre frissebb számítások és elemzések egyre nagyobb korrekciót tartanak szükségesnek. Az egyensúlyi árfolyam problémája természetesen sokkal kevésbé válna szélessé, ha a dollár évek óta tartó gyengülése lassulna, illetve visszafordulna, és erősödésbe váltana át, hiszen ez magával vonzaná a jüan erősödését is a dollár kínai árfolyampolitikában játszott kulcsszerepe miatt.

1.1.4. A jüan árfolyamának rugalmasabbá tétele

Mivel egyre tarthatatlanabbá válik a helyzet, ezért egyre valószínűbb a *de facto* dollárhoz kötött árfolyam feloldása. Kína duális fejlettségű országnak tekinthető a gyors, ám az ország teljes egészét nem egyformán érintő modernizáció folytán; a fejlett, keleti országrész vállalatai mindenféle állami beavatkozás ellenére egyre inkább piaci logika alapján működnek, míg az ország belső régióinak vállalatai fokozottan az állam segítségére szorulnak. A gazdasági szerkezet fokozatos modernizálódásával azonban nem párosult a további fejlődést ösztönző monetáris és fiskális politika. A kínai fejlődés elérkezett arra a szintre, vagy nagyon közel jár már ahhoz, ahol a dinamikus export már nem lehet önmagában a növekedés záloga. Az átalakulásból kizárt széles tömegek bekapcsolása a fejlődésbe egyre elkerülhetetlenebb lesz, és az export mennyiségi bővülését egyre inkább a minőségi szempontok előtérbe helyezésével, illetve az egyre szűkebb nyersanyagpiaci korlátok figyelembe vételével kell újraszervezni; azaz a külgazdasági kapcsolatokban egyre nagyobb a Kínára nehezedő gazdasági és politikai nyomás a piaci, kereslet-kínálat jellegű viszonyok érvényesítésére.

Ez vonatkozik a kvázi kötött árfolyam feloldására is, ugyanis a jüan különböző ütemű felértékelése nem eredményez olyan impulzusokat, mely a gazdasági szereplőket hatékonyságnövekedésre, a gazdaság egészét pedig tartós modernizációra sarkallná. Az árfolyam liberalizálás nemcsak árfolyam erősödéssel járna, hanem egyúttal a monetáris politika végre függetlenedni tudna az árfolyam védelmétől. A rugalmas árfolyam alkalmazása és az ezzel várhatóan együttjáró jüanerősödés Kínai szempontból ösztönzőleg hatna a fogyasztásra az olcsóbb importon keresztül, racionálisabb beruházási döntésekhez vezetne a nagyobb kockázat nyomán és visszafogná az exportot, azaz a növekedés több lábon álló struktúrájává válhatna. További előnyt jelentene, hogy a kínai gazdaság kevésbé volna kitéve külső sokkoknak, hiszen az árfolyam nem volna spekulatív támadások cél-táblája, valamint a külső sokkokhoz való alkalmazkodás a reálváltozók közvetlen érintése helyett az árfolyamon keresztül tompítva jelentkezne a reálgazdasági folyamatokban. A monetáris politika a kamatpolitika függetlenedésével valódi alakítójává válhatna a beruházási folyamatoknak, az üzleti ciklusok simításával csökkenthetné a reálgazdasági megrázkódtatásokat, valamint a jegybank hatékonyan, megfelelő eszköztárral léphetne fel az inflációval szemben.

Ugyanakkor világgazdasági szempontból nem számolná fel a nemzetközi fizetési mérleg egyensúlytalanságokat, ugyanis ahhoz nemzetközi kö-

zös fellépés volna szükség, mindenekelőtt az USA megtakarítási rátájának emelkedésére, hiszen amíg ez nem változik, addig a viszonylag olcsó kínai termékek iránt továbbra sem csillapodik a nemzetközi kereslet (Li 2006).

A rugalmas árfolyammal kapcsolatos félelmek sokrétűek, ám egy részük megalapozatlan. A rugalmas, és az egyensúlyi árfolyam felé mozduló, ezért erősödő jüan visszafoghatja az exportot és ronthatja a kínai gazdaság versenyképességét. Elgondolkodtató, hogy egy 2007 eleji felmérés szerint a Kínában befektető cégek egyre nagyobb hányada – immáron ötöde – számolt be arról, miszerint komolyan felmerült a cég vezetésében annak a lehetősége, hogy egy másik, olcsóbb távol-keleti országba telepíti át a termelést, mivel a kínai jüanban számolt bevételek csökkennek az erősödő árfolyam miatt, amit a magas infláció miatt egyre intenzívebb bérnyomás súlyosbít, valamint a jüan erősödése ellenére is dráguló nyersanyagok és olaj ára. Ezt a félelmet tompítja valamelyest, ha figyelembe vesszük, hogy a kínai export importhányada és importvonzata magas, azaz míg a jüanban számolt exportárak és bevételek csökkennének, ugyanúgy olcsóbb lenne az import, azaz a költségek egy része is mérséklődne. Ráadásul a kínai termelékenység a világon a leggyorsabb ütemben, éves szinten átlagosan húsz százalékkal bővül az 1990-es évek dereka óta, ami alapvető motorja a Kínában tevékenykedő vállalatok versenyképessége megőrzésének és javításának (Dickie 2007). Mások amiatt aggódnak, hogy a Kínába áramló FDI csökkenni fog az árfolyam volatilitás növekedése nyomán. Empirikus elemzések alapján azonban az árfolyamnál lényegesebb a piacméret, a termelékenység növekedése, a makrogazdasági stabilitás, a pénzügyi intézmények ereje, azaz épp olyan tényezők, melyek Kínában adóttak, vagy viszonylag egyszerűen biztosíthatóak. Más nézőpontból egy az 1980-as évek végi Japánéhoz hasonló deflációs forgatókönyv is elképzelhető, ahol árfolyam erősödés, kamatcsökkentés, majd buborékképződés, illetve túlzott mértékű banki hitelkihelyezés, túlberuházási hullám indult el, mely az 1990-es évekre recesszióhoz és deflációhoz vezetett a szigetországban. A két példa között eltérő vonás, hogy a kínai bankrendszer közel sem olyan fejlett, mint a japán, így kevésbé erősítené fel a beruházási lendületet, azonban a kamatcsökkenés Kínában is a gazdaság buborékosodásához vezetne. Kritika merül fel az árfolyam lebegtetése kapcsán amiatt is, hogy ez hátrányosan érintené a szegény, vidéki, agráriumban dolgozó tömegeket, hiszen az erősebb árfolyam révén olcsóbb agrárimporton keresztül a kínai mezőgazdasági termékek ára is lejjebb szorulna. Ez a hatás azonban kivédhető volna megfelelően célzott fiskális transzferek segítségével. A vállalati szektor ugyanakkor nyertesévé válna az árfolyam liberalizálásnak, mivel a mérlegükben a külföldi devizában fennálló adósság mértéke csökkenne.

Ebből adódik a politikai kockázat, hiszen a kínai politikai elit számára az árfolyamrezsim-váltás költségeit és hasznait kell az azokból eltérően részesedő társadalmi csoportok között szétteríteni úgy, hogy lehetőleg minél kevesebb szenvedője legyen a váltásnak. A regionális vetélytársak, a hasonló termékekkel világpiacra lépő országoktól való félelem ugyancsak hátráltathatja a kínai árfolyamreformot, hiszen a kínai árfolyam liberalizálását és a jüan vélhetően jelentős erősödését követően a kelet-ázsiai konkurens exportőrök könnyen helyzeti előnybe kerülnének a világpiacon. Ez a félelem valamelyest tompítható lenne, ha Kína – mint az már több jel alapján is tapasztalható –, az egyre nagyobb hozzáadott értéket képviselő termékek exportja felé mozdulna, illetve ha sikerülne a régiós valutarendszerek reformját összehangoltan megvalósítani. Ebben a többi exportorientált kelet-ázsiai ország is érdekelt, a mostani helyzetben ugyanis szuboptimális egyensúlyról lehet beszélni a Távol-Keleten, amelyből egyik ország sem mer és tud önmaga elmozdulni. Kínára – méretéből adódóan – mindenképpen kezdeményező szerep hárul egy közös rezsim-váltást illetően, ugyanakkor az árfolyamváltás sikeres, komolyabb megrázkódtatásoktól mentes levezényléséhez vélhetően minden külső támogatást szívesen fogadna (Ito 2007).

A reform iránya mellett kulcskérdés annak formája is, hiszen egy rosszul levezényelt rezsimváltás akár komoly károkat is okozhat a kínai gazdaságnak. Egyes vélemények szerint lépcsőzetes, fokozatos rezsimváltás volna célszerű, hogy a bankrendszer felkészülhessen az árfolyamkockázatra, mások pedig a radikális reform mellett kardoskodnak, azzal érvelve, hogy Kína nettó hitelező ország, az exportőr vállalatok más vállalatokhoz képest kisebb adóssággal bírnak, továbbá Kína legnagyobb exportőr vállalatai külföldi tulajdonban vannak, így nincs értelme a reform lassú végrehajtásának.

Egy másik kérdés, hogy a bankreform, a tőkeliberalizáció és az árfolyamreform hogyan illeszthető össze, mi a helyes sorrend ezek között. A legkisebb megrázkódtatással vélhetően az járna, amennyiben az árfolyamreformot megelőzné a bankrendszer átalakítása. A bankreform a bankok megtérülési elv alapján való működésének támogatását jelentené, azaz a politikai nyomásra való hitelezés felszámolását. A bankok közti betétesekért való verseny elindulásával csökkenhetne a betéti- és hitelkamatok közti rés, ami a betétek növelésével a bankok lakosság általi feltőkésítését jelentené. Ezt követően indulhatna el a tőkeliberalizáció, hiszen ebben az esetben a bankok már fel lennének készülve a külföldről érkező szereplőkkel való versenyre. A tőkeliberalizációval együtt kerülhetne sor az árfolyam liberalizációra is, a volatilisabb árfolyam így kevésbé sújtaná a már felkészült bankrendszert. A jelenlegi helyzetben Peking két éve fokozatosan hagyja erősödni a jüant a dollárral szemben, ezzel is vélhetően foko-

zatosan felkészítve a vállalati és banki szereplőket az árfolyam változásának hatásaira. A bankrendszer átalakítása pedig elindult az állami vagyongazdálkodó alapok felállításával és azoknak a hazai bankrendszer felé fordulásával, igaz, ezek az alapok a kínai valutatartalékra támaszkodva próbálják a kínai bankokat piaci impulzusokhoz hasonló módon ingerelve modernizálni.

1.2. Kína fizetési mérlege

Kína sokáig rendkívül óvatosan és megfontolt stratégiával lépett fel a globalizálódó pénzpiacokon. Ez lényegében úgy foglalható össze, hogy a modernizációhoz szükséges tőkét és technológiát az export ellenértékében az országba áramló tőkéből fedezte. Néhány éve azonban abba a helyzetbe került Kína, hogy a nemzetközi pénzpiacokon játszott szerepét átértékelje. Erre azért van szükség, hogy

- * az ország pénzügyi rendszerét modernizálja, mivel a tőkekorlátozás és a kvázi rögzített árfolyam nem ösztönözte a belső pénzpiacok fejlődését;
- * a kínai (lakossági és pénzügyi) befektetők magasabb hozamot nyújtó befektetési lehetőségeket találjanak anélkül, hogy spekulatív jellegű beruházásokba kezdjenek, és esetleg túlértékeltté tegyenek tőzsdén jegyzett papírokat;
- * a hatalmas felhalmozott valutatartalékban rejlő és időzített bombaként ketyegő árfolyamkockázatot kezelni tudja;
- * és hogy a különböző társadalmi rétegeket eltérően érintő árfolyamkockázat terheit jobban szét tudja teríteni a társadalmon belül.

A kínai fizetési mérleg több tekintetben is egyedi, sajátos vonásokat mutat:

- * a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyaránt pozitív szaldóval zár több mint tíz éve minden év végén, ami a közgazdasági logika szerint nem tartható fenn huzamosabb ideig;
- * figyelemre méltó emellett mindkét mérleg mérete és struktúrája.

A folyó fizetési mérleg 1995 óta tartósan pozitív egyenleget mutat, a szufficit folyamatosan nő, igaz viszont, hogy az 1997-98 ázsiai krízis nyomán átmenetileg csökkent a mérleg GDP arányos többlete. A 2000-ben 20 milliárd dolláros és GDP arányosan 1,7 százalékos folyó fizetési mérleg szufficit 2007-re 361 milliárdra, illetve 11,1 százalékra ugrott. Az IMF 2013-ig szóló előrejelzésében tartósan a GDP 10 százalékát elérő aktívummal számol, mely 2013-ra 763 milliárd dollárra hízhat.⁴ A mérleget

⁴ IMF World Economic Outlook Database, April 2008

alapvetően (mintegy 85%-ban) a kereskedelmi mérleg egyenlege alakítja, a jövedelmi mérleg marginális, így a jövőt illetően az a kérdés, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlegének változása ciklikus folyamatok következménye-e és várható-e emiatt annak mérséklődése, vagy pedig strukturális folyamatok eredménye és ezért a mérleg aktívumának további növekedésére lehet-e számítani (Cappiello és Ferrucci 2008).

A ciklikus folyamatok mellett szól, hogy 2005-től kormányzati lépések eredményeként lassul a beruházások üteme, ami pedig Kínában szoros korrelációban áll az importtal, amely szintén visszaesett. Emiatt javult hirtelen 2005-től a kereskedelmi és ezáltal a folyó fizetési mérleg. A kínai export azonban jelentős importhányaddal bír, ezért a közeljövőben a kivitelt, s végeredményben a folyó fizetési mérlegtöbblet is mérséklődhet. Peking beruházást fékező politikáján túl hosszú távon a kínai lakosság élet-színvonalának emelkedésével, a fogyasztás relatív felgyorsulásával, és fogyasztási célú import növekedésével feltétlenül számolni kell.

Ezzel szemben a strukturális változást támaszthatja alá mások véleménye, akik az import relatív lassulásából mást olvasnak ki. Eszerint ugyanis a jelentős importvonzattal járó összeszerelő jellegű tevékenységre, munkaintenzív termékek gyártására épülő export helyét fokozatosan átveszi a külföldi működőtőkére, technológiatranszferre, kutatás-fejlesztésre egyre jobban, míg nyersanyag- és energiaimportra egyre kevésbé támaszkodó termékek és szolgáltatások exportja. Ráadásul a kínai lakosság élet-színvonalának emelkedése ellenére a fogyasztást szolgáló import jelentősége elmarad a fejlett országokban tapasztalttól, így összességében további folyó fizetési mérleg többletre kell számítani.

A tőkemérleg két eltérő jellegű csoportra bontható. Másfél évtizede nagyjából évi 45 milliárd dolláros többletet, és meglepően kis ingadozást mutat (még az ázsiai válság sem hozott törést) a közvetlen tőkeberuházások egyenlege, ezzel szemben a portfóliótőke-beruházások és egyéb tőke-mozgások nettó egyenlege egyre volatilisabb, és egyre nagyobb hatással van a tőkemérleg nettó alakulására. A távol-keleti ország a működőtőke rendkívül kedvelt célpontja, az elmúlt tíz évben a feltörekvő országokba áramló tőke mintegy negyedét és az Ázsiába áramló működőtőke 70 százalékát Kína szívta fel.

Az árfolyam védelmében a kínai gazdaságpolitika a tőkeforgalom szabályozására kényszerül. Rendkívül vegyes szabályok és előírások vannak érvényben a tőke irányától, formájától (portfólió- vagy működőtőke), céljától (pénzügyi vagy nem pénzügyi befektetés) függően. Általánosságban elmondható, hogy az országhatárt elhagyó tőkemozgások kevésbé liberalizáltak, mint a befelé irányulók. A hatalmas mennyiségű beáramló tőke természetesen az amúgy is alulértékelt jüan felértékelése irányába hatna,

ha nem lenne gyakorlatilag rögzített az árfolyam, ezért a kínai gazdaságpolitika a nyomás enyhítése érdekében a kiáramló tőke szabályainak puhítása irányába mozdult el, de egyelőre a tőkekiáramlás szigorúbban szabályozott. A Kínába áramló tőkemozgások tekintetében a működőtőke beruházások előtt általában kevesebb akadály van, mint a portfóliótőke beruházások előtt, ugyanis Peking előbbi nagyobb rugalmatlansága és technológiahordozó jellege miatt jobban értékeli.

A Kínába áramló működőtőke forrását tekintve kiemelt jelentőséggel bír Hongkong, ahonnan a tőke zöme érkezik. 2000-től a Virgin-szigetek is donor ország Kína számára, mégpedig egyre jelentősebb arányban, 2006-ban e két helyről származott az FDI 57 százaléka. A külföldi beruházóknak járó adókedvezmények miatt felmerül annak valószínűsége, hogy ennek egy része kínai pénz, mely a beruházási kedvezmények kihasználása érdekében lépte át többször az országhatárt. (erről lásd: Székely-Doby András tanulmányát Külföldi közvetlen tőkebefektetések Kínában címmel [ugyanebben a kötetben])

1.3. Kína nemzetközi beruházási helyzete

A több éve szufficites folyó fizetési mérleg és tőkemérleg miatt Kína nemzetközi beruházási helyzete is jelentős változáson ment át.

A bruttó eszközök állománya a legfrissebb adatok szerint 2006 végén 1627 milliárd dollárra, a GDP 62 százalékra rúgtak, míg a passzívák nagysága 965 milliárd dollárt tettek ki, ami által ezek különbsége, azaz a nettó eszközállomány, a GDP 25,2 százalékát érte el. Egy feltörekvő és relatíve tőkeszegény országtól meglehetősen szokatlan vonás, hogy nettó eszközállománya szufficites. Ebből adódóan Kína külső forrásoktól való függése pusztán a nemzetközi beruházási pozíció alapján rendkívül egészségesnek mondható. Ez megmutatkozik Kína szuverén államadóságának besorolásában is (Fitch, S&P: A, Moody's: A2), mely kedvezőbb, mint a legtöbb feltörekvő gazdaságé.

A bruttó eszközök és passzívák együttes állományát a GDP-hez viszonyítva (mint a nemzetközi pénzügyi integráltság egyik mutatóját vizsgálva) is jelentős előrelépés figyelhető meg, 1990-ben 34 százalékot, 2006-ban közel 130 százalékot kapunk, ami a többi feltörekvő ország átlagának felel meg, azonban felét sem éri el a legfejlettebb országok (G7-ek) átlagának. Kína pénzügyi integráltsága elmarad az ország világgazdasági, valamint világkereskedelmi súlyától, ami a növekedés és a kereskedelem bővülésének későbbi akadályává válhat, amennyiben esetleg elakad, megtor-

pan Kína pénzügyi integrálódása, beépülése a világgazdaságba. Ettől azonban egyelőre nem kell tartania az országnak.

A bruttó eszközök zöme (2006-ban 94%-a) adósság jellegű tétel volt, mely főleg megvásárolt külföldi állampapírokban feküdt, és csak 6 százalékot ért el a tulajdonjellegű tételek (FDI és portfólióberuházás) súlya. A passzívák között ugyanakkor 72 százalékra rúgott a tulajdonlást megtestesítő elemek és 28 százalékot értek el az adósság jellegű tételek. Azaz Kína adósságmérlege pozitív, míg a tulajdonlást kifejező befektetések terén nettó adós félnek számít. Az adósságjellegű befektetéseknek a tulajdonjellegű tételeknél relatíve alacsonyabb hozama magyarázza, hogy Kína nettó jövedelmi egyenlege a nettó eszközállománynak csupán 1,8 százalékát érte el 2006-ban, míg Japánban és Németországban – az ugyancsak nagy nettó eszközállománnyal bíró két országban – 5-6 százalék, illetve 4-5 százalékos ez az arány.

További kínai sajátosság, hogy a bruttó eszközök állományán belül mintegy kétharmadot ér el a külföldi valutatartalékok nagysága, melynél a jelentős valutatartalékok felhalmozó országok közül csak India ért el magasabb szintet 2006-ban. A 2006 végi 1073 milliárd dolláros kínai valutatartalék 2008 márciusára több mint másfélszeresére nőtt (1682 milliárd dollár). Az eszközökön belül az FDI alacsony súlya arra is utal, hogy a kínai vállalatok kevésbé aktívak külföldi tevékenységeiket tekintve, a világ FDI állományának kevesebb mint egy százaléka származik Kinából. Liberalizáltabb tőkeforgalom esetén ez az alacsony érték valószínűleg jóval magasabb volna.

Ugyancsak speciális, hogy a külföldi devizában denominált eszközök zöme az állam kezében halmozódik fel. Ez annak is jele, hogy gyenge a pénzügyi közvetítőrendszer – főleg a tőkekorlátok és a kvázi rögzített árfolyamrendszer következtében alulfejlett a bankok devizagazdálkodása –, ugyanakkor a gazdaság piaci szereplői külföldi tevékenységük során devizára szorulnak, ami miatt az állam kénytelen devizakezeléssel foglalkozni, miáltal az árfolyamkockázat is az állami oldalon jelentkezik. Ugyanakkor a merev árfolyamrendszer védelme és működtetése érdekében kifejezetten előnyös a devizavagyon állami kézben való koncentrálódása. Összességében azonban ez egy szuboptimális megoldás, amiből az árfolyamrendszer valamint a tőkepiaci korlátok reformjával lehet elmozdulni. A jelen helyzetben ezért kényszerül arra Kína, hogy hatalmas összegeket bizzon vagyonkezelő alapokra, amelyek mozgatni tudják ezeket az eszközöket. A devizában denominált eszközök alacsony hozamot (2006-ban 3,2%-ot) hoznak Kínának. Ha ezek struktúrájának racionálisabb átrendezésével például 3,7 százalékot sikerülne elérni, akkor a GDP arányos folyó fizetési

mérleg egyenlege 0,3 százalékponttal is javulna Cappello – Ferrucci (2008) számításai szerint.

A hatalmas valutatartalék menedzselésére több kezdeményezés is történt. 2003-ban a PBoC létrehozta a Central Huijin Investment Company nevű vagyongazdálkodó alapot, melyet 67,5 milliárd dolláros vagyonával négy állami bank rekapitalizációjával bízott meg (Truman 2007). Ezt követte 2007 szeptemberében a China Investment Company (CIC) vagyongazdálkodó felállításának, mely 200 milliárd dolláros vagyon felett rendelkezik, külföldi tevékenységet is folytat, s amely elődjét is magába olvasztja (Goldstein és Lardy 2007).

A külföldi valutatartalék dinamikus növekedésére a szufficites folyó fizetési mérleg illetve tőkemérleg önmagában nem ad kellő magyarázatot. A válasz abban is keresendő, hogy Kína (és számos távol-keleti ország) az 1997-98-as ázsiai válságból azt szűrte le tanulságként, hogy csak jelentős devizatartalékok segíthetnek kivédeni a hasonló krízishelyzeteket. Ráadásul Kína egyre intenzívebb bekapcsolódása a világkereskedelemben tovább növeli ezt az óvatossági motívumot. Fontos szempont az is, hogy a kínai bankrendszer fejletlen, nem tudja feldolgozni a kínai gazdaságba áramló tőkét, ezért inkább devizában tartja azt az állam, és biztonságos, ám alacsony hozamot biztosító külföldi papírokba fekteti.

Mit kezdhet Kína a jövőben a gyorsan növekvő devizatartalékkal? Egyik nézet szerint olyan mértékű a tartalékok bővülése, hogy Pekingnek minél előbb hagynia kellene az árfolyamot erősödni, mielőtt nagyobb problémák merülnének fel a gazdaságban. 2007 végére a tartalékok nagysága ugyanis a kínai GDP felét érte el, és ebből adódóan egyre nehezebbé válik az ilyen mennyiségű tartalék kezelése, és egyre érzékenyebben reagál rá a gazdaság. Egy másik koncepció szerint – mely főleg Kínához hasonló fejlődő országok számára ajánlható – ezek a tartalékok képezhetnék a belső fejlesztéspolitika alapját. Noha a fogyasztás növelése és a kiegyenlítettebb növekedés érdekében ez reális opció volna, óvatosság szükséges ennek a koncepciónak az érvényesítése esetén, nehogy a gazdaság túlfűtötté váljon, s emiatt az egész monetáris politikát új alapokra kelljen helyezni. Ezt figyelembe véve harmadik lehetőségként merül fel, hogy a tartalékok képezzék a kínai pénzügyi rendszer reformjának alapját. A Central Huijin Investment Company vagyongazdálkodó alap több bank rekapitalizációjában működött közre, és akár a CIC is végezhet hasonló tevékenységet, amennyiben szükséges. Fennáll a veszély, hogy ez az opció céljával esetleg épp ellenkező eredménnyel járna, rontaná ugyanis a bankok gazdálkodási fegyelmét, hiszen hozzászokhatnának az állami segítséghez, valamint a gyenge transzparencia nyomán a korrupció egyik melegágya lehetne. Egy negyedik variáns lehet a tartalékok felhasználása nemzetközi segélyezés

céljából, mely Kína növekvő nemzetközi gazdasági és politikai szerepét erősíthetné.

1.4. Az árfolyam és a külkereskedelem hatása az inflációra

A távol-keleti országban a hivatalos inflációs mutatók rosszak voltak az 1997-98-as ázsiai válságig, 1980-1997 között átlagban 8,6 százalékot ért el a fogyasztói árindex éves üteme. A magas inflációs trend viszonylag nagy ingadozásokat takar: 1994-ben pl. 24,1 százalékos volt az árszínvonal romlás mértéke, 1998-2008 között azonban jóval kisebb, mindössze 1,6 százalékot ért el az árszínvonal romlás átlagos üteme. Hozzá kell tenni azonban, hogy egyrészt az árszínvonal emelkedés az elmúlt tíz évben ismét gyorsul, 2008-ra pl. 5,9 százalékot vár a Világbank (de 2008. áprilisban már 8,5%-os volt a 12 havi árszínvonal romlás üteme az olaj- és élelmiszer-árrobbanás következtében), másrészt pedig a hivatalos inflációs adatok alacsonyabbak a valóságosnál. A gyorsuló infláció oka a beruházási lendületre és az exportra támaszkodó tartósan magas növekedési ráta, s nem a fogyasztás támaszt inflációs nyomást, hiszen az kimondottan csekély súlyú a GDP arányában. A külkereskedelem dinamikus bővülése és a rögzített árfolyamból adódóan a Balassa-Samuelson hatásnak megfelelően további inflációs nyomás képződik. A gazdasági növekedés dinamikájának fennmaradása, a belső fogyasztás várható növekedése, tartósan magas világszintű nyersanyag- és energiaárak esetén tartósan magas inflációra és magas kamatokra lehet a távol-keleti országban számítani. Az esetleges árfolyam liberalizáció ugyanakkor tompíthatja ennek mértékét.

Az árszínvonal említett, 8,5 százalékos romlása 2008 áprilisában 11 évi csúcsot jelentett, az infláció egyébként hónapok óta 8 százalék felett mozog. A növekedés elsősorban az élelmiszerek és az olaj világszintű árának emelkedéséből fakadt, egyes termékkategóriákban egy év alatt közel 50 százalékkal emelkedtek az árak, a világszintű piacon egyes nyersanyagok azonban a korábbi túlértékelt árak után ismét csökkenésnek indultak. Elemzések szerint a jüan dollárral szembeni 10 százalékos erősödése az importált nyersolaj, szójabab és sertéshús árát kb. 10 százalékkal csökkentheti, ami az infláció mértékét közel 1 százalékponttal is mérsékelheti, ezért tapasztalható a jüan erősödésének felgyorsulása. Ennek akadályát jelentheti egy idő után – mint korábban említettük –, a vállalatok egyre hangosabb tiltakozása az árfolyam erősödésével szemben.

Kína egyre szervesebben kapcsolódik be a nemzetközi kereskedelembé, s a rohamosan bővülő export és import nyomán egyre nagyobb hatást fejt ki a különböző termékek árára, így a világgazdasági infláció alakulására

is. Az import vonatkozásában Kína egyre nagyobb keresletet támaszt élelmiszerek, energiahordozók és nyersanyagok iránt, jelentősen hozzájárulva azok világszertei árának emelkedéséhez. Ugyanakkor a jelenleg tapasztalható magas árak nem okolhatóak csupán a kínai gazdaság fokozódó étvágyával, hanem azt tovább súlyosbítja a kínai gazdaság lassabb igazodása, más felzárkózó gazdaságok ugyancsak növekvő kereslete, valamint a spekulatív célú árutőzsdei jegyzések. Az export oldaláról sokkal érdekesebb a kép. Mivel lassan Kína válik a „világ műhelyévé”, így Kína kereskedelmi partnerei esetében a kínai termékek importja egyre nagyobb szerepet játszik az árszínvonal alakulásában. Ennek inflációgerjesztő hatásától évtizedekig három okból sem kell tartani, sőt inkább inflációcsökkentő hatása van a kínai termékeknek. Egyrészt a kínai áruk az exportpiacokon drágább termékeket szorítanak ki, hiszen a kínai exportcikkék jelenleg inkább árakban, mintsem minőségükben versenyképesek. Másrészt ez a helyzet a Kínával árversenyben lévő országokat is az árak alacsonyan tartására kényszeríti. Harmadrészt az olcsó kínai munkaerő bőségesen áll rendelkezésre az olcsó termékek termelésének kiterjesztésére.

1.5. A jüan tartalékvalutává válásának hazai feltételei

A sikeres kulcsvalutává válás három elengedhetetlen feltétele, hogy a valutát jegyző ország jelentős gazdasági súllyal bírjon, tartósan növekedjen, illetve vele szemben széles és tartós nemzetközi bizalom érvényesüljön. Kína e feltételek közül az első kettővel már rendelkezik, a harmadikat pedig ezekben az években alapozhatja meg (ehhez például a pekingi olimpia, a sanghaji világkiállítás is pozitívan járulhat hozzá, míg a tibeti és más hasonló incidensek ronthatják azt). A jüan mint kulcsvaluta, tovább mélyítené az ázsiai integrációt, a világgazdaság dollár- és USA-függőségét pedig mérsékelné.

A jüan kulcsvalutává válása vélhetően egy lassú folyamat, mely nem most indul, hanem már évekkel ezelőtt kezdődött és azóta is tart. A folyamatnak vannak mind belső, mind külső összetevői. A belső intézményi tényezők közé tartozik a kínai tőkeforgalmi szabályok jövője, a jüan árfolyamának alakulása, a kínai monetáris politika függetlensége. Ezek jelentős átalakulásra szorulnak, a döntés, illetve a reformok ütemezése Peking kezében van. Külső tényezők közé sorolható a világkereskedelem, a világgazdaság bővülése, ezzel együtt a kínai termékek iránti kereslet. Ezen belül is különösen fontos az ázsiai kapcsolatok fejlődése, hiszen a jüant várhatóan először az ázsiai országok fogják elfogadni és Ázsiában fognak elő-

szőr kulcsvalutaként tekinteni a kínai fizetőeszközre (lásd a következő pontban).

A jüan kulcsvalutaként való kezelése számos előnyt, hasznot jelent mind Kína, mind a világgazdaság számára. Az esetleges kínai fizetési mérleg hiány finanszírozása egyszerűsödne; Kína saját valutában juthatna hozzá nyersanyagokhoz, energiahordozókhoz, jüanban folyósíthatna nemzetközi segélyeket; az ázsiai kereskedelem és beruházások tekintetében csökkenne az árfolyamkockázat; az ázsiai integráció mélyülhetne és szélesedhetne a jüan közös valutaként való elfogadása nyomán; Peking regionális, s azon keresztül világgazdasági szerepe és befolyása tovább erősödne.

A jüan nemzetközi valutává válása ugyanakkor új problémákat is felvethet. A jelenleginél nagyságrendekkel nagyobb konfliktusba kerülhet a monetáris politika, ha döntésre kényszerül a Kínát ért sokkokra való reagálás (belső szempont), illetve a valuta stabilitásának megőrzése (külső szempont) között, egyúttal a monetáris politikai lépések hatása sokrétűbb, kezdetben nehezen kiszámítható helyzeteket szülhet. Megszűnik a kínai gazdaság versenyképességének árfolyampolitikai eszközökkel való védelme, ugyanakkor Kína egyre védtelenebbé válik az ázsiai gazdaságok és a világgazdaság ciklusaival szemben; valamint a nemzeti valutákat háttérbe szorító jüan nyomán felerősödhetnek a Kína ellenes hangok (Li 2006).

2) Kína súlya a nemzetközi pénzügyekben

2.1. A jüan szerepe a világban

A jüan egyelőre nem számít valódi kemény valutának: nem lehet bárhol és bármilyen árura szabadon átváltani. De már elindult a nemzetközi karrier felé az ázsiai nemzetközi kereskedelmi forgalom elszámolásában és a térség turistaforgalmában, továbbá az Egyesült Államok értékpapír piacán. (Az utóbbiról a 2.3. pontban lesz szó.)

Ismert a kínai kereskedők jelentős szerepe az ázsiai lakossági piacon. Ebben a körben a jüant széles körben használják, különösen a Kínából érkező fogyasztási cikkek ellenértékének elszámolására. Kína határmenti kereskedelmi forgalma 2006-ban 26 milliárd dollárt tett ki.⁵ A renminbi (a jüan) teljes értékű kereskedelmi valutának számít Vietnamban, Kambo-

⁵ http://www.chinadaily.com.cn/chinagate/doc/2003-07/07/content_253307.htm

dzsában, gyakran helyettesíti a nagyon gyenge helyi valutát Myanmarban és Laoszban. Thaiföld Yunnan tartománnyal határos területein, de másutt is, a kínai kereskedők a thaiföldi baht közbeiktatása nélkül kereskednek.

Ugyanakkor a kínai turisták milliói átváltási veszteség nélkül viszik külföldre a jüant, és szabadon vásárolnak vele az ázsiai kiskereskedelemben. Manilától Dzsakartán át Bangkokig már gyakorlatilag kemény valutának számít a lakossági piacokon. Ma már az is természetes, hogy Hongkongban a kereskedők elfogadják a jüant, esetenként a hivatalosnál jobb árfolyamon számítják be a hongkongi dollár ellenében. Vietnam Kínával határos tartományaiban a kínai bevásárló turisták jüannel fizetnek. Myanmarban bővítették a vámmentes üzletekben vásárolható érték felső határát a kínai turisták becsalogatása érdekében. Mongólia fővárosában, Ulan Batorban, nem csak a piacon fogadják el a kínai fizetési eszközt, hanem a szállodákban is. A Koreai NDK-ban a boltokban és éttermekben ugyanúgy „kemény valuta-ként” fogadják el a jüant, mint a dollárt vagy az eurót.

A hivatalos statisztikák (2007) arról árulkodnak, hogy Vietnamban 3,5 milliárd jüan (422,9 millió USD), Thaiföldön 4,4 milliárd jüan (531,6 millió USD) volt forgalomban. Az indokínai térségben a helyi valutaváltók szabadon kereskednek a jüannel. A kínai pénznek még Oroszországban is szerepe van, bár kisebb: itt 99,5 millió jüant (11,9 millió USD) tartottak nyilván (uo.). Egyes jelentések szerint Mongóliában a jüan súlya a helyi mindennapi készpénzforgalomban is jelentőssé vált, beleértve a fővárost is. Hongkongban a renminbi a második leggyakrabban használt pénznem a helyi dollár után.

A kínai pénznem, a renminbi és annak értékjegye, a jüan tehát Ázsia-szerte növekvő szerepű elszámolási pénznem. Azt azonban hangsúlyozni kell, hogy a kínai külkereskedelem egészéhez képest ez még nagyon kis arányt jelent, sőt a térségi kereskedelem zömét sem renminbiben számolják el.

A külföldön lévő pénzmennyiség mindazonáltal fejtörést okoz a kínai kormánynak, mert a teljes forgalmi pénzmennyiség szabályozása érdekében pontosabban kellene ismerni a volumenét. Ezért a szürke pénzforgalmat minél inkább a kiszámítható csatornába szeretnék terelni: a kormány már 2002-ben leiratot küldött a határmenti területeken működő kereskedelmi bankokhoz, hogy támogassák a határokon átnyúló kereskedelmet, és állapítsanak meg átváltási árfolyamot a jüan és a határon túli pénznem között.⁶

A jüan szerepe azonban a délkelet-ázsiai térségben már nem csupán elszámolási egységként jelentős. Az árfolyamának szilárdsága azt is lehetővé

⁶ Kína Ipari és Kereskedelmi bankjának forgalmában a határmenti kereskedelemmel kapcsolatos elszámolások 4-5 százalékot tettek ki 2003-ban.

tette, hogy a jüan birtokosai a kínai termékek piacra jutását segítő beruházásokat valósítsanak meg, gyártó üzemeket létesítettek Vietnámban, Indonéziában és máshol a térségben. Nem bizonyítható, hogy ezt a tevékenységet gyakran közvetlenül jüannel finanszírozzák, hiszen hivatalosan a kínai nemzetközi tőkeemléget érintő átutalások (egyelőre) nem liberalizáltak – még Hongkong esetében sem. Mégis joggal feltételezhető, hogy az ilyen fejlesztések finanszírozásában is szerepe van.

„A renminbi (RMB) elfogadottsága a szomszéd országokban és a térségben a pénznemünk iránt bizalmat fejezi ki és elősegíti, hogy Ázsia erős valutája legyen” nyilatkozta a külföldi pénznemek hatóságának (State Administration of Foreign Exchange) munkatársa.⁷

A szakértők egyetértenek abban, hogy a renminbi térségi tekintélyének növekedéséhez nagymértékben hozzájárult, hogy a jüan ellenállt a világgazdaság viharainak az 1997-98-as ázsiai pénzügyi válság időszakában, ami nem csupán a kínai gazdaság és pénzügyi politika szilárdságát bizonyította, hanem megkönnyítette a környező bajba került országok kilábalását, pl. a Kínába irányuló exportlehetőségek kihasználásával. Ez az esemény nagymértékben megerősítette a kínai valuta térségbeli használatát. Ebben a vonatkozásban már arról beszélhetünk, hogy mint stabil térségi pénz a pénzügyi horgony szerepét játszotta. A bizalom a jüan iránt azért is erősödik, mert a kínai kormányzat elkötelezett a viszonylag erős árfolyam mellett.⁸ A dollárhoz kötött árfolyamról a valutakosárra való átállás ebből a szempontból a legjobbkor történt: az árfolyam-ingadozások korában a jüan viszonylag stabil maradt. (Igaz – már elemeztük –, még elsősorban a dollárhoz kötött az árfolyam, de részben a dollár általános értékvesztése nyomán a kínai hatóságok a jüan mintegy 10%-os erősödését „megengedték”.)

A hatóságok a konvertibilitás felé megtették az első kis lépéseket. A jüan a magánszemélyek folyószámláin (tehát a folyó fizetési mérlegben) már konvertibilis, míg a vállalkozásokén (tehát a tőkeemlégben) még nem. Például a profitok hazautalására egyedi engedélyeket adnak ki. Ez az adminisztratív lépés azonban nem zavarja a külföldi befektetőket, mert az engedélyezett jövedelemtranszfernek csak tíz százaléka realizálódik. A külföldi beruházók egyelőre reinvestálják hasznuk túlnyomó részét. A külföldi turisták saját valutájukat szabadon vihetik be az országba, jüant azonban nem vihetnek ki – maradékaikat visszaváltják.

⁷ <http://www.china.org.cn/english/2003/Mar/60270.htm>

⁸ A fejlődő országok érdekeit is figyelembe vevő szakértők az ázsiai pénznemek nagyon óvatos felértékelését javasolják. Mégpedig azért, mert a felértékelés recessziós hatású. (Yoshitomi, Liu, Thorbocke 2007, p. 31.)

A renminbi (a jüan) még viszonylag távol van attól, hogy valóban világpénz legyen, bár tekintélye és szerepe nő. A nemzetközi kifizetésekben és a valutapiacokon eltörpül a szerepe.⁹ A világ országainak valutatartalékaiban még egyelőre szinte mérhetetlenül kicsi a súlya,¹⁰ de mintha e tekintetben is változás kezdődne. Pl. a leginkább érintett Hongkong tartalékaiban 2008 februárjában közel 50 milliárd jüant, azaz 6,8 milliárd USD-t tartottak nyilván.¹¹ Ez az akkori teljes tartalékállomány (135 milliárd dollár) öt százaléka.¹² Nem kétséges, hogy amennyiben a jüan szerepe a kereskedelmi elszámolásokban, beruházások finanszírozásában, a turistaforgalomban tovább nő, akkor a környező országokban is olyan nagy mennyiségű jüan halmozódhat fel, amelynek nyomán komoly tételként fog megjelenni a valutatartalékaikban. Ez Kínának is alapvető gazdasági érdeke, ugyanis hozzájárulhat a tőkebeáramlás révén érvényesülő inflációs nyomás enyhítéséhez, azaz a pénztúlkínálat semlegesítéséhez.

A jüan nemzetközi szerepét erősíteni fogja, hogy mostanában engedélyezik a kínai „szárazföldi” befektetők vásárlásait a külföldi tőzsdéken – először Hongkongban. A kínai bankok külföldiek számára is hitelezni kezdtek, 2006-ban 15 milliárd dollárt (Carlos and Carlos 2007, p. 63.).

Wang Zhao, az Államtanács kutatóintézetének munkatársa (Development Research Center of the State Council) 2004-ben azt nyilatkozta, hogy az RMB-nek még 5-10 évre van szüksége ahhoz, hogy olyan keményvaluta legyen belőle, mint a jen vagy az euró. Mire ennek az ideje elérkezik, a jüan szabadon átváltható lesz. A kínai gazdaság további fejlődésével az RMB regionális keményvalutává válhat – mondta.¹³ Valószí-

⁹ A nemzetközi valutapiacokon a jüan szerepe 2005-ben 0 százalék, 2006-ban 0,3 százalék, 2007-ben 0,5 százalék volt (a 200%-os teljes forgalom: vétel + eladás) arányában. (A magyar forint 2007-ben 0,3%-kal szerepelt.) A hongkongi dollár viszont a 2007. évi forgalomban 2,8 százalékkal a 9. helyen volt a piacon. Hongkong a világ egyik legfontosabb valutapiaca. (Lásd: Triennial Central Bank... 2007, p. 7.)

¹⁰ 2007. IV. negyedévében a világ országainak valutatartaléka 6390 billió dollárt tett ki, ebből 4065 billió volt nominálva, a fennmaradó hányad megoszlása a pénznemek között ismeretlen. Az ismert pénznemű összesen belül csupán 1,8 százalékot tett ki az „egyéb valuták” aránya (tehát a nem dollár, euró, font, jen, svájci frank szerepe).

¹¹ <http://english.people.com.cn/90001/90778/6397772.html>

¹² 2003-ban is már 6 milliárd dollárnyi jüan volt a hongkongi valutatartalékokban. Annak hogy nem nőtt jelentősebben az állománya, az a magyarázata, hogy a Hongkongi Pénzügyi Hatóság, azaz a jegybank a Kínai Népi Bankkal kötött egyezmény alapján a „fellesleges” jüant a szárazföldre szállítja, lecseréli. Egyébként a kínai hatóságok 2003 novemberében engedélyezték, hogy a jüan magánátutalásként, magánletétként, magánátváltásokban és hitelkártya formájában megjelenjen a hongkongi bankokban – ez egy lépés volt a szabad átválthatóság felé. Makaóval 2004-ben állapodtak meg ugyanerről. A beruházásokban és a tőkeforgalmi elszámolásokban azonban e két speciális országtérségben is tiltja a renminbi használatát.

¹³ http://english.peopledaily.com.cn/200402/17/eng20040217_134974.shtml

nőleg realistább volt Sun Jie közgazdász, a Kínai Társadalomtudományi Akadémia egyik intézményének (International Finance Center) munkatársa, aki úgy fogalmazott, hogy a renminbi forgalmi szerepe a szomszéd országokban az első lépés volt a globális elfogadottsága felé, s még nagyon hosszú az út addig, hogy a világ egyik vezető pénzneme lehessen.¹⁴ Ugyanakkor Guo Shuqing, a Kínai Népi Bank helyettes kormányzója, a külföldi pénznemek hatóságának (State Administration of Foreign Exchange, SAFE) elnöke 2003-ban megerősítette, hogy a kínai kormány támogatja a renminbi egyre erőteljesebb „nemzetköziesítését”.¹⁵ Ez a nyilatkozat arról árulkodik, hogy Kínában van ambíció arra, hogy az RMB-t kulcsvalutává fejlesszék, de tisztában vannak a realitásokkal: addig míg ez megvalósulhat, hosszú időszaknak kell eltelnie.

A nemzetközi pénzkARRIERhez mindenképp előtte a renminbi konvertibilitására volna szükség, amely felé még csak az első lépéseket tette meg Kína. Bár az IMF nyomást gyakorol Kínára a konvertibilitás és a piaci árfolyam érdekében, egyelőre nincs napirenden az ehhez szükséges konkrét ütemterv megfogalmazása.¹⁶

A jüan szerepét tovább erősítheti az ázsiai elszámolási pénznem, az Asian Currency Unit (ACU) tervezett létrehozása.

2.2. Az ázsiai regionális elszámolási pénznem terve és Kína érdekei

Az ázsiai pénzügyi krízisek nyomán J. Williamson már 1999-ben javasolta, hogy az ázsiai országok pénznemeinek kosarához kössék az átváltási árfolyamokat (Williamson 1999). A Nobel-díjas Robert Mundell, az euró „atyja” pedig hosszasan az ASEAN+3 (Dél-Korea, Japán és Kína bevonásával) már egy ázsiai közös pénznem létrehozásának szükségessége mellett érvelt (hacsak – még jobb megoldásként – nem hoznak létre egy minden országtól független világpénzt). Azt azonban hangsúlyozta, hogy ez a pénznem egyelőre nem lehet kizárólagos, egyetlen fizetési eszköz a térségben (Mundell 2002, p. 23.).¹⁷ A kezdeményezésekből csak évekkel ké-

¹⁴ <http://www.china.org.cn/english/2003/Mar/60270.htm>

¹⁵ http://www.chinadaily.com.cn/chinagate/doc/2003-07/07/content_253307.htm

¹⁶ Egy IMF tanulmány is arra a következtetésre jutott, hogy a tőkemérleg rövid távú liberalizálása nagyon rizikós lenne Kína esetében (Prasad – Rumbaugh – Wang 2005).

¹⁷ A közös pénznem feltételi között említi többek között az érintett országok konvergenciaprogramját a maastrichti szerződésnek megfelelő feltételrendszer legalább informális bevezetése útján; olyan politikát, amely az átváltási árfolyam-bizonytalanságokat,

sőbb lett konkrét terv, s azóta is érdekellentétek akadályozzák a tényleges megvalósítását. Az Egyesült Államok és az IMF ellenállása mellett az egyik legnagyobb akadály éppen Kína ellenérdekeltsége.

A térségi pénzügyminiszterek felkérésére az Ázsiai Fejlesztési Bank 2006 folyamán hozta nyilvánosságra egy térségi pénznem, az Asian Currency Unit (ACU) koncepcióját. Árfolyamát egy olyan valutakosár alapján határoznák meg, amelyben a résztvevő országok pénznemei súlyozva szerepelnének. Ez a virtuális pénz – első megközelítésben – az euró elődjéhez, az ECU-höz hasonlóan a régió pénznemeinek elszámolási egysége lenne. A közös elszámolási egység hozzájárulna a térségi pénznemek árfolyamának stabilizálásához. A stabilitás pedig egyfelől segítene a kilencvenes évek második felében bekövetkezett, erős spekulációs támadásokkal kísért valutakrízisek elkerülésében, másrészt elősegítené a térségen belüli kereskedelem fejlődését azáltal, hogy kiszámíthatóbbá tenné az áru- és szolgáltatásforgalom jövedelmeit.

Az Ázsiai Fejlesztési Bank javaslata alapján az ACU-régió az ASEAN 10 tagországára, valamint Dél-Koreára, Japánra, és a Kínai Népköztársaságra terjedne ki, de felvetődött a dél-ázsiai országok bevonása is, főleg Indiáé.

Amikor az ACU terve 2006 márciusában nyilvánosságra került úgy tűnt, hogy csak hónapok vannak hátra a „bevezetéséig”. Az Ázsiai Fejlesztési Bank illetékese akkor azt nyilatkozta, hogy egyelőre a bank honlapján fog szerepelni az ACU árfolyama a többi valutához képest, s később döntenek el az érdekelt országok, hogy milyen körben alkalmazzák: pénznemeik „horgonyaként”, regionális elszámolási pénznemként, olyan pénzként amelyben kötvényeket denominálnak stb. (Prakash 2006). Hosszabb távon pedig mint tartalékvaluta is szerepelhetne. Időközben azonban világossá vált, hogy a közös térségi pénznem körül túlságosan sok az érdekellentét.

Az érdekkülönbség mindenekelőtt globális, amennyiben az ACU megjelenése az USD szerepét csökkentené a térségben. Egyrészt jelenleg a dollár a horgony-valuta egy sor ázsiai pénznem számára, másrészt az ACU alapján könnyebben lehetne növelni a térségi pénzügyi együttműködés keretében már korábban létrehozott bilaterális elszámolási rendszer ([Bilateral Swap Arrangements](#), BSAs)¹⁸ keretösszegeit, ami ugyancsak csökkentené

azaz a spekuláció lehetőségét minimalizálja; a nemzetközi pénzügyi rendszer reformját, amely növeli Ázsia szerepét, és lehetővé teszi a pénzügyek regionális menedzselését (Mundell 2002., p. 52.).

¹⁸ A BSAs rendszert 2000. évi ún. Chiang Mai-i iniciatíva alapján az ASEAN+3 országok pénzügyminiszterei a valutaválságok után, és a térségen belüli gazdasági kapcsolatok, pénzforgalom növekedése nyomán hozták létre. A rendszer az országok egymás közötti pénzügyi transzferjeinek költségét csökkenti az elszámolások keretösszegének meghatározása és az átutalások késleltetése útján. 2007-ben 16 bilaterális egyezmény keretében 83 milliárd dollárt tett ki a BSA kerete. 2007-ben az ASEAN+3 pénzügyminiszterek 10.

az amerikai dollár fontosságát és keresletét. Még súlyosabb következmény lenne a dollárra nézve, ha az ACU valódi forgalmi és ennek nyomán tartalékeszközzé válna. Ugyanakkor – kimondva vagy kimondatlanul –, a térségi együttműködés csökkenteni akarja a nemzetközi pénzügyi intézmények közvetlen hatását is, ugyanis a pénzügyi válságok nyomán megingott a bizalom irányukban. Ezért az Egyesült Államok és az IMF ellenzi az ázsiai elszámolási pénznem létrehozását, nagy nyomást gyakorolnak az ázsiai országokra. (Az USA egyelőre nem lenne hajlandó ACU-hitelt felvenni, hogy az valódi tartalékvaluta lehessen.)

Másrészt felszínre kerültek a potenciális résztvevők ellentétei, pl. a valutakosár összetétele, súlyozási arányai és időszakonkénti felülvizsgálat elvei körül. A politikai összefüggések sejlének fel a tekintetben is, hogy a hongkongi dollár és a tajvani dollár részese lehet-e a valutakosárnak? Még fontosabb kérdés, hogy a GDP-k nagysága vagy a kereskedelmi forgalom alapján súlyozzanak a valutakosár tartalmának kialakítása során? E kérdés mögött Japán és Kína térségi vezető szerepe körüli harc is meghúzódik. Kína nem érdekelt egy a jenhez túlságosan kötődő pénznemben, mivel külgazdasági kapcsolataiban az USA és ezzel a dollár szerepe jelentős.

Alighanem a kínai hivatalos nézeteket is tükrözi Bin Zhang és Fan He, a Kínai Világgazdasági és Világpolitikai Kutatóintézet munkatársainak elemzése, mely szerint egyáltalán nincs bizonyítva – legalábbis rövid távon –, hogy a renminbi árfolyamát jobb lenne az ACU-höz vagy akár a dollár, a jen és az euró alkotta valutakosárhoz kötni, mint önmagában a dollárhoz.¹⁹ Ha az ACU hozzá is járulhatna a térségi valuták stabilitásához, annak jelentős ára lenne: a formális regionális pénzügyi együttműködés oltárán fel kellene áldozni az autonóm pénzügyi politikájukat. Szerintük az ázsiai pénzügyi együttműködés csak akkor lesz életképes, ha a jelenleginél több potenciális hasznot mutat. Mindazonáltal a regionális árfolyampolitikai koordináció mindenkinek érdeke. Ez lehet az első lépés a mélyebb árfolyam-egytműködés felé (Bin Zhang és Fan He 2007).

A kínai érdekeket tükröző véleményt tulajdonképpen megerősíti az, amit a Nobel-díjas Robert Mundell, „az euró atyja” nyilatkozott: szerinte egy ilyen projekt „akkor életképes, ha megfelelően elő van készítve, és ha feltételezzük Japán és Kína megállapodását”. Bármilyen ázsiai pénzügyi

konferenciáján a keretösszegek növelésében állapodtak meg és egy közös valutatartalék alap szükségességét is megfogalmazták. (www.aseansec.org/17902.pdf, www.mof.go.jp/english/if/regional_financial_cooperation.htm#ABMI).

¹⁹ A State Administration of Foreign Exchange 2006 januárjában jelentette be, hogy valóban valutakosárhoz kötik a renminbit, és a tartalékon belül diverzifikálni fogják „a pénznemek és aktívák struktúráját a hozamok növelése érdekében”. (Palez és Palez 2007, p. 58.)

terv „csak különböző stádiumokon keresztül valósulhat meg..., az ázsiai pénznemek koordinációja lesz az első stádium” (Mundell 2008.).

Kína szemszögéből nézve lényegében arról van szó, hogy saját pénznemének gyenge világgazdasági pozíciója (és gazdaságának Japánéhoz viszonyítva kisebb ereje) nem teszi lehetővé, hogy saját érdekeit megfelelően érvényesítse egy térségi pénznemben. Számára a pénzügyi válságok fenyegetése sem különösebben ösztönző addig, amíg ellenőrzött pénzpiaci és tőkepiaci politikát valósít meg. S valójában nincs abban a helyzetben, hogy a jüan árfolyamát durván elszakítsa a dollártól, ha ezt megtenné, annak nagy rizikói lennének. Abban egyfelől érdekelt Kína, hogy az ázsiai valuták árfolyamai kevésbé fluktuáljanak egymáshoz képest, de ezt az előnyt – másfelől – még eliminálja a dollártól való elszakadás által okozott bizonytalanság. Kína egyelőre a dollár alapú pénzügyi világtrend fenntartásában érdekelt, hiszen külkereskedelmi forgalmának legnagyobb hányadát dollárban bonyolítja, tartalékainak döntő része dollárban van, a világgazdasági egyensúly fenntartása érdekében, tartalékainak értékmegőrzése és exportérdekei folytán, továbbra is kénytelen az amerikai fizetési mérleghiányt finanszírozni, azaz amerikai értékpapírokat, elsősorban állampapírokat vásárol.

2.3. Kína valutatartaléka és szerepe az USA kötvénypiacán

Kína exporttöbblete folytán az ország fizetési mérlege 1996-tól kezdve egyre nagyobb többlettel zárult.²⁰ Ez tette lehetővé, hogy napjainkra Kínáé legyen a világ legnagyobb valutatartaléka: 2008 áprilisában elérte az 1550 milliárd dollárt. A második helyen álló Japán tartaléka ugyanekkor 1004 milliárdot tett ki. A legnagyobb különbség azonban a két ország tartalékainak növekedési rátájában mutatkozik: míg Japán valutatartaléka egy év alatt 8,7 százalékkal emelkedett, addig Kínáé 43,3 százalékkal.²¹

A hatalmas valutatartalékok legnagyobb hányadát Kína külföldi értékpapírok vásárlására költi. Mindenek előtt az Egyesült Államok állampapír-

²⁰ A fizetési mérleg többlet 2007-ben a GDP 11 százalékát(!) tette ki. Egy világbanki tanulmány szerint szabadpiaci viszonyok (szabad árfolyam és tőkemérleg) esetén és kisebb hazai megtakarítás mellett Kína mintegy 17 százalékos GDP arányos hiánnyal küzdene (Dollar-Kraay 2005). Tehát a jelentős valutatartalék, amelynek révén Kína számottevően jelen van a nemzetközi pénzügyi rendszerben, a szabályozott, korlátozott piacnak köszönhető.

²¹ Az olajtermelő országok és Brazília is rendkívül gyorsan növelték az utóbbi egy év folyamán tartalékaik színvonalát. Egyébként a harmadik legnagyobb valutatartalékkal az Euró-övezet rendelkezik (563 milliárd \$), majd Oroszország (537 milliárd) és India a sorrend (313 milliárd). (Lásd: Wikipedia: Foreign Exchange reserves. Letöltve 2008. május 21.)

jaiból és egyéb értékpapírjaiból vásárol. Kína a 2007-re vonatkozó becslések szerint mintegy 900 milliárd dollárnyi amerikai értékpapírt őrzött, ez mára feltehetően elérte az 1 billió dollárt! Ezen belül 2008 januárjában 492,6 milliárd dollárnyi amerikai kincstárjegyet birtokolt.²² Egyelőre a második helyen áll Japán mögött, melynek 586,9 milliárd dollárnyi amerikai kincstárjegy volt a birtokában. Nagy-Britannia a harmadik, 160 milliárddal.²³

Az Egyesült Államok 5100 milliárd dolláros állami adósságainak 10 százaléka, ezen belül a külföld felé fennálló adósság 20,5 százaléka volt kínai kézben 2008 elején.²⁴

Kína szabad pénzeszközeit tulajdonképpen igen konzervatív módon ruházta be egészen a legutóbbi időkig. Eleinte lényegében csak az USA állampapírjait vásárolta, mely ugyan biztos és kiszámítható jövedelmet jelent, viszont meglehetősen alacsony hozamot biztosít. E tekintetben – nem közismert –, már 2000-ben bekövetkezett a fordulat, amikor az amerikai recesszió időszakában a kínai tartalékokban 45-ről 35 százalékra csökkent az amerikai kincstárjegyek súlya. Némi ingadozás után ez az arány 42 százalékra nőtt 2003 elejéig, amikor – a dollár lejtmenetéhez és a 10 éves amerikai államkötvények hozamának csökkenő tendenciája miatt újra csökkenni kezdett az amerikai állampapírok szerepe. Ekkor kezdett Kína fokozottan érdeklődni a magasabb jövedelmet hozó nem állami kötvények és kisebb részben részvények iránt az észak-amerikai piacokon (Hölscher, Toman 2005., pp. 83–85.). Jellemző adat, hogy 2007 áprilisától 2008 áprilisáig a kínai valutatartalékok állománya mintegy 450 milliárd dollárral (mint láttuk 43%-kal) nőtt, míg az amerikai állampapírokba befektetett összeg csupán 70 milliárd dollárral, ami „csak” 16 százalékos emelkedést jelent. A befektetések iránya tehát elmozdult a jövedelmezőbb lehetőségek felé. E tekintetben új fejlemény, hogy Kína az állami tartalékoknak egy részét állami befektetési alap létrehozására fordította.²⁵

Ez azt mutatja, hogy Kína ugyan továbbra is érdekelt az Egyesült Államok finanszírozásában, de óvatosan csökkent a támogatás növekedési ütemét.

Valójában a hatalmas valutatartalék az, amely révén a Kínai Népköztársaság közvetlenül és komolyabban hatni tudna a nemzetközi pénzügyi rendszer egyensúlyára. Ezt a lehetőséget a legutóbbi időkben szavakban

²² Hongkong további 60 milliárd dollárnyi amerikai állampapírt birtokol.

²³ <http://useconomy.about.com>

²⁴ *Ibid.*

²⁵ Erről lásd dolgozatunk 3. pontját és Artner Annamária jelen kutatási projektben készült tanulmányát.

meg is „lebegtetik”, de valójában nincs abban a helyzetben Kína, hogy „robbanthasson”. Xia Bin, a kínai kormányhoz közeli Fejlődéskutató Központ (Development Research Centre) pénzügyi főnöke azt nyilatkozta, hogy a pekingi valutatartalék „kisebb tárgyalási fegyver” („bargaining chip”) lehet az Egyesült Államokkal folyó tárgyalásokon. Majd gyorsan óvatoskodva hozzátette: „természetesen Kína nem akar semminemű nem kívánatos fejleményt a globális pénzügyi rendszerben”. He Fan, a Társadalomtudományi Akadémia munkatársa talán kissé erősebben fogalmazott, de ő is azt érzékeltette, hogy csak más körülmények között lenne érdeke Kínának a nemzetközi pénzügyi rendszer megremegtetése. Szó szerint ezt mondta: „Kína jelentős mennyiségű dollárt halmozott fel. Ez a hatalmas összeg, melynek nagy része az USA kincstárjegyeiben fekszik, felveti azt a kérdést, hogy fenn kell-e tartani a dollár tartalékvaluta szerepét? Oroszország és Svájc és sok más ország már csökkentette dollárkészletét. Kína ezt aligha követi addig, amíg a jüan árfolyama stabil a dollárhoz képest. A kínai központi bank akkor kényszerülne nagy tömegű dollár eladására, ha a jüan drámaian felértékelődne. Ez azonban a dollár jelenős értékvesztését eredményezhetné” (Evans-Pritchard 2007).

Az imént idézett Xia Bang egy másik nyilatkozatában a realitások tálján maradván még világosabban megfogalmazta, hogy Kína maga alatt vágná a fát a dollárvagyonának csökkentésével, azaz a dollár további értékvesztésének előmozdításával. Ugyanakkor megpróbálta átvágni a gordiuszi csomót: azt latolgatta, hogyan tudná csökkenteni Kína amerikai kötvényállományát anélkül, hogy azt eladná? Szerinte a megoldás az lehet, ha a piaci likviditás egy részének felszippantása érdekében a kínai kormány nagymennyiségű államkötvényt bocsát ki, e kötvényeket (azok egy részét) átváltják a központi bank valutatartalékaira (külföldi fizetőeszközökre), mégpedig külföldi befektetések megvalósítása érdekében. E tranzakcióval mérsékelni lehet a belső piaci inflációs nyomást (China figures... 2007). Valójában ez a folyamat elkezdődött: a 2007. szeptemberében létrehozott befektetési alap, a China Investment Company feltőkésítése ilyen módon zajlott.

A szakirodalomban ugyanakkor gyakran figyelmeztetik az Egyesült Államokat, hogy az ázsiai országok, köztük Kína nem fogja a végtelenségig finanszírozni fizetési mérleghiányát. A jelenlegi helyzet Larry Summers kifejezésével élve „a pénzügyi terror egyensúlya”, amit csak az érdekelt felek maximális együttműködésével lehet oldani (Roubini – Setser 2005, pp. 14–15).

2.4. A nemzetközi pénzügyi rendszer intézményei és Kína

A fejlődő országok szerepe a nemzetközi pénzügyi rendszerben marginális: súlyuk tíz százalék alatt van a globális pénzügyi áramlásokban, ami a fejlett országok abszolút hegemóniáját mutatja. (A működőtőke befektetések – FDI – fogadásában 30 százalékos a részesedésük, ez utóbbi harmada irányul Kínába Hongkonggal együtt.) Kína a fejlődő országok között potenciálisan jelentős, és – mint szó volt róla – már ma is érezhetően erősödő pozíciókat szerzett (főleg az amerikai állampapírok birtokosaként), de azt nem lehet állítani, hogy pénznemének világgazdasági szerepe alapján a nemzetközi pénzügyi folyamatokat komolyabban befolyásoló nemzetek sorába lépett volna.

Mindazonáltal gazdasági szerepük erősödésével párhuzamosan a fejlődő országok és főleg Kína pozíciója formálisan némileg erősödően van a nemzetközi pénzügyi rendszert meghatározó nemzetközi szervezetekben, de ezek döntéshozatalában még továbbra is elhanyagolható a ráhatásuk. Pedig speciálisak a problémáik és érdekeik, jelentős a számarányuk, és növekvőben van nemzetközi pénzügyi szerepük – pl. az USA gazdaságának finanszírozásában.

Kína ugyanakkor ezen az erősen korlátozott szerepen belül bizonyos értelemben a fejlődő országok első számú képviselőjének számít. Anélkül, hogy láthatóan maga erre törne, a fejlődő országok – látni fogjuk – vezérszerepet adnak Kínának. A fejlett országok pedig ugyancsak külön kezelik rohamosan növekvő gazdasági súlya és az amerikai fizetési mérleghiány finanszírozásában betöltött szerepe folytán.

A fejlődő országok globális pénzügyi súlyának és érdekeinek elemzése akkor került előtérbe, amikor a kilencvenes évek folyamán egymás után regionális válságok veszélyeztették a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitását (Mexikó 1994, Délkelet-Ázsia és Oroszország 1998, Brazília, Argentína 1999-2000). A nemzetközi pénzügyi intézményeket, különösen a Nemzetközi Valutaalapot éles kritika érte, mert nem tudta előre jelezni a válságokat, mert egyenprogramokat alkalmazott a különböző helyzetű országokra, mert az „éltanuló” Argentína is válságba került. Radikális elképzelések is születtek – még az Egyesült Államokban is – a nemzetközi pénzügyi rendszer reformjára, melyek szerint a spekulációs áramlásokat fékezni (Tobin-adó), a Világbank és az IMF szerepét lényegesen csökkenteni kellene (lásd: USA IFI Advisory Commission Meltzer Reportja, 2000, ismerteti Del Tedesco Lincs 2002, p. 17.).

A valóságban azonban csak kisebb kiigazítások történtek (BIS Capital Adequacy Accord 1998) a valutaválságok elcsitulásával pedig a kiterjedtebb reformok megalkotása lekerült a napirendről.

Mindazonáltal ebben az időszakban merült fel először, hogy a fejlődő országoknak nagyobb szerepet kell adni a nemzetközi pénzügyi rendszerben, de legalábbis érdekeiket fokozottan figyelembe kellene venni. S e folyamatban Kína szerepe is erősödött.

- * Az IMF feltőkésítésében részt vett gazdag országok által 1962-ben létrehozott, ma már valójában 12 országot számláló G10-ek tanácskozássaira 1996 óta 9 fontos, de nem legfejlettebb világgazdasági szereplőt is meghívunk, köztük Kínát és külön Hongkongot is. Nem tagok, nem minden tanácskozáson lehetnek jelen. A Nemzetközi Elszámolások Bankja, a BIS kebelén belül három konzultatív bizottság (Committee on Bankig Supervision, Committee on the Global Financial System, Committee on Payments and Settlements Systems) foglalkozik a nemzetközi pénzügyi rendszer egyensúlyával, elsősorban a fejlett országok pénzügyi rendszerével. Ezek munkáját, valamint az IMF tevékenységét a G10 csoportjának konzultációi előzik meg a háttérben.
- * 1999-ben hozták létre a BIS genfi székházában található Pénzügyi Stabilitási Fórumot (Financial Stability Forum), melynek kb. 40 (fejlett országokat és nemzetközi intézményeket képviselő) tagja között a már ugyancsak fejlettnak számító Hongkong és Szingapúr is tag lett. Kína tehát a Hong Kong Monetary Authority – gyakorlatilag a város központi bankja – révén közvetve képviselve van ebben a konzultatív szervezetben, mely ázsiai regionális üléseket is tartott – ebből két alkalommal Pekingben.
- * G20 országok konzultatív szervezetét a G7-ek csúcsertekezletének kezdeményezésére hozták létre 1999-ben. A világgazdaság 20 legnagyobb gazdaságú országa kapott meghívást, köztük Kína. A G20 csoport a nemzetközi pénzügyi rendszer kérdéseire fókuszál, hiszen a pénzügyminiszterek és a központi bankok kormányzóinak információs, ritkán egyeztető, de nem döntéshozó fóruma. 2005. évi tanácskozásukat Pekingben tartották, 2009. évi összeövetelüket Sanghajban fogják rendezni. (Minderről lásd többek között: Griffith-Jones 2002, és Frenkel – Menkhoff 2002).

A valutaválságok után, a Millenniumi Fejlesztési Célok meghirdetésével és a fejlődő országok finanszírozásával és adósságaival foglalkozó Monterrey-i értekezlettel párhuzamosan a szakirodalomban egyre határozottabban megfogalmazódott, hogy a legelmaradottabb és a közepesen fejlett fejlődő országok érdekeit határozottabban kell megfogalmazni és képviselni (Stiglitz, Sachs, Rodik, Bhagwati stb). Jelentős tudósok 2002-ben

egész kötet szántak ennek a gondolatnak (Uneven Architecture. The Space of Emerging Countries in the International Financial System 2002). Ebben többen, a legdidaktikusabban Stephany Griffith-Jones azt fejtette ki, hogy az elmaradott országoknak sokkal határozottabban kell képviselniük a fenntartható gazdasági fejlődésüket és a szegénység csökkentését segítő elvárásaikat a nemzetközi finanszírozási rendszerben; elsősorban a G24 és a G77 országcsoporton belül egyeztetett álláspontot kell kialakítaniuk, ennek érdekében hozzanak létre magas szintű szakértői bizottságokat; regionális institutionális mechanizmusokat kell létrehozniuk és működtetniük; a fejlődő országok törekvéseit az ENSZ-nek pl. a Finance for Development program révén támogatnia kell; a fejlődő országoknak igénybe kell venniük az adósságproblémákkal és a fejlesztéssel foglalkozó globális civilszervezetek think-tankjeinek szellemi kapacitását, stb. (Griffith-Jones 2002).

Az ENSZ Millenniumi Deklarációja és cselekvési programja, a Monterrey-i „Konszenzus” és a nemzetközi tudós társadalom egy részének említett támogatása olyan látványos civil PR akciókkal együtt, mint a 2005. évi Live8 és a „Változtassuk a szegénységet történelemmé”, új öntudatot adott a fejlődő országoknak (részletesebben: Farkas 2008.). Intenzív konzultációkat kezdtek (a kínai szakértők részvételével), nézeteik kikristályosodtak. A fejlődő országok lényegében véve egységes, határozott és kritikai állásponthoz jutottak el a nemzetközi pénzügyi rendszerről és a nemzetközi fejlesztés-finanszírozásról folyó tárgyalásokon.²⁶

A nemzetközi tárgyalásokon kiemelt jelentősége van a fejlődő országok G24 csoportjának, mely a Világbank és a Nemzetközi Valutaalap égisze alatt, 1971-ben jött létre.²⁷ Ez a fejlődő országok legfontosabb olyan kormányközi egyeztető fóruma, ahol a legnagyobb hitelállománnyal rendelkező fejlődő országok álláspontját hangolják össze a nemzetközi pénzügyekről és a fejlesztési segélyezés kérdéseiről. A Kínai Népköztársaság nem tagja hivatalosan a G24 csoportnak, de állandó („speciális”) meghívott. A G24 dokumentumai az elmúlt években annak ellenére erősen kritizálják a nemzetközi pénzügyi rendszer és a segélyezés gyakorlatát (szűkös finanszírozás, az elmaradott és a felemelkedő országok számára fontos

²⁶ A kifelé egységes állásponthoz annak ellenére jutottak el a fejlődő országok, hogy legalább három csoportba sorolhatók. Alapvetően különbözik ugyanis egymástól a gazdaságukat alapvetően segélyekből finanszírozó szegény, gazdaságilag elmaradott országok, a főleg piaci alapon finanszírozott közepesen fejlett országok és a jelentős fizetési mérleg-többlettel rendelkező, ma már maguk is segélyezési tevékenységet folytató, az USA mérleghiányát finanszírozó országok helyzete (pl. Kína, olajexportőr arab országok stb.).

²⁷ Hivatalosan: Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development. A G77 csoport tagjait szívesen látják az üléseiken. A pénzügy-miniszterekből és jegybanki elnökökből álló plenáris üléseket évente kétszer tartják.

célok elégtelen támogatása, a politikai és liberalizációs feltételelességek primátusa a fejlesztési és szegénység csökkentési támogatásokkal szemben, elmaradás a Millenniumi Fejlesztési Célok teljesítésében, stb.), hogy szakértői tanácskozásain és miniszteri szintű plenáris ülésein a Világbank és az IMF vezető munkatársai is részt vesznek.

A másik, hasonlóan fontos összefogó szervezet a fejlődő országok G77 csoportja, amely ugyancsak az imént említett kritikai irányokat fogalmazza meg rendszeresen.²⁸ Kína kiemelt és növekvő fontosságát tükrözi a tény, hogy ugyan tagja a G77 csoportnak, annak dokumentumaiban mégis következetesen, újra és újra azt a kifejezést használják, hogy „a G77-ek és Kína” véleménye, vagy álláspontja szerint.

Összességében az elmúlt években erősödött Kína szerepe a nemzetközi pénzügyi tárgyalásokon. Egyrészt a fejlődő országok kihasználva Kína jelentős világgazdasági súlyát, érdekeik védelmezőjeként kiemelten kezelik, mintegy pajzsként előtérbe helyezik. Másrészt a fejlett országok is nagyobb szerepet szánnak Kínának. Kína az utóbbi időszakban a BIS Igazgatótanácsának (Board of Directors) „választott” tagja lett (a másik fejlődő ország Mexikó)! Ugyancsak beválasztották Kínát a Nemzetközi Valutaalap Igazgatótanácsának (Board of Governors) Végrehajtó Bizottságába (Executive Board), ahol az öt állandó tagon túl csak Kína, Oroszország és Szaúd-Arábia képviseli szavazati súlyának megfelelően önmagát, a többi választott tag országcsoportokat képvisel.

Mindez persze nem jelenti azt, hogy a Kínai Népköztársaság a nemzetközi pénzügyi rendszer intézményes irányítóinak csoportjában már a fejlett országokéval egyenrangú szerepet kapott volna. A G24-ek, a G77-ek szerepe korlátozott, a BIS és az IMF háttérben működő konzultációs mechanizmusokban Kína jelenléte fontos, de a döntések szempontjából nem meghatározó. Az IMF Igazgatótanácsában és Végrehajtó Bizottságában a kvótájának megfelelő (3,66%-os) súlyt képvisel. A legfontosabb formális pozíciója a BIS 20 tagú Igazgatótanácsában van, de a legfejlettebb országok itt is lényegében maradéktalanul érvényesíteni tudják érdekeiket.

A nemzetközi gazdasági erőviszonyok változása a jövőben is csak lassan fogja módosítani a pozíciókat a nemzetközi pénzügyi rendszer meghatározó intézményeiben. (Pl. amennyiben Kína kvótája valamicskét, 1-2 százalékponttal emelkedne az IMF-ben annak folyamatban lévő reformja során, az gyakorlatilag nem jelentene nagyobb, érdembeli beleszólási lehetőséget.)

²⁸ 77 fejlődő ország által 1964-ben, az ENSZ keretében alakított érdekegyeztető és érdekérvényesítő csoport, mely mára már 130 tagországot számlál.

2.5. Kínai vélemények a nemzetközi pénzügyi rendszerről

A Kínai Népi Bank, a központi bank kormányzója, Zhou Xiaochuan, a nemzetközi pénzügyi piacok bizonytalanságának 2007. második felében bekövetkezett növekedését elemezte (Zhou 2007). Hangsúlyozta, a nemzetközi pénzügyi rendszerre összességében nem az elmúlt évek viszonylagosan csendes időszaka a jellemző, hanem sokkal inkább a különböző mélységű zavarok, amikkel együtt kell élni. Aláhúzta, hogy a pénzügyi rendszer zavarait többnyire a reálgazdasági folyamatok okozzák. Emellett az elmúlt időszak pénzügyi újításai, az új eszközök piacai, a közvetett (hitel) finanszírozás és az új befektetési alapok, a bankok és befektetési társaságok spekulációi és főleg „mérlegen-kívüli” (off-balance-sheet) tevékenysége okozza a turbulenciát.

Mondanivalójának fő üzenete az, hogy nem a pénzügyi rendszeren kell változtatni, hanem világszerte és Kínában is a központi bankok likviditásteremtésének, a piacfelügyelet szigorításának, a fékek (pl. tartalékráták, Basel II.) előírásának, tehát a piac regulálásának legyen nagyobb szerepe a zavarok kezelésében, hiszen eddig is ezek az eszközök tették lehetővé a turbulenciák elsimítását. Emellett a piac rugalmas eszközrendszereit is alkalmazni kell, de mindig figyelni kell a túleladósodásra, a buborék jelenségekre, a túlfűtöttségre, stb. A hibákat azonban nehéz teljesen elkerülni – állítja Zhou –, a legfontosabb, hogy tanuljunk a tapasztalatokból és előre haladjunk a rendszer tökéletesítésében.

A központi bank honlapján egy az előbbinél árnyaltabban fogalmazó anyag is megtalálható (IMF adopted the Decision... 2007.). Az IMF – Kína és a fejlődő országok fenntartásai ellenére – 2007 júniusában úgy döntött, hogy a Valutaalap nagyobb szabadságot kap a tagországok valutaárfolyam-politikájának ellenőrzésére. Ebben az esetben a kínai érvelés – talán paradox módon – az egyik oldalról a szabadpiaci elvekre hivatkozik: „A nemzetközi pénzügyi és monetáris rendszer jelenlegi változása... ellentmond a termelési tényezők szabad áramlásának”. Másrészt azt is hozzáteszi, hogy az IMF-nek a tagországok politikája feletti ellenőrzés során többek között tekintetbe kell vennie „a belső és a külső egyensúly közötti kapcsolatot, és objektíven kell szemlélnie azon ország árfolyam-politikáját, amely a külgazdasági stabilitást szolgálja”. Tehát kicsit világosabban: nemzetközileg ne szóljanak bele Kína árfolyam-politikájába, azt ő maga éppen eléggé ellenőrzi.

A kínai bankemberek álláspontja tehát abszolúte pragmatikus, mint a kínai gazdaságpolitika és politika általában. A lényeg: a saját mozgástér

biztosítása. A nemzetközi pénzügyi rendszert olyannak fogadják el, amilyen. Nem merül fel részükről valamilyen alapvető reform szükségessége. Főleg nem olyan, amely Kína mozgásszabadságát korlátozná.

Néhány évvel ezelőtt a kínai bankemberek még sokkal erősebb kritikát is megfogalmaztak. A Kínai Népi Bank akkori kormányzója, Dai Xianglong, 1999-ben, az IMF egyik tanácskozásán még lényegesen mélyebben elemezte a nemzetközi pénzügyi rendszert. Azt hangsúlyozta, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer bizonytalanságainak legfőbb oka egyrészt az, hogy egyes országok pénznemei maguk a tartalékvaluták, másrészt pedig az, hogy a legtöbb árfolyam szabadon lebeg, ezért jelentős a spekuláció. Hozzátette: „a jelenlegi pénzügyi rendszer nem tudja megoldani azokat a fizetési mérleg problémákat, amelyek ismétlődően a nemzetközi pénzügyi krízisek okai”. Az SDR kibocsátásának bővítését, valamint az IMF szerepének, felelősségének növelését javasolta a fizetési mérleg problémák megoldásában. Új átváltási mechanizmusok kidolgozásáért szállt síkra. Azt is követelte, hogy ne a gazdag országok szűk köre döntsön az új rendszerről, a fejlődő országokat is vonják be. Legélesebb kritikája pedig arra vonatkozott, hogy jobban figyelembe kellene venni az országok fejlettségi színvonalát, és ha kizárólag a piacaik megnyitására szólítják fel ezeket az országokat, akkor azok új krízisek elébe néznek (Dai 1999.).

Vajon miért tompult a kínai álláspont hangneme az utóbbi években? Nyilván azért, mert az ország nagy utat tett a piacgazdaság irányába, és tovább erősödött világgazdasági beintegrálódása. Szervesebben részesévé vált a nemzetközi pénzügyi rendszer kényes egyensúlyának/egyensúlytalanságainak. 1999-ben még 50 milliárd dollárnál kevesebbet tett ki a tartalékvaluta állománya, az Egyesült Államok mérleghiányának finanszírozásában még eltörpült a szerepe. A kölcsönös függőség erősödésével és a piaci viszonyok térnyerésével egyre inkább érdek a szótértés az Egyesült Államokkal és az IMF-fel.

Vajon Kína véleménye változott, vagy inkább taktikai a kevésbé kritikus hangnem? A vázolt érdekei is hatnak nyilvános deklarációinak stílusára, de van jele annak is, hogy e stílusnak vannak a jelenlegi szakaszra érvényes taktikai elemei is. Ez utóbbit bizonyítja, hogy a fejlődő országok G24-es és a G77-es csoportosulásának dokumentumai – Kína kiemelt szerepe mellett – manapság nagyon hasonló gondolatokat, kritikákat tartalmaznak a nemzetközi pénzügyi rendszerről, mint korábban a kínai nyilatkozatok. Tehát nincs kizárva, hogy a jövőben Kína – gazdasági erejének növekedésével összhangban – újra keményebb tárgyaló partnernek bizonyul a nemzetközi pénzügyi tárgyalásokon is.

* * * * *

Referenciák

- Bin Zhang – Fan He (2007): Is Asian Currency Unit Attractive to East Asian Economies? *China & World Economy*, Vol. 15, No. 1, pp. 62–76, January-February 2007
- Cappiello, Lorenzo – Ferrucci, Gianluigi (2008): *The Sustainability of China's Exchange Rate Policy and Capital Account Liberalisation*. ECB Occasional Paper No. 82.
- China Figures How to Unload U.S. Bonds without Selling Them (2007)*. <http://www.gata.org/node/4955>
- Cline, William R. – Williamson, John (2007): *Estimates of the Equilibrium Exchange Rate of Renminbi: Is There a Consensus and, If Not, Why Not?* Paper Presented at the Conference on China's Exchange Rate Policy. October 19, 2007.
- Dai Xinglong (1999): China Urges Reform of International Monetary System. *People's Daily Online*, 28 September. <http://64.233.183.104/search?q=...>
- Dickie, Mure (2007): *Weak Renminbi 'not to Blame' for Trade Gap* http://www.ft.com/cms/s/0/22721b7e-a0fd-11dc-9f34-0000779fd2ac,dwp_uuid=9c33700c-4c86-11da-89df-0000779e2340.html?nclick_check=1
- Dollar, David – Kraay, Aart (2005): *Neither a Borrower Nor a Lender. Does China's Zero Net Foreign Asset Position Make Economic Sense?* Policy Research Working Paper 3801, The World Bank.
- Evans-Pritchard, Ambrose (2007): *China Threatens 'Nuclear Option' of Dollar Sales*. <http://www.telegraph.co.uk/> 10 august.
- Farkas Péter (2008): A kedvezményezettek kritikái a fejlesztési (ODA) segélypolitikákról. *Milyen legyen Magyarország nemzetközi fejlesztéspolitikája?* Szerk: Kiss Judit. MTA VKI – MEH, Budapest, pp. 265–304.
- Frenkel, Michael – Menkhoff, Lukas (2002): Reform Proposals for New International Financial System. *Uneven Architecture*, pp. 227–250.
- Funge, Michael – Gronwald, Marc (2007): *The Undisclosed Renminbi Basket: Are the Markets Telling Us Something about Where the Renminbi – US Dollar Exchange Rate is Going?* BOFIT Discussion Papers 20/2007.

- The Future of Globalization. Explorations in Light of Recent Turbulence.* Edited by E. Zedillo. Routledge, London and New York.
- Global Imbalances and Developing Countries. Remedies for a Failing International System* (2007). Edited by Jan Joost Teunissen and Age Akkerman. FONDAD, The Hague.
- Goldstein, Morris – Lardy, Nicholas (2007): *China's Exchange Rate Policy: An Overview of Some Key Issues*. Prepared for Peterson Institute for International Economics Conference. October 19, 2007.
- Griffith-Jones, Stephany (2002). New Financial Architecture as a Global Public Good. *Uneven Architecture*, pp. 23–52.
- Hölscher, Jens – Tomann, Horst (eds.) (2005): *Globalization of Capital Markets and Monetary Policy*.
- IMF Adopted the Decision on Bilateral Surveillance over Member's Policies with China's Reservation (2007). Peoples Bank of China, 20 June. <http://64.233.183.104/search?q=cache:RQ64OX0S4C0J:www.pbc.gov.cn/english/...>
- Ito Takatoshi (2007): *The Influence of the RMB on Exchange Rate Policy in Other Economies*. Prepared for Peterson Institute for International Economics Conference. October 19, 2007.
- Lafrance, Robert (2008): *China's Exchange Rate Policy: A Survey of the Literature*. Bank of Canada Discussion Paper 2008-05
- Li Jing (2006): *RMB as a Regional International Currency: Cost-benefit Analysis and Roadmap*. Paper presented at the Conference on European Financial Integration and China. May 12-13, 2006.
- Mundell, Robert (2002): *Currency Areas and International Money in Asia*. *Zagreb Journal of Economics*, No. 9, pp. 3–61.
- Mundell, Robert (2008): Euro Pioneer Ponders Pan-Asian Currency. Posted by David Gaffen. *The Wall Street Journal Digital Network*, May 13.
- Palez, Carlos M. – Palez, Carlos A. (2007): *The Global Recession Risk. Dollar Devaluation and the World Economy*. Palgrave Macmillan.
- Prakash, Amit (2006). Envisioning a Single Asian Currency. Development Bank is Creating Index as its First, Small Step. *International Herald Tribune*, March 28.
- Prasad, Eswar (2007): *Monetary Policy Independence, the Currency Regime, and the Capital Account in China*. Paper presented at the Conference on China's Exchange Rate Policy. October 19, 2007.

- Prasad, Eswar – Rumbaugh, Thomas – Wang Quing (2005): *Putting the Cart before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*. IMF Policy Discussion Paper PDP/05/1.
- Roubini, Nouriel – Setser, Brad (2005): The Sustainability of the US External Imbalances. *CESifo Forum* No. 1, pp. 8–15.
- Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007. Preliminary Global Results (2007)*. BIS Monetary and Economic Department.
- Truman, Edwin M. (2007): *The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard*. Paper Prepared for the Conference on China's Exchange Rate Policy. October 19, 2007.
- Uneven Architecture. The Space of Emerging Countries in the International Financial System (2002)*. Eds.: Roberto Fendt, Maria Antonieta del Tedesco Lins. Konrad-Adenauer Stiftung, Brazilian Institute of Economy of Getulio Vargas Foundation. Rio de Janeiro.
- Williamson, John (1999): The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies. *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*. Eds.: S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y. C. Park, pp. 327–343.
- Wikipedia: *Foreign Exchange Reserves*. Letöltve: 2008. május 21.
- Yoshitomi Masaru – Liu Li-Gang – Thorbocke, Willem: East Asia's Role in Resolving the New Global Imbalances. *Global Imbalances...* (2007). pp. 19–36.
- Zhou Xiaochuan (2007): *Instability and Evolution of the Financial System*. People's Bank of China, 5 December.
<http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=158>
<http://www.aseansec.org/17902.pdf>
http://www.chinadaily.com.cn/chinagate/doc/2003-07/07/content_253307.htm
<http://www.china.org.cn/english/2003/Mar/60270.htm>
<http://english.people.com.cn/90001/90778/6397772.html>
http://english.peopledaily.com.cn/200402/17/eng20040217_134974.shtml
http://www.mof.go.jp/english/if/regional_financial_cooperation.htm#ABMI
<http://useconomy.about.com>