

BOFIT Online  
2006 No. 1

Tuuli Koivu ja Tapio Korhonen

# Kiinan valuuttapolitiikka ja maailman rahoitusepätasapainot



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Suomen Pankki, BOFIT  
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

Suomen Pankki  
BOFIT – Siirtymätalouksien tutkimuslaitos  
PL 160  
00101 Helsinki  
Puh: 010 831 2268  
Fax: 010 831 2294  
bofit@bof.fi

[www.bof.fi/bofit](http://www.bof.fi/bofit)

BOFIT Online  
Päätoimittaja *Jouko Rautava*

ISSN 1456-811X (online)  
6.2.2006

Helsinki 2006

Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.

## Sisällys

Tiivistelmä.....	3
Johdanto.....	4
Kiinan valuuttamarkkinoiden vapauttamisen vaihe.....	5
Liberalisoinnin marssijärjestys.....	8
Pienten askelten politiikka.....	10
Juanin vapautuksen vaikutus on suuri kysymysmerkki.....	11
Erot säästämässä Kiinan ja Yhdysvaltain vaihtotasekehityksen taustalla.....	11
Riskit kansainväliselle taloudelle.....	14
Johtopäätökset.....	17
Liite: Ulkomaiset velat ja saamiset aasian maissa.....	18

Tuuli Koivu ja Tapio Korhonen

## Kiinan valuuttapolitiikka ja maailman rahoitusepätasapainot

### Tiivistelmä

Maailman kasvaneet rahoitusepätasapainot ovat viime vuosina lisänneet keskustelua Kiinan valuuttakurssin tasosta. Keskustelu on ollut osin yksipuolista ja se on liian usein jäänyt kahdenvälisen kauppapätasapainojen tarkasteluun. Kiinan kaltaisen maan nousu maailman suurimpien vientimaiden joukkoon on kuitenkin monien muiden tekijöiden kuin edullisen valuuttakurssin ansiota, eikä valuuttakurssin roolia epätasapainojen purkamisessakaan pidä liioitella. Epätasapainojen syitä mietittäessä merkittäviä ovat esimerkiksi erot maiden säästämisasteissa. Kiinassa kotitalouksien ja yritysten säästämisvimma on poikkeuksellisen korkea, ja pääomanliikkeiden ollessa vielä suurelta osin säänneltyjä säästöt johtavat korkeaan investointiasteeseen.

**Asiasanat:** Kiina, Yhdysvallat, kansainvälinen talous, rahapolitiikka

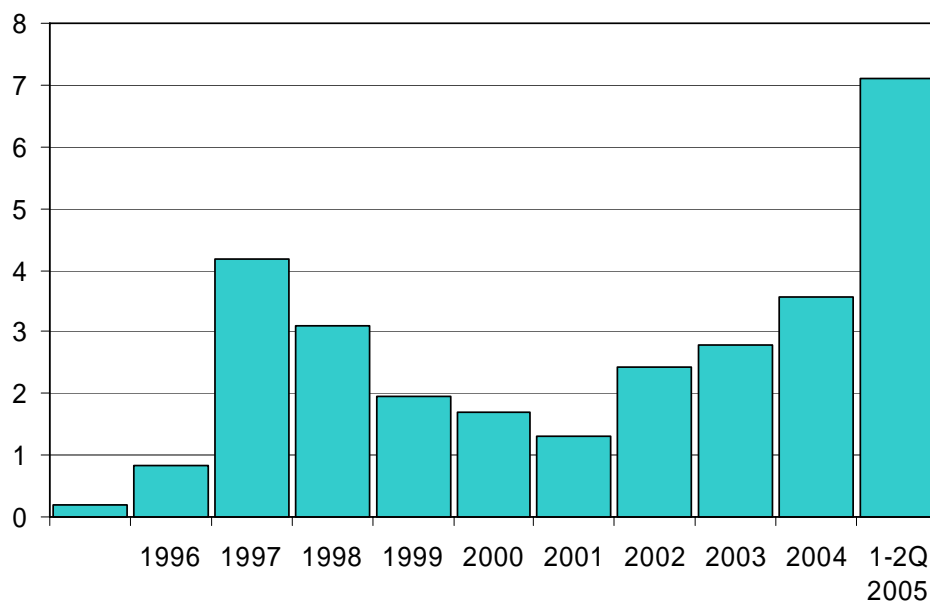
## Johdanto

Suuret vaihtelut eri maiden vaihtotaseen ali- ja ylijäämissä liittyvät yleensä hyvin laajasti sekä kunkin maan omaan että muun maailman taloudelliseen kehitykseen. Kuitenkin poliitikkojen ja suuren yleisön kokemusmaailmassa vaihtotase samaistuu yleisesti lähinnä ulkomaankauppaan. Siitä syystä kauppapolitiikka ja valuuttakurssi saavat helposti hallitsevan aseman vaihtotaseesta käytävässä keskustelussa.

Varsinkin valuuttakurssin merkitys korostuu tavallisesti aivan liikaa. Vaihtotaseen kehitys liittyy toki usein valuuttakurssiin varsinkin, jos kurssitaso on aivan poikkeuksellinen eikä kauppaa säännöstellä. Läheskään aina vaihtotaseen kehityksellä ei kuitenkaan ole selvää yhteyttä valuuttakurssiin. Missään tapauksessa pelkästään valuuttakurssi ei määrää vaihtotaseen kehitystä sen enempää kuin vaihtotase valuuttakurssiakaan.

Kiinan nousua jo maailman kolmen suurimman viejämäan joukkoon Kiinan valuuttapolitiikkaan kohdistuva kansainvälinen paine on voimakkaasti lisääntynyt.<sup>1</sup> Erityisesti painetta on jo pitkään tuonut maan suuri ylijäämä Yhdysvaltain kaupassa. Tähän saakka tämä on ollut lähinnä amerikkalaisten poliitikkojen ongelma, ei maailman rahatalouden ongelma, sillä kokonaisuutena ottaen Kiinalla ei ole ollut erityisen suurta vaihtotaseen ylijäämää (kuvio 1). Kauppataase on ollut ylijäämäinen länsimaihin mutta yleensä alijäämäinen muihin maihin nähden. Globalisoituneessa taloudessa kahdenvälisiin kauppataaseisiin ei ylipäänsä pitäisi kiinnittää mitään huomiota. Vaihtotaseen ylijäämä on kuitenkin Kiinassa viime vuosina hiljalleen noussut, ja erityisesti vuoden 2005 aikana maan kauppataase kääntyi voimakkaasti ylijäämäiseksi (kuvio 2). Paisuva ylijäämä pitää ongelman keskustelun piirissä tulevinakin vuosina.

Kuvio 1. Kiinan vaihtotase, % BKT:sta<sup>2</sup>

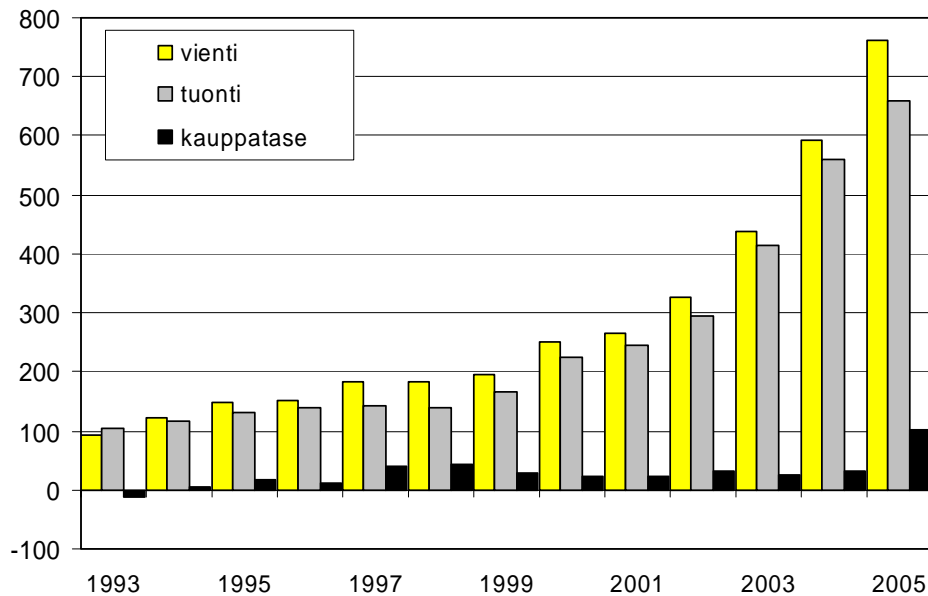


Lähde: Kiinan keskuspankki

<sup>1</sup> Kiinan tapauksessa valuuttapolitiikka kattaa valuuttakurssipolitiikan ohella myös pääomanliikkeiden ja valuuttamarkkinoiden säännöstelyn.

<sup>2</sup> Tässä julkaisussa käytetään Kiinan tilastokeskuksen tammikuussa 2006 julkaisemia uusia tietoja Kiinan bruttokansantuotteen kehityksestä vuosina 1993-2004.

Kuvio 2. Kiinan ulkomaankauppa, mrd. USD



Lähde: Kiinan tulli

Kiinan talous on jo sopeutunut laajasti vapaaseen kansainväliseen tavarakauppaan, mutta maan edessä on nyt sopeutuminen vapaaseen kansainväliseen vaihtoon myös palveluissa ja rahoitustoiminnassa. Vapautusprosessiin liittyy erilaisia riskejä sekä Kiinan talouden että koko maailmantaloudenkin kannalta.

Seuraavassa tarkastellaan aluksi Kiinan valuuttapolitiikan nykyvaihetta, mistä siirrytään käsittelemään Kiinan ja Yhdysvaltain välistä epätasapainoa osana maiden koko makсутase- ja talouskehitystä. Lähtökohtana on, että Kiinan valuuttapolitiikka ei ole tuon ongelman ydin ja siten ei myöskään ongelman ratkaisu. Tämä ei tietenkään merkitse, ettei Kiinan valuuttapolitiikalla olisi kansainvälistä merkitystä. Pikemminkin päinvastoin. On nimittäin syytä varautua siihen, että Kiinan aseman nähtävissä oleva korostuminen maailmantaloudessa sekä kansainvälisillä rahoitus- ja valuuttamarkkinoilla on aivan eri luokan kysymys kuin pelkkä juanin kertaluonteinen revalvoituminen vaikutuksineen.

## Kiinan valuuttamarkkinoiden vapauttamisen vaihe

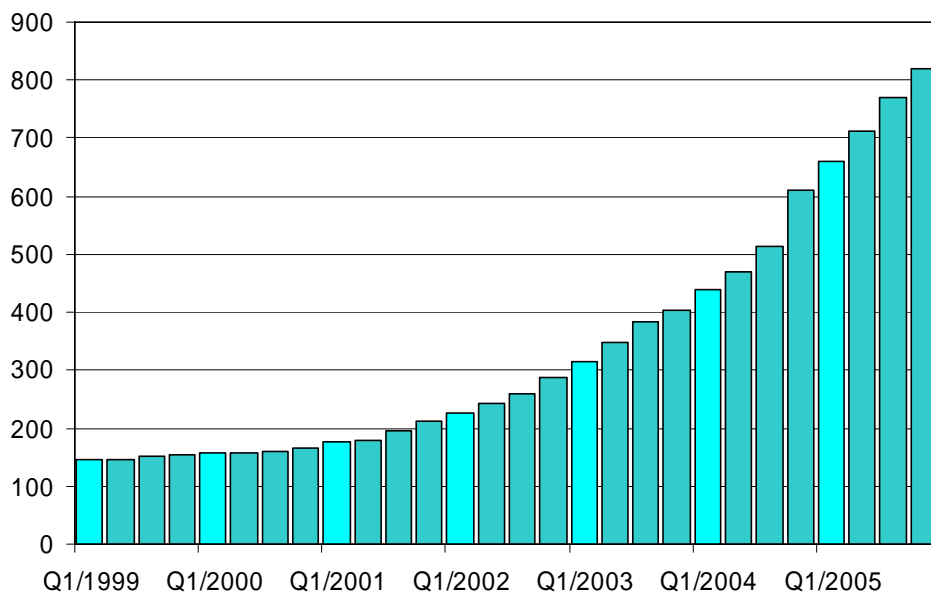
Kiinan valuuttakurssi on seurannut tiiviisti Yhdysvaltain dollaria vuodesta 1994 alkaen. Vielä ennen Aasian rahoituskriisiä vuonna 1997 kurssisidoksen annettiin jonkin verran liikkua, mutta kriisin aikana liikkumavarasta dollaria vasten luovuttiin täysin, kun juania kohtasivat devalvaatiopaineet. Juanin kurssitasosta alettiin keskustella uudestaan vilkkaasti kesällä 2003, ensin lähes yksinomaan kauppapoliittisessa mielessä. Sitten tehty tutkimukset eivät ole antaneet yksiselitteistä arviota juanin aliarvostuksesta, sillä tutkimusmenetelmästä, käytetyistä oletuksista ja mittareista riippuen juanin nykykurssin on arvioitu poikkeavan tasapainokurssistaan 0-40 %.

Heinäkuussa 2005 Kiina ilmoitti muuttaneensa valuuttakurssijärjestelmäänsä siirtymällä dollarikytkennästä lähemmäs valuuttakorijärjestelmää (ks. kehikko 1). Samanaikaisesti Kiinan keskuspankki toteutti varovaisen 2,1 prosentin revalvoinnin suhteessa dolla-

riin. Vaikka juanin päivittäinen vaihteluväli suhteessa dollariin on edelleen +/- 0.3 prosenttia, käytännössä juanin ja dollarin välisen kurssin vaihtelut ovat pysyneet heinäkuun jälkeen vähäisinä.

Eräänä juanin aliarvostuksen indikaattorina on pidetty Kiinan suuria valuuttainterventioita. Keskuspankki on ostanut viime vuosina vaihtotaseen ylijäämästä ja suorista sijoituksista lähtöisin olevia valuuttoja, ja varanto saattaa ylittää pian Japanin maailmanenätysvarannot. Varanto on jo tarpeettoman suuri (vajaat 40 prosenttia BKT:stä) suhteessa maan talouden ulkomaisiin maksuvalmiusriskeihin (kuvio 3). Toisaalta Kiina on selvästi hyötynyt vahvasta ulkoisesta rahoitusasemastaan mm. kansainvälisissä luottoluokituksissa, joissa Kiina sijoittuu kehittyvien talouksien kärkipäähän.

Kuvio 3. Kiinan valuuttavaranto, mrd.USD



Lähde: Kiinan keskuspankki

Keskuspankin valuutanostot ovat kasvattaneet kotimaista likviditeettiä. Inflaatio on kuitenkin saatu pidettyä kurissa rajoittamalla pankkien luotonantoa sekä imemällä ylimääräistä likviditeettiä markkinoilta takaisin keskuspankkiin laskemalla liikkeelle talletustodistuksia, joiden korkotasoa on pystytty pitämään hyvin matalana (kuvio 4).

*Kehikko 1***Heinäkuun 2005 valuuttakurssimuutokset osana rahoitusjärjestelmän uudistusta**

Heinäkuussa 2005 Kiinan keskuspankki revalvoi juanin suhteessa dollariin 2,1 prosentilla. Samalla pankki ilmoitti siirtyneensä dollarikytkennästä järjestelmään, jossa juanin kurssi määritellään usean valuutan pohjalta. Keskuspankki kertoi, että juanin kurssiin vaikuttavat eniten Yhdysvaltain dollari, euro, Japanin jeni ja Korean won. Lisäksi siihen vaikuttavat vähäisessä määrin Australian dollari, Iso-Britannian punta, Singaporen dollari, Thaimaan baht, Kanadan dollari ja Venäjän rupla. Pankki kuitenkin painotti, että kyseessä ei ole varsinainen sidos valuuttakoriin. Juanin päivittäinen vaihteluväli suhteessa dollariin pidettiin ennallaan +/- 0,3 prosentissa, kun taas vaihteluväli muihin valuuttoihin on selvästi suurempi, +/- 3 %. Heinäkuun jälkeen liikkumavaraa dollaria vasten ei juurikaan ole käytetty ja juan vahvistui dollaria vasten vuoden 2006 alkuun mennessä lisää vain 0,5 %.

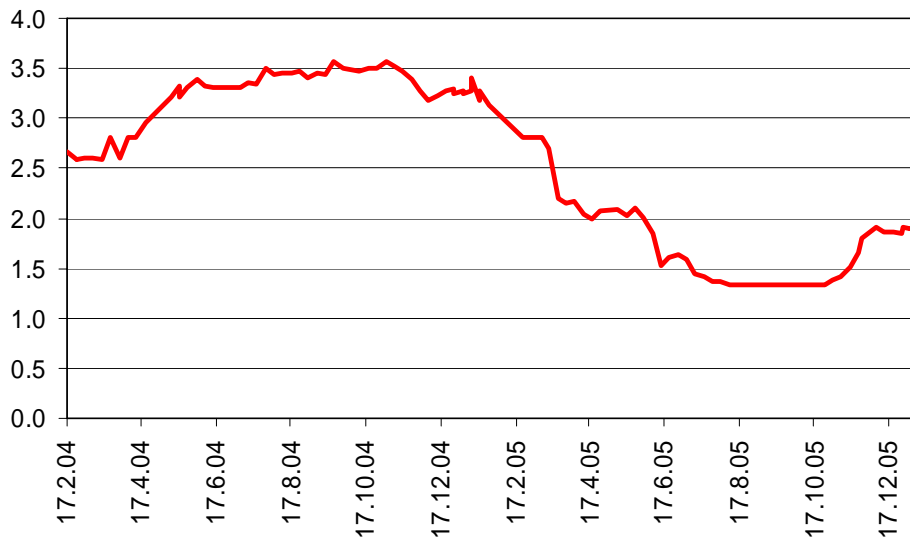
Valuuttakurssijärjestelmään tehdyt muutokset on nähtävä osana koko rahoitussektorin uudistamista ja pääomanliikkeiden vapauttamista. Kiina on aloittanut pääomanliikkeiden rajoitteiden purkamisen aivan viime vuosina varovaisin askelin. Eniten on pyritty lisäämään pääomavirtaa ulospäin, kun revalvaatio-odotukset ovat kasvattaneet sisäänpäin virtaavan rahan määrää ja samalla valuuttavarantoa. Esimerkiksi kiinalaisyhtiöitä on kannustettu lisäämään suoria investointeja ulkomaille ja kiinalaisturistien ja -opiskelijoiden on sallittu viedä ulkomaille aiempaa suurempia määriä ulkomaanvaluuttaa. Myös institutionaalisten sijoittajien, kuten vakuutusyhtiöiden, osakesijoituksia ulkomaille on hieman vapautettu. Vaikka tähän asti ulospäin suuntautuneen pääomavirran arvo on pysynyt vaatimattomana, odotetaan tulevina vuosina erityisesti kiinalaisyriyten ulkomaille tekemien suorien sijoitusten kasvavan merkittävästi.

Yli vuosikymmenen jatkunut dollarikytkös sekä monet rajoitteet rahoitussektorin toiminnalle ovat syinä siihen, ettei kiinalaisilla yrityksillä ja pankeilla ole ollut teknisiä valmiuksia tai tieto-taitoa toimia valuuttamarkkinoilla. Vuonna 2005 viranomaisten linjassa tapahtui selvä muutos, sillä Kiina alkoi tukea markkinoiden kehittymistä monin tavoin. Ensin toukokuussa lisättiin kaupankäyntimahdollisuuksia pankkien välisillä valuuttamarkkinoilla, ja elokuussa tehtiin periaatepäätös, jolla voidaan sallia kaupankäynti juan-määräisillä valuuttajohdannaisilla. Viranomaiset avasivatkin marraskuussa juanin swap-markkinat laskemalla liikkeelle vuoden mittaisen valuuttaswapin, jonka hinnan kuitenkin viranomaiset asettivat (asetettu hinta implikoi juanin pienempää revalvoitumista kuin Kiinan ulkopuolisilla termiinimarkkinoilla). Aivan vuoden 2006 alussa valuuttamarkkinoita kehitettiin avaamalla avistakauppojen OTC-markkinat eli antamalla pankeille lupa käydä suoraa valuuttakauppaa keskenään. Aiemmin kauppaa oli käyty vain keskitetyillä, elektronisilla markkinoilla, joilla vallitsevan kurssitason olivat käytännössä päättäneet viranomaiset ja valtion suurelta osin omistama Bank of China. Samalla markkinoiden likviditeettiä pyrittiin lisäämään myöntämällä 13 pankille markkinatakaajan asema. Uudistusten ei odoteta suoraan vaikuttavan juanin kurssitasoon, mutta valuuttamarkkinoiden kehittäminen on tärkeää, jotta yritykset ja pankit voivat valmistautua vapaammin kelluvaan valuuttakurssiin.

Viranomaiset ovat myös uudistaneet kiinalaisia rahoituslaitoksia, jotta sijoitusmahdollisuudet kotimaassa kohenisivat eikä pelätty pääomapako toteutuisi, kun pääomanliikkeitä vapautetaan. Kiinalaispankkeja ja osakemarkkinoita kunnostetaan parhaillaan suurilla uudistusohjelmilla. Samoin ulkomaisten rahoituslaitosten toimintamahdollisuuksia Kiinassa lisätään, esimerkiksi pankkisektori avautuu ulkomaisille pankeille WTO-sitoumusten mukaisesti vuoden 2006 lopulla. Sijoitusmahdollisuuksia lisäsi myös Aasian kehitys pankin lokakuussa liikkeelle laskema laatuaan ensimmäinen panda-bondi, ulkomaisen laitoksen liikkeelle laskema juan-määräinen joukkovelkakirjalaina.



Kuvio 4. Keskuspankin liikkeeseen laskemien sijoitustodistusten korko, %



Lähde: Kiinan keskuspankki

Usein varannon riskinä esitetään juanin revalvointimahdollisuus, joka aiheuttaisi kansallisessa valuutassa mitattuna keskuspankille suur tappion. Tämä näkökohta on kyseenalainen korostaessaan keskuspankin omaa tulosta. Valuuttavaranto on olemassa koko kansantaloutta eikä keskuspankkia varten. Varanto on aina tarkoitettu nimenomaan ulkomaisiin rahoitustoimiin, eikä varannon ulkomainen arvo muutu miksiäkään maan oman valuutan kurssin vaihdellessa. Valuutan vahvistumisesta tuleva kurssitappio on aluksi pelkästään kirjanpidollinen, eikä ole selvää missä määrin ja milloin se realisoituu. Keskuspankin realisoituaan tulokseen vaikuttavat pitkän päälle merkittävästi myös valuuttojen korkoerot ja valuuttainterventioiden kurssitasot. Totta tietenkin on, että keskuspankki joutuu yleensä maksamaan – ajoittain merkittävästikin – arvioimistaan kiinteän valuuttakurssin tuomista eduista.

### *Liberalisoinnin marssijärjestys*

Liberalisoinnin marssijärjestyksen osalta yleinen suositus on, että kotimaisten rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja markkinavalmius olisi toteutettava ensin. Suomessakin sekä pankit että laajasti kotimarkkinayritykset osoittautuivat huonosti valmistautuneiksi pääoman liikkeen ja valuuttakurssin liberalisoinnin tuomiin korko- ja valuuttakurssiriskeihin. Kiinassa yli puolet ulkomaankaupasta on valuutta-asiat hallitsevien ulkomaisten yritysten hoidossa, mutta Kiinan valtion yritykset ja rahalaitokset ovat vasta muuttumassa valtion suunnitelmia toteuttavista virastoista markkinainstituutioiksi.

Kiina kohtaa rahoitus- ja valuuttamarkkinoita vapauttaessaan samat ongelmat ja riskit kuin muutkin maat, mm. Suomi 1980-luvulla. Kiinan riskejä korostaa maan suuri rahoitussektori, nimenomaan tavattoman laaja pankkisektori, joka on kehittyvälle taloudelle varsin poikkeuksellinen. Pankkien talletukset ja luotot ovat suhteessa talouteen eräitä maailman suurimpia, hyvinkin Japanin luokkaa. Tämä on erikoista, sillä muita siirtymätalouksia leimaa hyvin pieni rahoitusmarkkinoiden koko. Kiina ei ole kokenut voimakasta inflaatiovaihetta, ja Kiinan väestö, yritykset sekä valtiokin säästävät kansainvälisesti verrattuna

paljon. Valtion omistamiin rahoituslaitoksiin on luotettu niiden suurista ongelmista huolimatta.

Kiinan rahoitusmarkkinoita leimaa edelleen myös vahvasti valtion omistus ja säännöstely. Pankit ovat yhä, viimeaikaisista uudistuksista huolimatta, vaikeuksissa hoitamattomien lainojensa kanssa. Lähivuosina hoitamattomia lainoja voi hyvinkin kasautua lisää, sillä vuosina 2003-2004 luottojen kasvu oli hyvin voimakasta.

Kiinan ulkomaiset pääomanliikkeet ovat pääosin tiukasti rajoitettuja. Näin Kiina on voinut turvata maan valuutan pitkäaikaisen kiinteän kytkennän Yhdysvaltain dollariin raajamalla säännöstelytoimin ajoittain vahvojakin pääomanliikepainetta.

Maan viranomaiset ovat korostaneet tavoitteenaan olevan rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamisen, mutta he ovat samalla vältäneet tarkan aikataulun esittämistä. Lokakuussa 2005 julkaistussa viisivuotissuunnitelmassa todetaan, että vuosina 2006-2010 Kiina jatkaa valuuttakurssijärjestelmän uudistamista sekä toteuttaa asteittain juanin vaihdettavuuden myös maksutaseen pääomanliikkeiden osalta.<sup>3</sup>

Kiinan pääomanliikkeistä ovat suhteellisen vapaita toistaiseksi vain pääosa suorista sijoituksista Kiinaan. Kiina on saanutkin niitä enemmän kuin muut Aasian maat. (liitekuvioiden 6 ja 7 on esitetty vertailutietoja Aasian maiden ulkomaisista saamisista ja veloista). Sen sijaan kaikissa muissa pääomanliikkeissä Kiina on dollarimääräisesti korkeintaan aasialaista keskitasoa, samassa sarjassa hyvin paljon pienempien talouksien kanssa.

Kiinan talouden sopeutuminen kansainvälistymiseen on ollut nopeaa, mutta paljon on vielä tekemättä. Äkillinen valuuttamarkkinoiden ja valuuttakurssin vapautus ja siihen liittyvän, mahdollisesti voimakkaasti liikkuvan markkinakoron ilmaantuminen olisi epäilemättä suuri riski valtion yrityksille ja pankeille. Valuuttatoimien ja -riskien hallinta ei ole pääpiirteiltään kovin vaativa opiskelutehtävä, mutta osana laajaa koko toiminnan ja tasarakenteiden muutosta se on epäilemättä melkoinen ongelma.

Lähtötilanteessa Kiinan valuuttamarkkinoiden vapauttamiseksi on tiettyjä yhtäläisyyksiä Suomen tilanteeseen 1980-luvulla mutta myös merkittäviä eroja. Eroja ovat mm. Kiinan suuri koko ja merkitys maailmantaloudessa sekä Kiinan vahva ulkoinen rahoitusasema. Rahoitusaseman vahvuuksia ovat ylijäämäinen vaihto- ja pääomatase, hyvin pieni ulkomainen bruttovelka ja erittäin suuri valuuttavaranto. Kaikissa näissä suhteissa Suomen lähtökohta oli heikko.

Suomessa kriisiä kärjisti pankkien laajaksi paisunut ulkomaanrahan määräinen luotokanta kotimarkkinayrityksille. Kiinassa kotimaista valuuttariskiä ei laajasti ole, vaikkakin valuuttaluottoja ja -talletuksia on jonkin verran sallittu. Kiina on vielä vapautuksen alkuvaiheessa mm. sikäli, että ulkomaalaisilla on varsin vähän spekulatiivmahdollisuuksia. Kiinan ulkomaisten velkojen pienuus jo sinänsä rajaa ulkomaalaisten pelivaraa verrattuna Suomessa 1980-luvun lopulla vallinneeseen tilanteeseen.

Yhteistä on joka tapauksessa se, että Kiinassakin pankkeihin ja yleisön velkoihin liittyy markkinoiden vapautuessa suuria riskejä. Suomessa yritysten ja kotitalouksien koko velkavarannot olivat kansainvälisesti katsoen varsin pieniä, mihin nähden rahoituskriisin

<sup>3</sup> "Juanin vaihdettavuus myös pääomanliikkeiden osalta" on käytännössä epämääräinen ilmaus, varsinkin kun ei puhuta täydellisestä vaihdettavuudesta. Tosin aivan rajoitteetonta pääomanliikkeiden vapauttaminen ei ole juuri missään maassa (ainakin rikollista toimintaa ym. estäviä rajoitteita on yleisesti.) Vaihdettavuuden taustalla lieenee IMF:n terminologia: "A basic concept of convertibility – the jurisdictional concept of Article VIII, Sections 2, 3, and 4 – is that of the absence of restrictions on payments and transfers for current international transactions (that is, all current account transactions and a few capital transactions)". Kiinan esittämä tavoite tarkoittanee valuuttapoliittisin tavoittein tehtävän pääomanliikkeiden ja valuuttakaupan säätelyn lopettamista keskeisiltä osin. Vaihdettavuus ei myöskään ota kantaa valuuttakurssijärjestelmään.

syvyys oli yllättävänkin suuri. Kiina sen sijaan joutuu sopeutumaan markkinatalouteen erittäin suurten pankkitalletusten ja laajojen, heikosti hoidettujen velkojen tilanteessa.

Vaikka Suomessakin oli ollut säännöstelyä, se oli pääosin varsin lievää Kiinan keskusjohtoiseen suunnitteluun verrattuna. Suomessa suuret yritykset, myös valtion yritykset olivat jo sopeutuneet sekä reaalityöinnassään että rahoituksessaan kansainväliseen toimintaan. Suomessakin valuuttamarkkinat ja ulkomaiset pääomanliikkeet vapautettiin asteittain, tosin ei niin pienin eikä epätasa-arvoisin askelin kuin Kiinassa. Tyypillistä Suomessa oli, että vapautusratkaisujen vaikutukset näkyivät aluksi hyvin lievinä, mutta ryöpsähtivät myöhemmin spekulatiopaineissa odottamattoman suuriksi.

### *Pienten askelten politiikka*

Kiinan talousjärjestelmän muuttamiselle on ollut leimallista lukuisten, hyvin pienten askelten politiikka. Kotimaisia rahoitusmarkkinoita, korkojärjestelmää, ulkomaisia pääomanliikkeitä, valuuttamarkkinoita ja äskettäin valuuttakurssijärjestelmääkin on vapautettu ja kehitetty monilukuisin päätöksin. Ratkaisut ovat osin olleet myös varsin epämääräisiä ja markkinaosapuolten kannalta epätasa-arvoisia.

Tyypillisiä ovat olleet yksittäisille yrityksille ja alueille annetut kokeiluluonteiset erityisluvut toteuttaa tiettyjä rahoitusoperaatioita. Yritykset on jaettu reaali-investointien rahoituksen osalta suhteellisen väljin valtuuksin toimiviin "ulkomaista rahoitusta käyttäviin yrityksiin" ja tiukasti säännösteltyihin "kotimaista rahoitusta käyttäviin yrityksiin".<sup>4</sup>

Säännöstely näyttää jo vuotavan laajasti, sekä laillisesti että ilmeisesti myös laittomasti. Kun tuonti ja vienti ovat yhteensä yli 60 prosenttia BKT:stä, jo pelkästään ulkomaankaupan maksuajan joustot tarjoavat suuria mahdollisuuksia täysin sallittuun valuuttaspekulaatioon. Silti säännöstely täyttää ilmeisesti yhä perustehtävänsä, eli se eristää Kiinan kotimaisten rahoitusmarkkinat ja niiden koron ulkomaailmasta.

Tärkeä säännöstelyn piirre, jota Suomessa ei 1980-luvun lopulla ollut, on tosiasiallinen kielto viedä juaneja ulkomaille.<sup>5</sup> Tämä estää juanin normaalien kansainvälisten markkinoiden syntymisen. Juanin dollarikurssi syntyy yhä Kiinan sisäisillä pankkien välisillä markkinoilla keskuspankin erittäin vahvasti ohjaamana niiden rajoitteiden piirissä, joista keskuspankki päättää. Toistaiseksi kurssi on pidetty dollariin nähden lähes kiinteänä.

Kiinan ulkopuolinen juanin avistamarkkinoiden volyyymi on olematon. Se näkyy muun muassa BIS:in uusimman, vuoden 2004 keväällä tehdyn kyselyn tuloksissa. Myös Reutersilla ja Bloombergilla esitetyt noteeraukset ovat yhä vähäisiä. Juanin termiinimarkkinat toimivat Kiinan ulkopuolella, mutta pelkkänä juanin kurssin suojausinstrumentina. Näitä termiiniosopimuksia (ns. non-deliverable forwards) ei voi bruttomääräisinä toteuttaa, koska avistajuaneja ei voi ostaa ulkomailla. Siksi maksava osapuoli hyvittää vain sovitun termiinikurssin ja toteutuvan avistakurssin välisen erotuksen dollareina.

Koska valuutansäännöstely yhä kohtuullisesti pitää, termiinimarkkinoiden hinnoittelu kertoo jotakin juanin revalvoitumisodotuksista. Sen jälkeen, kun juan alkoi kesällä hiukan

<sup>4</sup> Tavallaan tällainen jako tehtiin Suomessakin vuonna 1986, jolloin teollisuusyritysten ulkomainen pitkäaikainen lainanotto pääosin vapautettiin, mutta ei muiden. Seurauksena oli, että rahoitusta alkoi vuotaa kotimaassa teollisuusyrityksiltä muille, mikä oli yhtenä syynä myös muiden yritysten pääomantuonnin vapauttamiseen jo vuonna 1987. Tämä osoittautui erityisen kohtalokkaaksi kotimarkkinayritysten ryhtyessä vauhdittamaan valuuttamääräistä velkaantumistaan erityisesti säästöpankkiryhmän tukemana.

<sup>5</sup> Enimmäisraja Kiinaan ja sieltä pois vietävälle käteiselle kotimaanvaluutalle on 20 000 juania. Oleellista on pankkien välisen tilirahan siirron rajoittaminen. Poikkeuksena erikoissopimukset Hongkongin ja Macaon kanssa, jotka sallivat juanseteleiden käytön sekä tallettamisen ja vaihtamisen erikseen nimetyissä pankeissa.

kellua, termiinikurssin mukainen revalvaatio-odotus on hieman pienentynyt, seuraavien 12 kuukauden osalta 5 prosentin seuduilta noin 4 prosenttiin.<sup>6</sup>

### *Juanin vapautuksen vaikutus on suuri kysymysmerkki*

Kansainvälinen kritiikki unohtaa yleisesti edellä käsitellyt Kiinan säännöstelytalouden erityispiirteet. Kiina ei ole vielä normaali lähes kiinteää valuuttakurssia ylläpitävä markkinatalous. Valuuttamarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden laaja vapauttaminen ja valuuttakurssin liikkeiden tuntuva lisääminen – vapaasta kellunnasta puhumattakaan – voisi johtaa varsin arvaamattomiin seurauksiin sekä Kiinan talouden että maailmantalouden kannalta.

Ei ole syytä uskoa, että Kiinan valuuttakurssin vapauttaminen korjaisi Yhdysvaltain kauppataseen vajausta merkittävästi edes siinä tapauksessa, että juan revaltoituisi voimakkaasti. Tuonti Kiinasta kattaa noin viidenneksen Yhdysvaltain koko tuonnista, eli se jää pariin kolmeen prosenttiin Yhdysvaltain BKT:stä. Yhdysvaltain vienti Kiinaan on vielä selvästi pienempi, vain vajaa kolmannes Kiinasta tulevan tuonnin arvosta. Näin pienessä erissä suhteellisesti hyvin suurikaan nimellinen muutos ei vaikuttaisi oleellisesti Yhdysvaltain reaalitalouteen. Kun lisäksi kiinalaiset viejät ottaisivat ehkä osan hinnanmuutoksesta omaksi tappiokseen, vaikutus olisi todella pieni.

Yhdysvaltalaiset laskevat osin sen varaan, että myös muut Aasian valuutat samalla vahvistuisivat. Tällöin Kiinan paljon käyttämät aasialaiset välituotteet kallistuisivat, mikä myös nostaisi vientihintoja. Muun Aasian suora osuus Yhdysvaltain tuonnista on kuitenkin viime vuosina laskenut paljolti siksi, että tuotantoprosessin loppuvaiheet on monista maista siirretty Kiinaan. Aasian valuuttojen vahvistuminen lisäisi myös Yhdysvaltain vientiä, mikä nimenomaan Kiinaan on ollut tähän saakka hämmästyttävän vähäistä.

Vaikka Kiinan valuuttamarkkinoiden vapauttamisella on suhteellisen vähäiset suorat vaikutukset Yhdysvaltojen reaalitalouteen, on liberalisoinnilla ilmeisesti hyvinkin laajoja vaikutuksia maailmantalouteen. Siksi ongelmaan olisi syytä paneutua monipuolisesti. Vaikka vapauttamisen välittömätkin seuraukset voivat olla suuria, on syytä kiinnittää huomiota erityisesti rakenteellisiin keskipitkän ja pitkän aikavälin muutoksiin. Seuraavassa on esitetty tästä joitakin näkökohtia.

## Erot säästämässä Kiinan ja Yhdysvaltain vaihtotasekehityksen taustalla

Vaihtotaseongelmia analysoitaessa on lähtökohdaksi otettava, että vaihtotaseessa pelkistyvät hyvin monet talouden piirteet. Vaihtotase syntyy samanaikaisesti talouden eri osalohkojen kehityksestä, lähinnä (1) viennin ja tuonnin ja muiden vaihtotaseen aluerien arvoista, (2) kansantalouden säästämisen ja investointien erotuksesta sekä (3) kansantalouden rahoitussäästämisen ja velkojen lisäyksen erotuksesta.

---

<sup>6</sup> Vapailla markkinoilla termiinikurssi kertoo heikosti kurssiodotuksista, sillä se syntyy puhtaasti korkoerosta, joka taas voi heijastaa kurssiodotuksia tai sitten ei. Kiinassa ei ole vapaata lyhytaikaista markkinakorkoa, mutta Kiinan lyhytaikainen korkotaso on ollut välillä korkeampi kuin Yhdysvaltain korkotaso. Kiinan ulkopuolisten termiinimarkkinoiden hinnoittelu on näin ainakin ajoittain toteutunut jopa etumerkiltään väärin päin, sillä korkeamman koron valuutanhan pitäisi heikentyä. Dollarin koron viimeaikaisen nousun olisi pitänyt periaatteessa nostaa juanin odotettua revalvaatiota, mutta on kuitenkin käynyt päinvastoin.

Teoriatasolla on sovellettu paljonkin erilaisia "yhden selityksen malleja" kuvaamaan juuri Yhdysvaltain ja Kiinan välistä viimeaikaista taloussuhdetta. Kaikki ne sisältävät osatotuuden, mutta kaikki ovat myös sellaisinaan ilmeisesti pahasti vajavaisia.

Useimmille ymmärrettävimpiä ovat ulkomaankauppaa koskevat näkemykset ja teorit. Yleisesti tiedetään, että valuuttakurssilla ja hintakilpailukyvyllä sekä vientituilla ja säännöstelyllä on vaikutusta kauppataaseen. Kiinan erittäin nopeasti kasvaneen viennin, erityisesti Yhdysvaltioihin, on väitetty hyötyneen matalasta valuuttakurssista ja Kiinan valtion tukitoimista vientisektorille. Lisäksi kiinalaiset estävät monin eri tavoin amerikkalaisten tuotteiden pääsyä markkinoilleen. Tämä on korostanut kauppapoliittisia näkökohtia.

Säästämisen ja investointien pohjalta on myös kehitelty erilaisia selitysmalleja. Amerikkalaisten piirissä varsin suosittu on näkemys, että maan vaihtotaseen vaje johtuu Yhdysvaltain talouden vahvuudesta. Vahvuuksien ansiosta muualla säästetyt sijoitusvirrat suuntautuvat Yhdysvaltoihin, jolloin siellä voidaan investoida voimakkaasti ulkomaisiin varoihin ja käyttää kotimaiset tulot säästämisen asemasta kulutukseen. Hämmennystä sen sijaan on aiheuttanut se perusteoria, jonka mukaan sijoitusvarojen pitäisi ohjautua juuri päinvastaiseen suuntaan, varakkaista talouksista kehittyviin talouksiin. Yhdysvaltain ja Kiinan suhteen tuo teoria ei ole pitänyt paikkaansa, sillä sijoitusvirta Yhdysvalloista Kiinaan on ollut hyvin pieni maiden väliseen kauppaan verrattuna. Osittain tätä selittää tietysti se, että ulkomaisten sijoittajien on hankalaa sijoittaa Kiinaan muuten kuin suorina sijoituksina reaaliutuotantoon.

Rahoituserien osalta vaihtotasetta voidaan tarkastella kahdestakin eri näkökulmasta. Ensinnäkin vaihtotaseen ylijäämä vastaa määritelmällisesti talouden kaikkien koti- ja ulkomaisten saamisten ja velkojen lisäyksen erotusta tai toiseksi pelkästään ulkomaisten saamisten ja velkojen lisäyksen erotusta. Nopea kotimainen velkaantuminen heikentää yleensä vaihtotasetta ja runsas rahoitussaatavien hankinta vahvistaa.

Viime aikoina on esitetty uusia, ulkomaisiin rahoitusvaateisiin keskittyneitä selitysmalleja kuvaamaan Kiinan ja Yhdysvaltain vaihtotasetta ja pääomanliikkeitä. Deutsche Bankin ekonomistien mukaan Yhdysvaltain ja Kiinan väliset rahoitussuhteet muodostavan eräänlaisen vakuudellisen swap-järjestelyn.<sup>7</sup> Amerikkalaiset uskaltavat sijoittaa Kiinaan, koska näiden sijoitusten vakuutena on Kiinan suuri valuuttavaranto Yhdysvalloissa. Toisen selitysmallin mukaan Kiinasta puuttuvat säästöjä varten luotettavat ja hyvälaatuiset sijoitusinstrumentit, joita taas Yhdysvaltain vakaa talous tarjoaa runsaasti myös kiinalaisille.<sup>8</sup>

Molemmat selitysmallit ovat Kiinan suhteen vajavaisia mm. sikäli, että pääosa toteutuneista pääomanliikkeistä ei ole ollut sellaisia kuin selitysmallit olettavat, suurelta osin Kiinan harjoittaman säännöstelyn vuoksi. Itse asiassa amerikkalaiset ovat tehneet melko vähän sijoituksia Kiinaan. Pääosa suorista sijoituksista on tullut muista Aasian maista. Toisaalta Kiinasta Yhdysvaltoihin tehdyt sijoitukset ovat koostuneet lähinnä valuuttavarannon sijoittamisesta, ei niinkään kiinalaisten säästöjen hakeutumisesta hyvälaatuisiin amerikkalaisiin sijoituskohteisiin. Tosin valuuttavarannon vastaeränä kiinalaisille pankeille ja yrityksille syntyy suhteellisen luotettavia saamisia omalta keskuspankiltaan.

Vaihtotaseongelmaa koskeva tarkoituksenmukainen talouspolitiikka riippuu epätasapainon perustekijöistä. Mikäli ongelman syitä ovat ensisijaisesti ulkomaankaupan määriin tai hintoihin liittyvät tekijät, kuten kaupan esteet, talouspolitiikassa korostuvat kauppapoliittikka ja valuuttakurssipolitiikka. Mikäli vaihtotaseongelma on seurausta talouden säästämisen ja investointien epätasapainosta, talouspolitiikassa tulisi painottaa yleistä finanssi-

<sup>7</sup> Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2004) "The Us Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap" NBER Working Paper 10727.

<sup>8</sup> Ricardo Caballero Yrjö Jahansson -luento 1.9.2005

ja rahapolitiikkaa. Jos taas ongelmana on toisen osapuolen liiallinen velkaantuminen tai poikkeuksellinen rahoitussaatavien kysyntä, rahapolitiikan ja rahoitusmarkkinoiden vakautta vahvistavat toimenpiteet korostuvat.

Yhdysvaltain ja Kiinan vaihtotaseongelmissa ei ole ensisijaisesti kysymys valuuttakursseista. Yhdysvaltain vaihtotase on pahasti alijäämäinen (6-7 prosenttia BKT:stä), vaikka dollarin reaalin kurssitaso eri valuuttoihin nähden on nykyisin lähellä pitkäaikaista keskiarvoa.<sup>9</sup> Vaihtotasevaje on syventynyt 10-20 vuoden ajan varsin tasaisesti, vaikka dollarin valuuttakurssi on vaihdellut suurista yliarvostuksista suuriin aliarvostuksiin. Myöskään esimerkiksi Japanin vaihtotaseen hämmästyttävän vakaa ylijäämä (2-3 prosenttia BKT:stä) ei ole paljontaan reagoinut jenin ajoittain voimakkaisiin kurssivaihteluihin.

Toisaalta eri selvitykset tasapainovaluuttakurssista eivät ole viitanneet ainakaan kovin merkittävään juanin aliarvostukseen. On totta, että Kiinan nimellinen kustannustaso on lähes käsittämättömän alhainen. Vuonna 2002 arvioitiin, että työtunti Kiinan teollisuudessa maksoi vain kolme prosenttia Yhdysvaltojen työtunnin hinnasta.<sup>10</sup> Tämä tavaton tasoero kertoo hyvin, ettei mikään kohtuullinen juanin kurssin muutos voi kaventaa oleellisesti kustannuskuilua ja ratkaista kaupan epätasapainoa. Lisäksi Kiina poikkeaa muista nopeasti kehittyneistä maista suuren työvoimareservinsä vuoksi, jonka ansiosta kouluttamattomien tehdastyöntekijöiden palkkataso ei ole noussut Kiinassa juuri lainkaan kymmenen viime vuoden aikana. Palkkatason ei odoteta lähivuosinakaan nousevan merkittävästi, sillä maassa arvellaan edelleen olevan 100-200 miljoonaa alityöllistettyä ihmistä. Tietenkin kustannustason ero kertoo myös talouksien valtavasta tuottavuuserosta, mikä tasapainottaa kilpailutilannetta.

Epäilemättä erilaiset näkyvät sekä näkymättömät kaupan esteet jarruttavat niin Kiinassa kuin yleisesti muissakin Aasian maissa tuontitavaroiden pääsyä markkinoille. Esimerkkeinä ovat esitetty mm. kotimaan kaupan vanhoilliset rakenteet sekä kotimaisuusastetta ja teknologiaa koskevat vaatimukset, jotka suosivat kotimaisia toimittajia. Aina ei edes ole kysymys tietoisesta syrjinnästä. Puutteelliset teollisoikeudet ovat siirtäneet tuotteiden valmistusta osin laittomastikin kiinalaisiin yrityksiin ja näin syrjäyttäneet tuontia. Toisaalta länsimaiset viejät eivät myöskään aina osaa sopeuttaa tuotteitaan ja toimituksiaan aasialaisiin olosuhteisiin. Vientiä edistääkseen Kiina on parantanut sekä ulkomaisessa että kotimaisessa omistuksessa olevien vientiyritystensä toimintamahdollisuuksia monin tavoin.

Perusongelma on silti muualla. Vaihtotaseen kannalta tärkeä muuttuja, joka ehkäpä korostetuimmin erottaa Yhdysvaltain ja Kiinan taloudet toisistaan, on talouksien säästämisaste. Vaihtotaseen tasapainoon päästäkseen amerikkalaiset säästävät liian vähän ja kiinalaiset liian paljon.

Maiden välinen ero investointiasteissa on merkittävä, mutta sen merkitys näyttää toissijaiselta. Yhdysvalloissa investointiaste on historiallisesti melko korkea, mutta sitä se ei ole kansainvälisessä vertailussa. Ei ole kovin selviä perusteita sille väitteelle, että Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän syynä olisi ollut Yhdysvaltain vahva yritystoiminta, joka olisi vetänyt maahan sijoituksia. Maksutaselukujen mukaan ulkomailta Yhdysvaltoihin

<sup>9</sup> Vaikka Yhdysvaltojen vaihtotaseen vaje on suuri, maan velkaongelmaa ei pidä liioitella. Yhdysvaltain tilastoitu ulkomainen nettovelka lähentelee 30 prosenttia BKT:stä, mutta velka-aseman todellinen suuruus on epäselvä. Yhdysvallat ei maksa juuri ollenkaan korkoja ja osinkoja nettomääräisestä velastaan. Pääselitys liittyy suorien sijoitusten tuottoihin tai pikemminkin suorien sijoitusten kannan arvostuksiin. Yhdysvaltain saamiset suorina sijoituksina lienevät tilastoissa aliarvostettuja, ja Yhdysvaltain velat ovat ehkä yliarvostettuja. Lukujen kuuluisi olla markkinahintoja, joita suorille sijoituksille ei yleensä kunnolla saada. Yhdysvaltain varallisuusasema ei siten liene aidosti vielä paljontaan nettovelkainen suhteessa muuhun maailmaan.

<sup>10</sup> China Economic Quarterly 03/2005

tulleiden suorien sijoitusten tuotto on ollut pikemminkin varsin heikko. Ulkomailta tulleet sijoitukset ovat viime vuosina painottuneet valtion velkaan.

Yhdysvalloissa kotitalouksien velkaantuminen on jo pitkään ollut uralla, joka ei voi jatkaa loputtomasti. Kulutusta on rahoitettu velalla, minkä seurauksena kotitalouksien nettosäästämisaste on painunut nolllaan. Myös julkinen sektori on enimmäkseen pysynyt vahvasti alijäämäisenä, ja tämä sektori on myös välittömästi velkaantunut ulkomaille.

Kiinan tavattoman korkea säästämisaste, lähes 40 % BKT:stä, tulee sekä kotitalouksien että yritysten runsaasta säästämisestä. Kiinalaisten kotitalouksien säästäminen liittyy puutteelliseen sosiaali- ja eläketurvaan, korkeisiin terveydenhoitokuluihin sekä haluun taa-ta lapsille korkeatasoinen koulutus. Kotitalouksien säästäminen on alkanut lähimain varallisuuden nollatasolta, sillä suunnitelmatalouden aikana yksityinen omaisuus poistettiin eikä yksityistä säästämistä suosittu, koska valtio huolehti investointien rahoituksesta. Yritysten poikkeuksellisen korkea säästämisaste johtunee osin valtionomistukseen liittyvään piirteeseen olla jakamatta voittoa osinkoina omistajille.

Kiinan rahoitusjärjestelmä on hyvin yksinkertainen ja talletuspankkikeskeinen, jolloin säästöt makaavat pankkitileillä. Koska varojen käyttö ulkomaisiin sijoituksiin on ollut kiellettyä, pankit ovat joutuneet jakamaan varat luottoina kotimaahan osin varsin kyseenalaisiinkin kohteisiin. Viime mainittua korostaa se, että julkisella sektorilla on sekä pankkien että yritysten suurimpana omistajana vahva sanansa sanottavana pankkien luotonantopolitiikassa.

## Riskit kansainväliselle taloudelle

Kiinan valuuttamarkkinoiden ja valuuttakurssin vapauttamiseen liittyy kansainvälisen talouden kannalta merkittäviä inflaatio-, valuuttakurssi-, korko- ym. riskejä. Juanin vapautuminen vaikuttaisi epäilemättä myös kansainvälisten valuuttamarkkinoiden toimintaan tuomalla sinne uuden tärkeän valuutan.

Ehkä keskeisin kysymys maailman epätasapainojen kannalta on kuitenkin se, miten Kiinan rahoituksellisen avautumisen toteutuessa kiinalaisten säästämisikäytyminen kehittyi. On vahvoja syitä epäillä, ettei säästäminen alene oleellisesti maan valuutan vapauttamisen seurauksena. Kiinan korkea säästämisaste lienee talouden keskeinen rakenteellinen piirre niin kauan, kuin edellä mainitut kiinalaisten poikkeuksellista säästämistä selittävät syyt eivät muutu. Varattomat kiinalaiset haluavat luoda nopeasti itselleen varallisuutta ja varautua huolehtimaan sosiaaliturvastaan, eläkepäivistään sekä lastensa koulutuksesta.

Kiinan pääomanviennin säännöstely on tähän saakka pakottanut suuntaamaan kotimaiset säästöt lähes kokonaan kotimaisiin investointeihin. Näin on saatu aikaan suuret kotimaiset investoinnit, mutta ne ovat usein suuntautuneet heikkotuottoisiin kohteisiin. Näinhän tapahtui säännöstelyn vuosikymmeninä myös Suomessa. Kun pääomanvienti Kiinasta ulospäin vapautetaan, käy epäilemättä niin, että rahoitussäästöjä suunnataan laajasti ulkomaisiin sijoituksiin. Näinhän kävi Suomessa mm. eläkevaroille. Tällöin vaihtotaseen ylijäämä kasvaa suureksi, kun säästöt ylittävät kotimaiset investoinnit.

Kiinan säästöyliäämä todennäköisesti kasvaisi edelleen selvästi, mikäli Kiina kokisi rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden liberalisoinnin yhteydessä rahoitusmarkkinakriisin. Pait-si että se aiheuttaisi ehkä merkittävän ja melko pitkäaikaisen juanin heikkenemisen, se tehostaisi ja supistaisi kotimaisia investointeja, jolloin säästöyliäämä siirtyisi lisääntyvästi ulkomaille. Suomessakin vaihtotase kääntyi vahvasti ylijäämäiseksi 1990-luvun kriisin yhteydessä. Samantapainen käänne koettiin monissa Aasian kriisimaissa 1990-lopulla.

On kyseenalaista, voisiko juanin kurssin vahvistuminen estää vapautuksesta seuraavaa ulkomaista sijoitustoimintaa ja sen yhteydessä kasvavaa vaihtotaseen ylijäämää. Juanin kurssi saattaisi pikemminkin tilapäisesti heikentyä, jos muutosprosessi olisi nopea ja kiinalainen sijoitusraha siirtyisi nopeasti kotimaasta ulkomaisiin sijoituksiin.

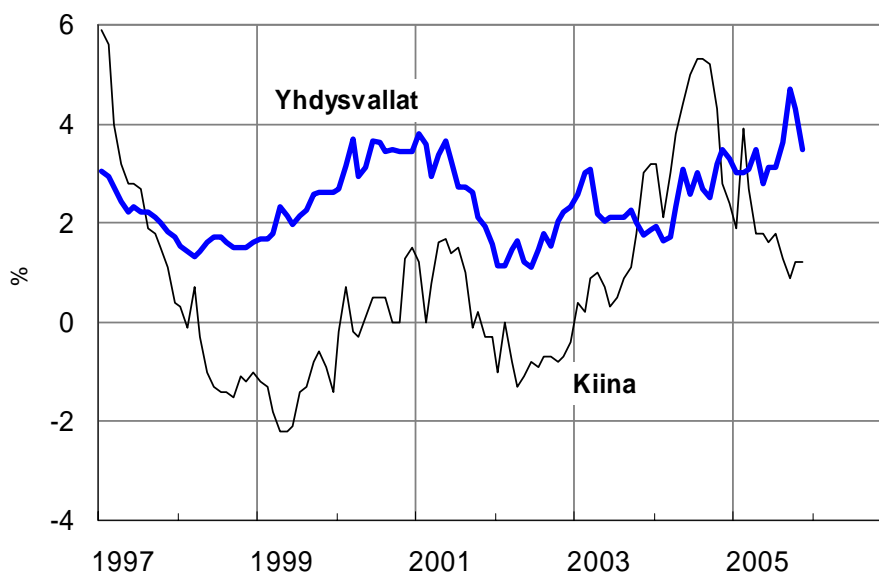
Sikäli kuin valuuttakurssin muutos vaikuttaa kauppavirtoihin, se vaikuttaa myös säästämisen ja investointien suhteeseen sekä nettosijoitusvirtoihin. Mitä kautta ulkomaankaupan hintojen muutos muuttaisi Yhdysvaltain talouden säästämisen ja investointien tasapainoa? Tuontihintojen nousu saattaisi ainakin aluksi vaihtosuhteivaikutuksen vuoksi jopa supistaa amerikkalaisten kotitalouksien reaalituloja ja säästämistä. Kiinalaisten tuotteiden kilpailusta kärsineet yritykset varmaan parantaisivat voittojaan, mutta tuskin aivan oleellisesti.

Mikäli Kiinasta tulee Japanin tapaan pysyvä suurten rahoitusylijiämien maa, maailmantalouden vaihtotaseiden epätasapaino pahenee huomattavasti. Poliittisia ongelmia lisäksi varmaan se, että kiinalaiset haluaisivat epäilemättä ostaa ylijäämäsäästöillään yrityksiä muista maista. Toisaalta vaarana on se, että Kiinan kasvaville ylijäämille ei löytyisi maailmalta luotettavia tai suorien sijoitusten ym. osalta halukkaita ottajia. Ehkä osa varoista menisi heikkoihin talouksiin ja yrityksiin, joissa varat ajan mittaan menetettäisiin luottotappioiden kautta. Toisaalta vastuulliset velalliset eivät ehkä haluaisi enää velkaantua, jolloin maailmantalouteen tulisi deflaatiopainetta ja poikkeuksellisen matala korkotas.

Onkin tärkeää, että vastuuta maailmantalouden tasapainosta kantavat sekä suurten alijäämien että suurten ylijäämien maat. Päävastuu on alijäämämailla, jotka elävät yli varojensa kasvaviin velkoihin turvautuen. Mutta jos koko vastuu kaadetaan näille, globaali talouspolitiikka muodostuu helposti liian deflatoriseksi. Jos taas lähinnä vain ylijäämämailta vaaditaan elvytystä, globaali politiikka ajautuu helposti ylikysyntää tukevaksi ja inflatoriseksi.

Näiden vaihtotasevaikutusten ohella Kiinan valuutan arvon vapauttamisella olisi monenlaisia vaikutuksia kansainvälisiin valuuttamarkkinoihin, korkoihin sekä vaikutuksia dollarin ja juanin kansainväliseen asemaan.

Kuvio 5. Inflaatio Kiinassa ja Yhdysvalloissa



Lähde: Reuters



Kiinan valuutan arvon merkittävään nousuun liittyisi väistämättä deflaatiopainetta Kiinassa ja inflaatiopainetta Kiinan vientimaissa. Kummankin suhteen nykyiset ongelmat pikemminkin pahenisivat, sillä Kiinassa on ollut viime vuosina ja on osin tälläkin hetkellä deflaatiopaineita, kun taas Yhdysvalloissa on inflaatiopaineita (kuvio 5). Kiinan revalvaation ja sitä vastaavan dollarin devalvaation vaikutus muiden maiden, mm Yhdysvaltain hintatasoon ei tulisi pelkästään välittömästi ulkomaankaupan hintojen vaikutuksesta, vaan hintakilpailun helpottuminen antaisi myös Yhdysvalloissa monille avoimen sektorin yrityksille lisää kotimaista hinnoitteluvoimaa.

Kun Yhdysvalloissa ja osin muuallakin hintapaineet ovat jo ennestään suuret, korkopolitiikkaa jouduttaisiin edelleen kiristämään. Korkotason voimakas nousu mataliin korkoihin totuttautuneessa maailmassa johtaisi nopeasti ongelmiin erityisesti niissä maissa, joissa varallisuuden hinnat ovat hyvin korkealla. Näihin maihin kuuluu myös Yhdysvallat.

Varsin yleisesti katsotaan dollarin korkoon liittyvän sen riskin, että Kiinan keskuspankki lopettaisi dollarin ostot juanin revalvoinnin seurauksena. Tätä riskiä dollarille liioitellaan. Sikäli kuin vaihtotaseet valuuttakurssimuutosten seurauksena lähestyvät tasapainoa, vähenee myös dollareiden ostamisen tarve valuuttavarantoon. Jos taas epätasapaino säilyy tai kasvaa, Kiinan keskuspankki epäilemättä ostaa yhä dollareita, elleivät muut niitä osta. Dollarin tapaisen ylivoimaisen reservivaluutan kiistattomiin etuihin kuuluu se, että sen myynti kansainvälisille markkinoille onnistuu aina kohtuuhintaan ainakin niin kauan kuin se kriisissäkin säilyy reservivaluuttana. Jos sijoittajat dollareita myyvät, niin keskuspankit ne ostavat pyrkiessään rajaamaan valuuttojensa vahvistumista.

Yhdysvaltain ajaututtua jatkuvien alijäämien vaivaamaksi maaksi dollarin kansainvälinen asema on kuitenkin vaarassa heiketä. Vaikka esimerkiksi valuuttavarantojen hajauttaminen pois dollareista näyttää tähän saakka jääneen enimmäkseen puheiden asteelle, on ilmeistä, että dollarin kansainvälinen asema ei ole aivan entisensä. Luottamus dollarin vakauteen vähenee, varsinkin jos inflaatio Yhdysvalloissa kiihtyy. Aasian maiden talouden painoarvon nousu sekä rahoitusmarkkinoiden laajeneminen ja kehittyminen kaikkialla maailmassa lisäävät vaihtoehtoisia sijoitusmahdollisuuksia.

Merkittävin valuuttamarkkinoiden muutos voi olla Kiinan juanin ilmaantuminen keskeiseksi kansainväliseksi valuutaksi. Jo Kiinan asema ehkä jopa maailman suurimpana ulkomaankauppaa käyvänä maana tuo sen valuutalle väistämättä laajat markkinat. Juan voisi saada jonkinlaisen aseman reservivaluuttana, vaikka tämä, kuten moni muukin edellä käsitelty piirre, edellyttäisi Kiinan taloudelta hintavakautta ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden ja -instrumenttien tuntuva kehittymistä.

Kiinan juanin vahvaa potentiaalia nousta nopeasti tärkeäksi kansainväliseksi valuutaksi osoittaa sen kansainvälinen käyttö asetetuista rajoituksista huolimatta. Vaikka kansainvälisten pankkien väliset avistamarkkinat eivät vielä juuri toimi – kun niillä ei ole likviditeettikytkentää Kiinaan – aiemmin mainitut epäviralliset termiinimarkkinat toimivat jo varsin laajoina. Toinen säännöstellylle valuutalle poikkeuksellinen piirre on kiinalaisen setelistön laaja käyttö Manner-Kiinan ulkopuolella, lähinnä Hongkongissa ja Macaossa.

## Johtopäätökset

Viime vuosina on käyty paljon keskustelua Kiinan valuuttakurssin mahdollisesta aliarvostuksesta ja sen vaikutuksista maailmantalouteen. Liian usein talouden mekanismeja on yksinkertaistettu liikaakin ja keskustelussa juanin kurssin matala taso on noussut maiden välisten kaupan epätasapainojen suurimmaksi selittäjäksi. Tosiasiassa valuuttakurssin vaikutus Kiinan nopeasti kasvaneeseen kaupan ylijäämään lienee melko vähäinen. Kiinan kilpailukyky syntyy useista muista tekijöistä, ja toisaalta taas tuonnin kasvua rajoittaa kiinalaisten korkea säästämisaste.

Tulevaisuuden kehitystä mietittäessä on tärkeää muistaa maiden väliset suuret erot talouden rakenteissa. Kiinan talous on vielä monilta osin haavoittuvainen, ja huolimatta rannikkoseudun nopeasta vaurastumisesta keskimääräinen tulotaso on edelleen matala. Paljolti heikkokuntoisen rahoitussektorin vuoksi Kiina rajoittaa pääomanliikkeitään edelleen suurelta osin. Kiinan valuuttakurssipolitiikassaan tekemät muutokset täytyykin nähdä osana koko rahoitussektorin uudistamista ja valuuttamarkkinoiden sekä pääomanliikkeiden vapauttamista.

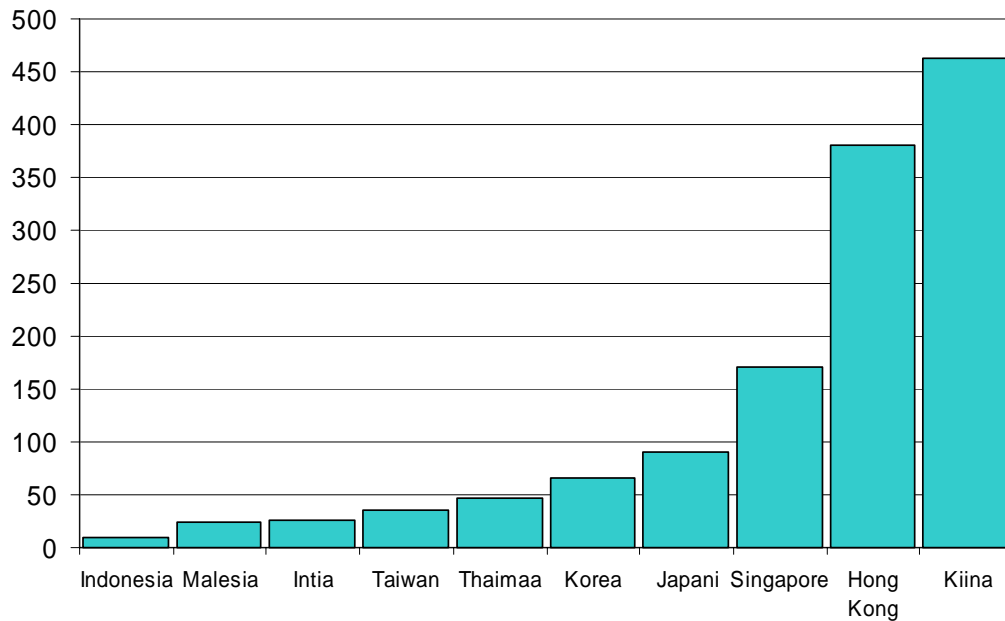
Tähän asti Kiina on edennyt uudistuksissaan rahoitus- ja valuuttamarkkinoilla varovaisesti. Toteutetut samanaikaiset, asteittaiset liberalisoinnit ja uudistukset markkinoiden eri lohkoilla vaikuttavat tarkoituksenmukaisilta. Varovainen eteneminen on Kiinan kaltaisen maan tapauksessa perusteltua, mutta toisaalta on ilmeistä, että muutoksen vauhti pyrkii kiihtymään sitä nopeammaksi, mitä enemmän portteja on avattu. Näin kävi aiemmin Suomessakin, kun rahoitus- ja valuuttamarkkinoita avattiin. Kun Kiinan yritykset alkavat hallita valuuttakurssiriskit ja saavat siihen pelivaraa, ne myös alkavat pelata niillä.

Voisi olettaa, että säännöstelyä tullaan toistaiseksi pitämään yllä, mutta ehkä jo vuosikymmenen vaihteessa valuuttatoimien säännöstely on viisivuotissuunnitelman mukaisesti keskeisiltä osin lopetettu ja valuutta kelluu. Paljon riippuu kuitenkin maan poliittisesta tilanteesta. Mahdollisesti Kiinan viranomaiset joutuvat vielä ottamaan liberalisoinnissa joi-takin taka-askeleita.

Yhä kasvavan kokonsa vuoksi Kiinan uudistukset tulevat vaikuttamaan monin tavoin myös kansainväliseen talouteen. Vaikka Kiinan valuutan varovaisen vahvistumisen vaikutukset maan ulkomaankauppaan ja kahdenvälisiin kaupan epätasapainoihin jäänevät suhteellisen pieniksi, suuri kysymys on, tulevatko valuutan vahvistuminen, rahoitussektorin uudistaminen tai pääomanliikkeiden vapauttaminen aiheuttamaan muutoksia Kiinan nykyisin erittäin korkeaan säästämisasteeseen. Ainakin on todennäköistä, että pääomanliikkeiden vapauttaminen lisää merkittävästi kiinalaisten sijoitusten virtaa ulkomaille, jolloin vaihtotaseen ylijäämä saattaa kasvaa suureksi. On myös mahdollista, että Kiinasta tulee myös vapaiden valuuttamarkkinoiden oloissa Japanin tapaan pysyvien suurten vaihtotaseen ylijäämien maa. Tämä merkitsisi maailmantaloudelle uudenlaisia haasteita.

## Liite: Ulkomaiset velat ja saamiset aasian maissa

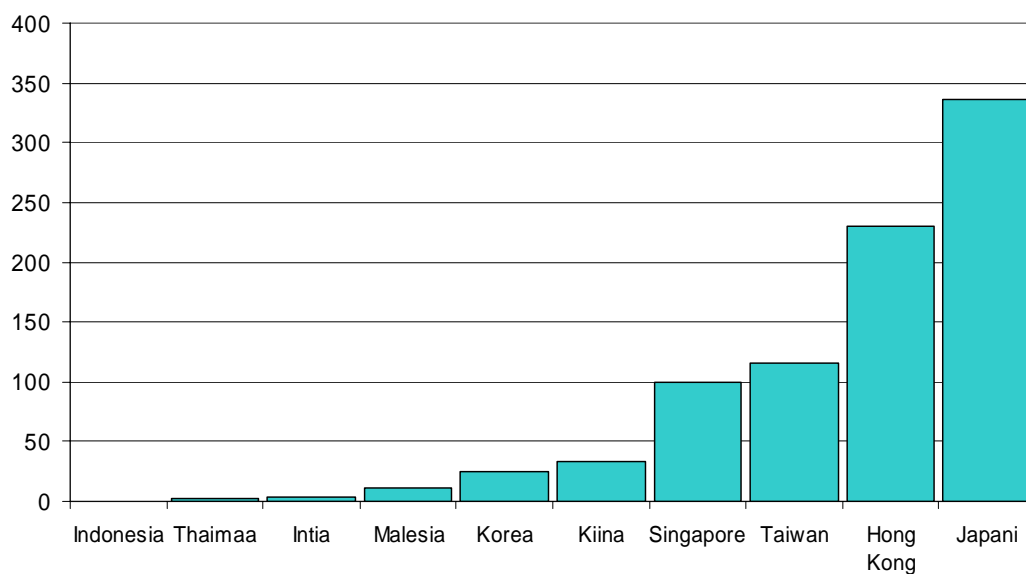
Liitekuva 1. Suorat sijoitukset ulkomailta, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003

Lähde: IMF, International Financial Statistics

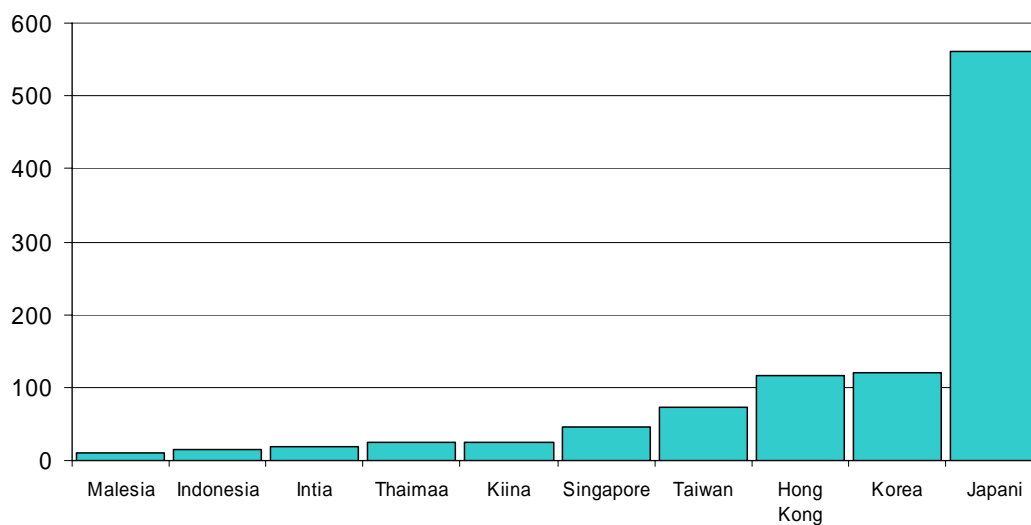
Liitekuva 2. Suorat sijoitukset ulkomaille, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003

Lähde: IMF, International Financial Statistics.

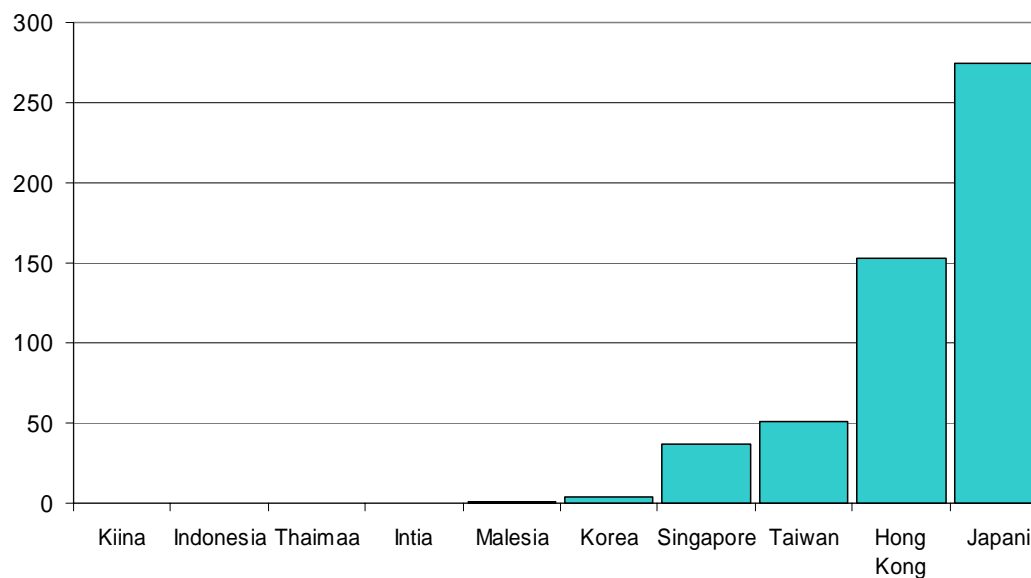
Liitekuva 3. Osakesijoitukset ulkomailta, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003

Lähde: IMF, International Financial Statistics

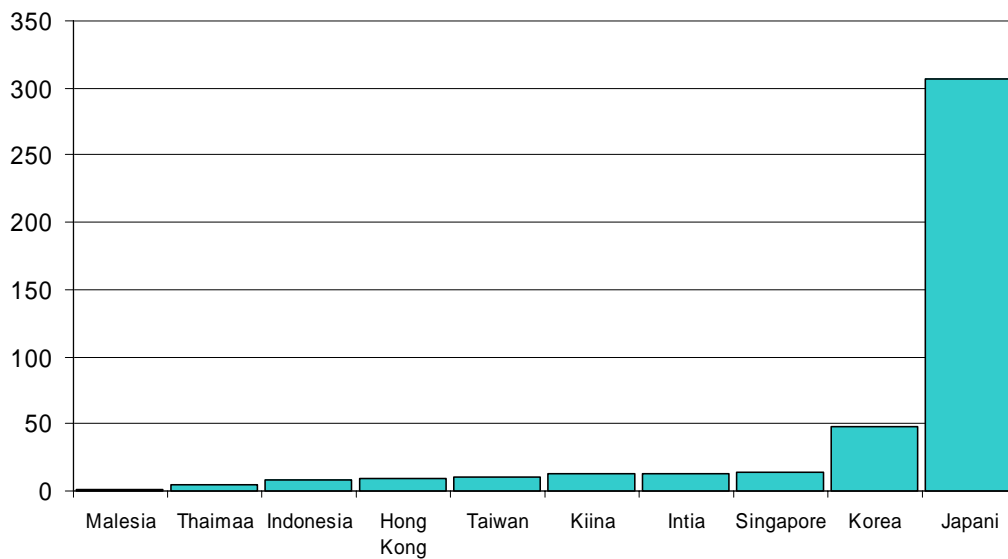
Liitekuva 4. Osakesijoitukset ulkomaille, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003

Lähde: IMF, International Financial Statistics

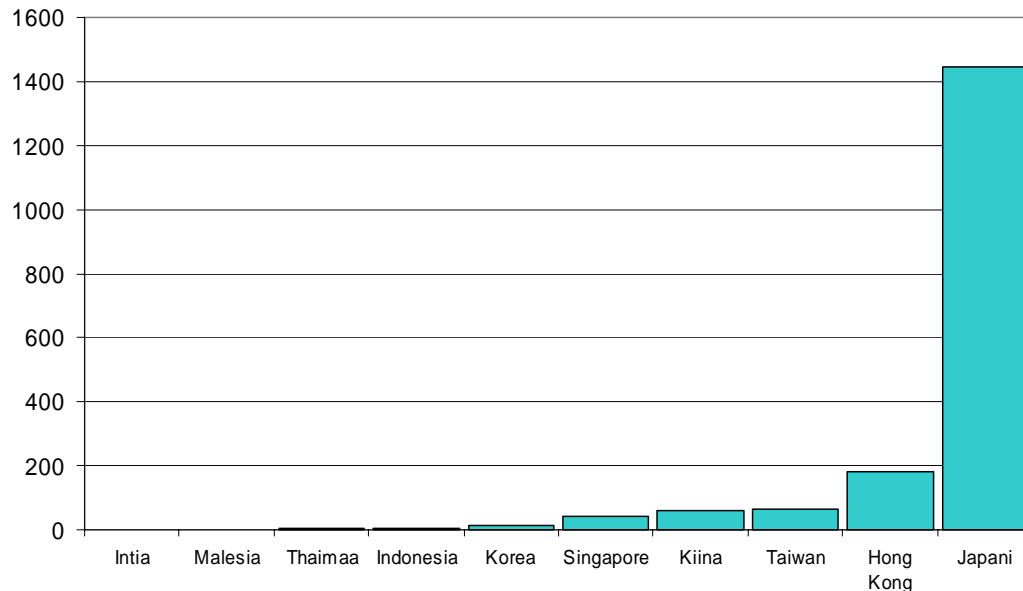
Liitekuva 5. Korkearvopaperisijoitukset ulkomailta, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003

Lähde: IMF, International Financial Statistics

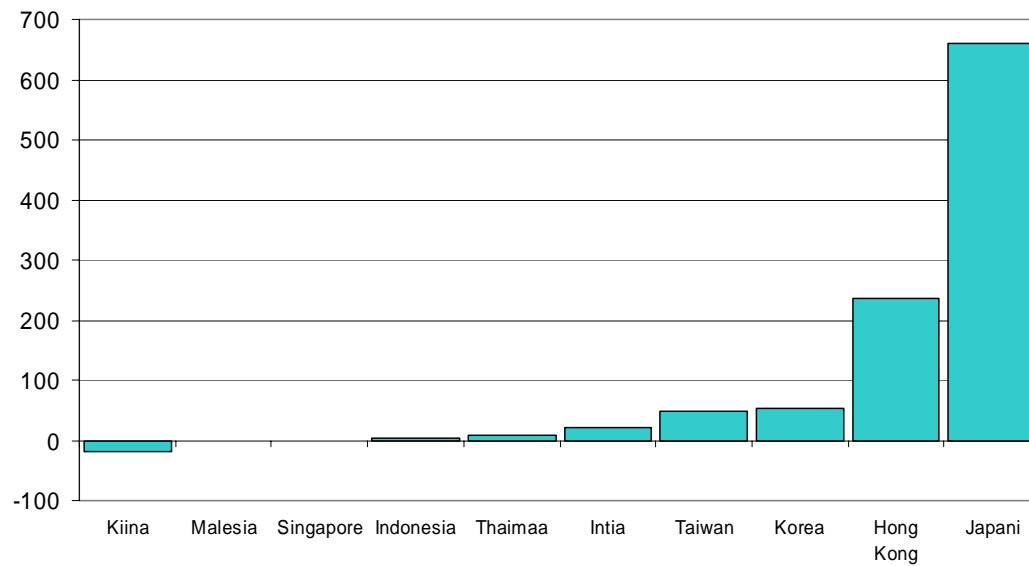
Liitekuva 6. Korkearvopaperisijoitukset ulkomaille, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003

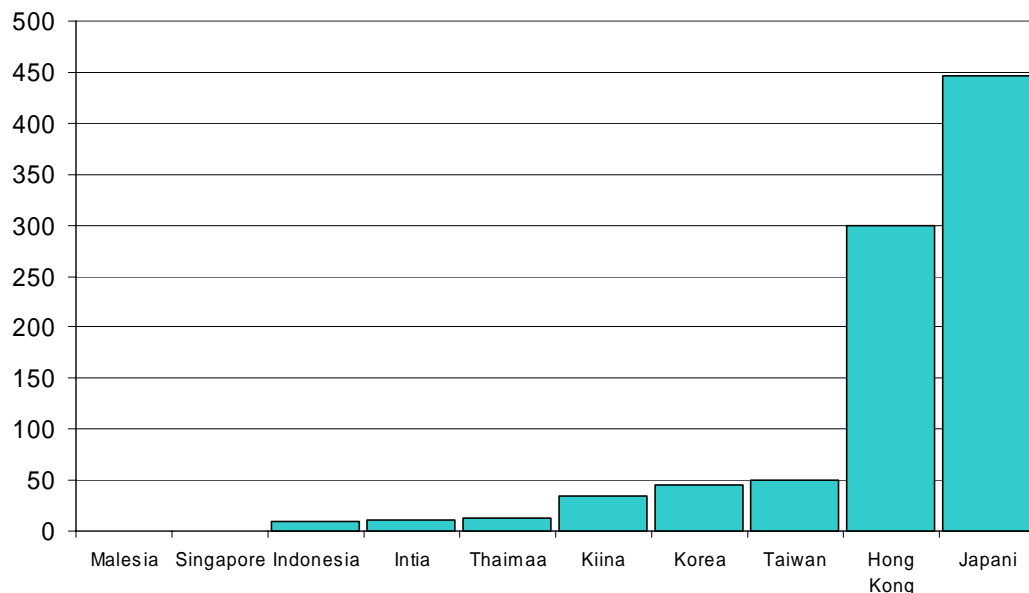
Lähde: IMF, International Financial Statistics

Liitekuva 7. Pankkien velat ulkomaille, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003  
Lähde: IMF, International Financial Statistics

Liitekuva 8. Pankkien saamiset ulkomailta, varanto 2003, mrd. USD



Intia ja Malesia v. 2002 luvut. Kiinan virtaluvut, summa 1990-2003  
Lähde: IMF, International Financial Statistics

- 2003
- No 1 Marco Fantini: An evaluation of draft legislation on Russian deposit insurance
  - No 2 Jian-Guang Shen: China's Economic Development in 2002
  - No 3 Komulainen, Korhonen I, Korhonen V, Rautava, Sutela: Russia: Growth prospects and policy debates
  - No 4 Tuomas Komulainen: Polish Economic Review 1/2003
  - No 5 Abdur Chowdhury: Banking reform in Russia: Winds of change?
  - No 6 Laura Solanko: Why favor large incumbents? A note on lobbying in transition
  - No 7 Tuuli Koivu: Suotuisa kehitys jatkui Baltian maissa vuonna 2002
  - No 8 BOFIT: Näkökulmia Venäjän talouteen - BOFIT-seminaari 22.5.2003
  - No 9 Merja Tekoniemi: Venäjän maatalous 2000-luvulla - Venäjästäkö viljanviejä?
  - No 10 Abdur Chowdhury: WTO accession: What's in it for Russia?
  - No 11 Tuomas Komulainen: Polish Economic Review 2/2003
- 2004
- No 1 Elena Smirnova: Impact of Cross-listing on Local Stock Returns: Case of Russian ADRs
  - No 2 Seija Lainela - Pekka Sutela: European Union, Russia, and TACIS
  - No 3 Seija Lainela: Investoinnit kasvussa Venäjällä
  - No 4 BOFIT: Venäjän talous Putinin aikana
  - No 5 Merja Tekoniemi: Venäjän Kaukoidän taloudellinen integraatio
  - No 6 Tuuli Koivu: The sustainability of Chinese growth
  - No 7 Tapio Korhonen: Venäjän rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät
  - No 8 Tapio Korhonen ja Simon-Erik Ollus: Mikä pääomapako Venäjältä?
  - No 9 Simon-Erik Ollus: How much oil can Russia produce? – A study in the Russian oil sector
  - No 10 Tapio Korhonen: Kiinan rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät
  - No 11 Simon-Erik Ollus: Miksi kesällä 2004 oli luottamusputaus? – Katsaus Venäjän pankkisektorin rakenteeseen ja nykytilaan
- 2005
- No 1 Tuuli Koivu: The challenge of choosing an optimal exchange rate regime for China
  - No 2 Jouko Rautava: Is India emerging as a global economic powerhouse equal to China?
  - No 3 Pekka Sutela: EU, Russia, and Common Economic Space
  - No 4 Barbara Bils: What determines regional inequality in China? –A survey of the literature and official data
  - No 5 Laura Solanko and Merja Tekoniemi: To recentralise or decentralise – some recent trends in Russian fiscal federalism
  - No 6 Pekka Sutela: Did Putin's reforms catapult Russia into durable growth?
  - No 7 Pekka Sutela: Finnish trade with the USSR: Why was it different?
  - No 8 Anna Mahlamäki, Laura Solanko, Merja Tekoniemi ja Simon-Erik Ollus: Venäjän keskeiset tuotannonalat 2000-luvulla – sektorikatsaus
  - No 9 Katrin Robeck: Russia's Gas Business – Facts, Challenges and the Road to Reform
  - No 10 Simon-Erik Ollus – Heli Pyykkö: Suomen ja Venäjän taloussuhteiden viimeaikainen kehitys
  - No 11 Tiina Saajasto: Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen Internet-sivujen käyttäjäkysely 2005
  - No 12 Anna Mahlamäki: Katsaus Venäjän pankkisektoriin
  - No 13 Tiina Saajasto: BOFIT web site user survey 2005
- 2006
- No 1 Tuuli Koivu ja Tapio Korhonen: Kiinan valuuttapolitiikka ja maailman rahoitusepätaapainot