

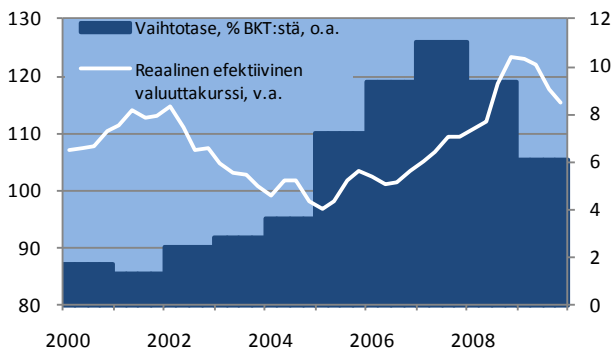
Ilkka Korhonen

## Onko Kiinan valuutta yliarvostettu?

Jo usean vuoden ajan Kiinaa on syytetty valuuttansa juanin ulkoisen arvon manipuloinnista. Sekä joidenkin analyytikoiden että monien poliitikkojen mukaan Kiina on saavuttanut merkittävän kilpailuedun maailmankaupassa heikon valuuttansa ansiosta. Monesti Kiinan suuri vaihtotaseen ylijäämä on esitetty itsestään selvänä todisteena valuuttakurssin merkittävästä aliarvostuksesta.

Kiinan vaihtotaseen ylijäämä oli vuosina 2006-2008 keskimäärin 10 % bruttokansantuotteesta, mutta viime vuonna se supistui 6,1 prosenttiin. Kiinan vaihtotaseen ylijäämä ja etenkin Yhdysvaltojen vastaava alijäämä ovat kiihdyttäneet keskustelua Kiinan valuutan arvostustasosta. Vuoden 2005 heinäkuusta vuoden 2008 elokuuhun juan vahvistui tasaisesti dollaria vastaan, mutta tämän jälkeen Kiina on pitänyt valuuttansa ulkoisen arvon vakaana.

**Kuvio 1** Kiinan reaalinen efektiivinen valuuttakurssi (ylöspäin liike merkitsee valuutan vahvistumista) sekä vaihtotaseen ylijäämä, % BKT:sta



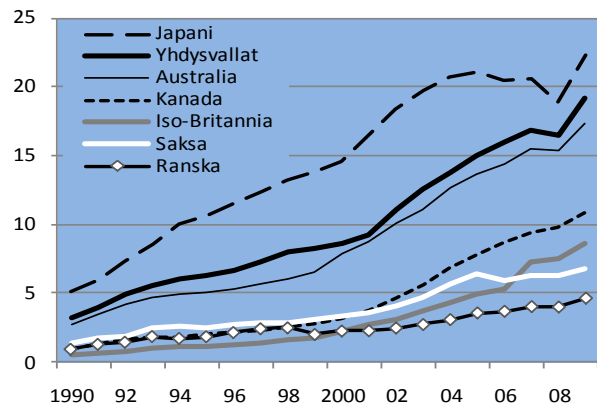
Lähde: IMF

Yhdysvaltain hallitus on lykännyt Kiinan valuuttakurssipolitiikkaa koskevan raportin julkaisemista ([BOFIT Viikkokatsaus 13/2010](#)). Jos raportissa syytettäisiin Kiinaa valuuttansa ulkoisen arvon manipuloinnista, erilaisten kauppapoliittisten vastatoimenpiteiden todennäköisyys nousisi selvästi.

Kuviosta 1 nähdään, että Kiinan reaalinen valuuttakurssi on tällä hetkellä samalla tasolla kuin vuoden 2002 alussa. Taloushistorian kokemusten mukaan nopean talouskasvun periodeihin liittyi useimmiten maan valuutan reaalin vahvistuminen, eli tässä mielessä Kiinan tapaus on tietenkin hieman erikoinen. On toisaalta huomattava, että vuodesta 2005 vuoteen 2008 juan vahvistui reaalisesti sen keskeisten

kauppakumppaneiden valuuttoja vastaan yli 20 prosenttia. Vuoden 2009 aikana juanin reaalin arvo on taas heikentynyt Yhdysvaltain dollarin mukana.

**Kuvio 2** Kiinan osuus eräiden maiden tuonnista 1990-2009



Lähde: IMF

Osaksi suurta huolta Kiinan valuutan arvosta saattaa selittää Kiinan kahden vuosikymmenen aikana tapahtunut nousu maailmanluokan talousmahdiksi. Kuviossa 2 esitetään Kiinan osuus eräiden maiden tuonnista. Tyynen valtameren alueella Kiina on suurin kauppakumppani jo monille maille, ja myös Euroopassa sen merkitys on kasvanut. Kriisivuonna 2009 Kiinan osuus nousi ennätyskorkealle mm. Japanissa ja Yhdysvalloissa, mikä saattaa osaltaan selittää viime aikojen keskustelua juanin ulkoisesta arvosta.

Valuuttakurssin roolia korostavalle näkemykselle vaihtoehtoinen selitys Kiinan vaihtotaseen ylijäämälle on se, että Kiinassa säästämisaste ylittää selvästi investointiasteen, jolloin vaihtotaseen ylijäämä on täysin luonnollinen seuraus. Itse asiassa Kiinan vaihtotaseen ylijäämä kasvoi merkittävästi vasta vuonna 2005, sillä vuosina 2001-2004 keskimääräinen vaihtotaseen ylijäämä oli 2,5 % bruttokansantuotteesta. Kiinan vaihtotaseen ylijäämän voimakas kasvu osui siis samoihin vuosiin, jolloin sen reaalin valuuttakurssi vahvistui varsin nopeasti. Tällä perusteella on vaikeampi väittää, että Kiinan suuri ulkomaankaupan ylijäämä olisi syntynyt valuuttakurssimanipulaation tuloksena.

Kiinan vaihtotaseen ylijäämän vastinparina on Yhdysvaltain suuri vaihtotaseen alijäämä, johon on liittynyt yhdysvaltalaisten kotitalouksien erittäin alhainen säästämisaste. Vuosina 2005-2007 säästä-

misaste vaihteli yhden ja kahden prosentin välillä, kun taas kiinalaisten kotitalouksien säästämisaste oli yli 20 %. Lisäksi kiinalaisten yritysten erittäin korkea säästämisaste nosti koko kansantalouden säästämistä.

### Tasapainovaluuttakurssia voi tutkia monin tavoin

Kiinan valuutan tasapainokurssi on tietenkin ollut suuren kiinnostuksen kohteena myös tutkijoiden keskuudessa. Juanin tasapainokurssia on pyritty arvioimaan useilla eri menetelmillä. Usein tutkijoilla on jonkinlainen makromalli Kiinan taloudesta, jonka avulla pyritään selvittämään mikä valuuttakurssi takaisi maan ulkoisen tasapainon.<sup>1</sup> Tasapainovaluuttakurssin estimointia hankaloittaa se, että Kiinan tapaiseen maahan voidaan olettaa tulevan pääomaa ulkomailta vielä pitkään. Kiinalla voisi olla siis jopa vaihtotaseen alijäämä, mutta maan maksutase olisi ylijäämäinen, eli maahan virtaisi pääomaa. Erilaiset oletukset odotettavissa olevista pääomavirroista antavat hyvin erilaisia tuloksia tasapainovaluuttakurssille.

Toinen yleinen tapa yrittää selvittää maan tasapainovaluuttakurssi on käyttää suhteellisen yksinkertaisia ekonometrisia menetelmiä, jolloin estimointeihin otetaan mukaan suuri joukko muuttujia, joiden voidaan katsoa vaikuttavan valuuttakurssiin.<sup>2</sup> Tyypillisesti tällaiset estimoinnit tehdään laajoilla paneelidataseilla, joissa voi olla edustettuna lähes kaikki maailman maat usean vuosikymmenen ajalta.

### Ekonomistit erimielisiä juanin tasapainoarvosta

Korhonen ja Ritola (2009, [BOFIT Discussion Paper 13/09](#)) käsittelevät ns. meta-analyysin avulla juanin aliarvostuksesta viime vuosina tehtyjä 30 tutkimusta, joissa on lähes 100 arviota valuutan tasapainoarvosta. Taulukko 1 perustuu tähän meta-analyysiin, mutta sitä on päivitetty sisällyttämään viime kuukausina julkaistut tutkimukset. Vuosina 2004-2009 julkaistujen tutkimusten arvio juanin aliarvostuksesta oli keskimäärin noin 20 %. Näiden arvioiden vaihteluväli on kuitenkin suuri, vaikka ylivoimainen enemmistö tutkimuksista päätyikin siihen, että Kiinan juan on aliarvostettu.

On kuitenkin huomattava, että raportoituun aliarvostukseen vaikuttaa moni sellainen tekijä, joka liittyy esimerkiksi käytettyihin muuttujiin ja tutkimusmenetelmiin. Lisäksi tutkijoiden työnantajalla näyttää

olevan merkitystä. Aikasarjamenetelmien käyttö johtaa siihen, että aliarvostuksien raportoidaan olevan pienempiä. Vertaisarvioituissa tieteellisissä aikakauslehdissä julkaistaan tutkimuksia, joiden mukaan aliarvostukset ovat suurempia. Toisaalta investointipankeissa tehdyissä tutkimuksissa juanin aliarvostusta pidetään pienempänä. Kiinalaisissa tutkimuslaitoksissa julkaistaan tuloksia, jotka raportoivat keskimäärin muualla tehtyjä selvityksiä pienemmän aliarvostuksen valuutan tasapainotasoon verrattuna, mutta tätä selittää osaltaan se, että kiinalaiset tutkijat käyttävät paljon aikasarjamenetelmiä.

**Taulukko 1 Juanin aliarvostus 30 erillisen tutkimuksen mukaan**

Julkaisuvuosi	1998-2009	2004-2009
Havaintojen määrä	99	72
Keskiarvo, %	22	23
Mediaani, %	16	18
Maksimi, %	76	76
Minimi, %	-10	-10

Valuutan arvioitu aliarvostus riippuu tietenkin myös käytetystä tilastoaineistosta. Chinn et al. (2009, [NBER Working Paper 14673](#)) näyttävät, että estimoitu tasapainovaluuttakurssi riippuu hyvin paljon siitä, käytetäänkö Kiinan bruttokansantuotteesta uusimpia tilastotietoja vai ei. Kiina revisioi bruttokansantuotetilastojaan merkittävästi aivan vuoden 2005 lopussa ja uudelleen 2008. Selvästi korkeampi bruttokansantuotteen taso muutti arvioita tasapainovaluuttakurssista. Chinn et al. (2009) väittävät, että uudella tilastoaineistolla juan oli noin 10 prosenttia aliarvostettu, kun aiemmin aliarvostus näytti olevan jopa 50 %.

### Lopuksi

Edellä esitetyn perusteella on selvää, että yksittäisten tutkimusten tuloksiin Kiinan valuutan aliarvostuksesta kannattaa suhtautua varovaisesti. Kiinan valuuttakurssi on todennäköisesti ollut jonkin verran aliarvostettu viime vuosina, mutta vahvempi juan olisi vaihtanut vain vähän Kiinan suureen vaihtotaseen ylijäämään. Vuonna 2009 vaihtotaseen ylijäämä pieneni selvästi maailmanlaajuisen taloustaantumisen seurauksena, vaikka Kiinan valuuttakurssi heikentyikin tärkeimpiä kauppakumppaneita vastaan.

*Iikka Korhonen on BOFITin päällikkö*

<sup>1</sup> Tätä kutsutaan FEER-menetelmäksi, Fundamental Equilibrium Exchange Rate.

<sup>2</sup> Tätä kutsutaan BEER-menetelmäksi, Behavioral Equilibrium Exchange Rate.