



Centre for Economic and Regional Studies of the Hungarian
Academy of Sciences – Institute of World Economics
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Világgazdasági Intézet

Műhelytanulmányok 117.

2016. szeptember

Gerőcs Tamás

A KÍNAI RENMINBI - JÜAN - NEMZETKÖZIVÉ
VÁLÁSÁNAK ÚTJAI

MTA

Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont

Világgazdasági Intézet

Műhelytanulmányok 117. (2016) 1–40. 2016. szeptember

A kínai renminbi - jüan - nemzetközivé válásának útjai

szerző:

Gerőcs Tamás

tudományos segédmunkatárs

Magyar Tudományos Akadémia

Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont

Világgazdasági Intézet

email: gerocs.tamas@krtk.mta.hu

Minden itt kifejtett vélemény és következtetés a szerző sajátja, amely nem minden esetben tükrözi a Világgazdasági Intézet, illetve a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont kutatóinak véleményét, vagy a Magyar Tudományos Akadémia álláspontját

ISBN 978-963-301-636-7

ISSN 1417-2720



A kínai renminbi (jüan) nemzetközivé válásának útjai

Gerőcs Tamás¹

Összefoglaló

A tanulmány célja, hogy a kínai renminbi (jüan) nemzetközi használatának elterjedése kapcsán megvizsgálja a nemzetközi pénzügyi rendszerben zajló változásokat. E változásokat két területen vizsgálom: egyfelől az Egyesült Államok világháborút követő pénzügyi hegemoniájának visszaszorulása kapcsán, amit a szakirodalom egy multipoláris pénzügyi rendszer kialakulásaként ír le. Másfelől a kis és nyitott gazdaságok (mint például a magyar) szemszögéből nézem meg, hogy egy új típusú fizetőeszköz elterjedése a nemzetközi pénzügyi forgalomban hogyan hat vissza a félperifériás országok külső finanszírozási lehetőségeire. A kínai renminbi (jüan) elterjedése kapcsán két lehetséges forgatókönyvet mutatok be, amit „német”, illetve „amerikai” modellnek nevezek. Az előbbiben egy merkantilista gazdaságpolitika alapját képező regionális „horgonydeviza” szerepét vizsgálom, míg az utóbbi esetében egy valóban globális pénzügyi hegemon lehetséges kialakulását elemzem. Egy ilyen hegemon fizetőeszközének elterjesztése már nem csak külkereskedelmi, hanem szélesebben vett geopolitikai érdekeket is szolgálhat. Az, hogy melyik modell irányába mozdul el a kínai gazdaságpolitika, esetleg az egyikből vezet-e át az út a másikba, a nemzetközi pénzügyi rendszer egészének fejlődése szempontjából a következő évek egyik legfontosabb kérdése.

JEL: G28, G15, H12, H63, N25

Tárgyszavak: renminbi (jüan), hegemonia, multipolaritás, nemzetközi pénzügyi rendszer, konvertibilitás

I. Bevezetés

A 2009-es világgazdasági válság katalizálta a nemzetközi pénzügyi rendszerben négy évtizede kibontakozó folyamatokat. Ennek hátterében az Egyesült Államok gazdasági dominanciájának fokozatos elhalványulása, valamint azzal összefüggésben a nemzetközi pénzügyi intézményeket érintő változások állnak. Ezek közül az egyik legfontosabb,

¹ tudományos segédmunkatárs, Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézet, Budaörsi út 45, H-1112 Budapest, Hungary Email: gerocs.tamas@krtk.mta.hu

hogy a világgazdaság működéséhez szükséges likviditást biztosító kulcsvaluta, a dollár világháború után kialakult domináns szerepe visszaszorulóban.

A dollár nemzetközi tartalékdevizaként szolgáló kvázi monopóliuma az Egyesült Államok gazdasági súlyvesztésével párhuzamosan halványul, és mint arra Campanella (2014) felhívja a figyelmet, a nemzetközi pénzügyi rendszerben egy multipolarizációs folyamat megy végbe. A multipolarizáció egy elnyújtott folyamat, ami során a dollár relatív súlyvesztésével párhuzamosan nő az igény az alternatív devizák regionális vagy globális elterjedésére a nemzetközi fizetési forgalomban és a pénzügyi elszámolásokban. A multipolarizációval párhuzamosan tehát egyfajta pénzügyi regionalizáció is megfigyelhető, ami mögött a világgazdaságban zajló regionalizálódás (regionális termelési hálózatok, kereskedelmi rendszerek formálódása) is meghúzódik (Gerőcs, 2016; Feenstra, 1998). Hogy milyen irányba fejlődik a nemzetközi pénzügyi rendszer, az nagyban függ tehát a világgazdaságban zajló változásoktól. A tanulmányban arra a kérdésre keresem a választ, hogy e világgazdasági folyamatok közepette a kínai fizetőeszköz, a renminbi (jüan)² nemzetközi használatának elterjedése, amit röviden a „renminbi nemzetköziesedésének” hívok, hogyan hat vissza a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésére, azon belül pedig az Egyesült Államok gazdasági hegemoniájára.³ Ezen összefüggést és azon keresztül a renminbi használatának elterjedését erősíti, hogy a Kínai Népköztársaság számára egyre komolyabb kihívást jelent a dollár tartalékainak diverzifikálása, amire az amerikai jegybank dollárt gyengítő mennyiségi lazításai miatt kényszerül 2009 óta.⁴

A nemzetközivé válás kérdését a renminbi konvertibilitásának vizsgálatával kapcsolom össze. A renminbi konvertibilitása, vagyis a nemzetközi tranzakciókban való szabad hozzáférhetősége szintén 2009-től van folyamatban, de a nemzetközi fizetési mérleg részét képező tőkemérleg liberalizáció még ma sem teljes⁵. A konvertibilitás és a

² A kínai fizetőeszköz hivatalos elnevezése a renminbi, mértékegysége a jüan.

³ A Kínai Népköztársaság gazdasága az IMF által használt vásárlóerő paritáson számolt GDP alapján 2015-re utolérte az amerikai gazdaság méretét, 2009 óta pedig a világ legnagyobb exportőre (Medeiros da Silva, 2016:2).

⁴ A FED mennyiségi lazításainak (*quantitative easing*) 2009-es bevezetése óta diverzifikálja Kína devizatartalékait, hogy csökkentse az amerikai jegybank monetáris politikájának való kitettségét. A tartalékon belüli dollársúlyt 45 százalékról 2013-ra 35 százalék alá vágta, ami miatt a dollár árfolyamára fokozatos eladói nyomás nehezedik (Campanella, 2014:4).

⁵ Konvertibilitáson azt a jogot értjük, amely szerint egy ország valutájának birtokosa azt piaci árfolyamon más konvertibilis valutára bármikor szabadon átválthatja. A konvertibilitásnak azonban vannak fokozatai: teljes konvertibilitásról akkor beszélünk, ha az kiterjed a fizetési mérleg minden tételére, beleértve a folyó

nemzetköziesedés ugyanakkor egymást csak részben átfedő folyamatok. A szakirodalomban vita van arról, hogy egy csupán „részben konvertibilis” fizetőeszköz mennyiben vehet át globális pénzfunkciókat. Az eddigi történelmi tapasztalatok alapján ugyanis a nemzetközi használat a konvertibilitás⁶ szükséges, de nem elégséges feltétele (Ausch, 1969:162). Vita van továbbá a szakirodalomban arról is, hogy a multipolarizációval milyen új nemzetközi pénzügyi rendszer van kifejlődőben. Egyesek szerint egy sokkal versengőbb, globális pénzügyi intézményrendszer felé haladunk, amiben a létrejövő, kulcsszereppel bíró globális fizetőeszközök visszaszoríthatják a dollárt a nemzetközi tranzakciókban betöltött domináns pozíciójából (Cohen, 2012; Eichengreen, 2011; Murphy, Jin Yuan, 2009). Mások szerint a multipolaritással egy stabilabb, kvázi egyensúlyi állapot jöhet létre, amiben a különböző fizetőeszközök regionális blokkokba tömörülve képesek komplementer módon, zavartalanul működni és fenntartani a nemzetközi gazdasági (termelési és kereskedelmi) szakosodás rendjét (Eichengreen, Kawai, 2014: 16-18; Subacchi, Driffil, 2010; Laurenceson, Ki Tang, 2005).

A renminbi esetében egyelőre annak lehetünk tanúi, hogy a regionális tranzakciókban mára az egyik legfontosabb elszámolási eszközzé vált, és ha ez a folyamat a teljes konvertibilitás felé mozdulna el, akkor a renminbiből a következő években egy nemzetközi kulcsvaluta, világpénz válhatna. Mindez a pénzügyi rendszer, sőt azon túl, talán a világgazdaság egészének működése szempontjából is befolyással bírhat.

Akárhogyan is, a kérdésfelvetés már csak azért sem érdektelen, mert a kínai kereskedelmi hálózatoktól viszonylag távol, a kelet-közép-európai régióban is egyre több kormány tervezi pénzügyi elszámolásainak egy részét (például megújuló adósságát) renminbiben denominálni. A kérdés tehát abból a szempontból is érdekes, hogy a tőkeimportra szoruló kis és nyitott félperifériás gazdaságok - mint amilyen a magyar - finanszírozása szempontjából milyen új kihívásokat és lehetőségeket rejt egy új fizetőeszköz elterjedése a nemzetközi fizetési forgalomban.

fizetési és tőkeforgalmi tételeket is. Korlátozott a konvertabilitás, ha az a folyó fizetési mérlegben szereplő műveletekre korlátozódik. Megkülönböztethetünk továbbá külső és belső konvertibilitást, amennyiben a korlátozás csak a devizabelföldi vagy csak a devizakülföldi tulajdonosokra vonatkozik. Jegybanki konvertabilitásról akkor beszélünk, ha kizárólag a jegybankok közötti forgalomban érvényesül maradéktalanul a szabad átváltás (Ausch, 1969:144).

⁶ Ausch szerint az európai tőkés országoknak is jó néhány évre volt szükségük ahhoz, hogy fokozatos fejlődéssel a bilaterális kereskedelmi és fizetési rendszerről a konvertibilitás multilaterális rendszerére álljanak át. Szerinte mindebből az következik, hogy a fejlettségnek és a versenyképességnek megfelelő színvonala szükséges a belső és a teljes konvertabilitáshoz (i.m. 161. o).

A kínai jegybank (*People's Bank of China*, PBOC) nem véletlenül 2009-ben, a pénzügyi válság kirobbanásának évében hirdette meg a renminbi (jüan) „nemzetköziesedésének” politikáját, aminek keretében felgyorsította a tőkemérleg liberalizációját (Cohen, 2012). A fizetőeszköz konvertibilitásának irányába tett intézkedések is ekkortól kezdődnek. Mint látni fogjuk, a konvertibilitás folyamatát irányító PBOC szerepe nagyban meghatározza a nemzetközivé válás intézményi feltételeit, ami miatt a folyamat eltér a többi deviza nemzetközivé válásának eddigi történelmi tapasztalataitól.

A brit font vagy az amerikai dollár nemzetközi használatát például nem csak a jegybankok felügyelete mellett szervezték meg, hanem a piacnak is nagyobb szerep jutott (Maziad, Shik Kang, 2012:5; Eichengreen, 2008, 2011). Ebből következik egy másik fontos eltérés. Míg a brit font vagy az amerikai dollár hegemoniájára épülő nemzetközi pénzügyi rendszerben a devizák értékét a bevezetés időszakában a nemesfém fedezet határozta meg, mint például a XIX. század végi aranystandard, vagy az 1945 és 1971 között fennálló aranydeviza-rendszerek esetében (Eichengreen, 2013:152-154.), addig a renminbi (jüan) értéke mögött nincs garantált nemesfém tartalom. Bár a jüan-árfolyamot még ma is egy meghatározott sávon belül a dollárhoz igazítják, a liberalizációs folyamattal párhuzamosan az árfolyamsáv határait a jegybank folyamatosan kiszélesíti, és engedi a devizát a sávon belül szabadon lebegni. Azt mondhatjuk, hogy egy fokozatos és menedzselt átállás történik a lebegő árfolyamrendszerre (Erhart, 2015), de ennek jelentőségét csak a tanulmány végén mutatom be.

A kínai jegybank nemzetköziesítést célzó politikáját három részterületre bonthatjuk, és a tanulmányban e hármas felosztás mentén vizsgálom meg a renminbi nemzetközivé válásának folyamatát. Először is a fizetőeszköz elszámolási funkcióját elemzem a nemzetközi kereskedelmen belül, majd a jegybanki devizaszámlák esetében a tartalékolási funkciót, végezetül a nemzetközi pénzügyi tranzakciókban (mint működőtőke, illetve portfólió befektetések, és nemzetközi transzferek, például segélyek kapcsán), mint elszámolási egységet elemzem. Ez utóbbi érinti a tőkemérleg műveleteket, ezáltal pedig a konvertibilitás kérdését, míg az első két funkció a folyó fizetési mérleghez kapcsolódó műveleteken keresztül inkább a nemzetközi fizetési forgalomban történő használathoz kapcsolódik.

Mielőtt részletesebben megvizsgálom a konvertibilitás és nemzetközivé válás fejlődését, előtte röviden kitérek az elmúlt években a nemzetközi multilaterális pénzügyi intézményrendszerben, azon belül is a Nemzetközi Valutaalapnál (IMF) végbement változásokra. Amit ezzel kapcsolatban érdemes figyelembe venni, hogy egy fizetőeszköz nemzetközi elterjedésének útja történhet a fennálló multilaterális intézmények részvételével. Ugyanakkor a kibocsátó állam dönthet úgy is, hogy inkább új intézmények kiépülését támogatja multi- és/vagy bilaterális alapon devizájának nemzetközi elterjesztésére. Mint ismeretes, az IMF-ben a döntéshozatali súlyokat kvóták szerint, a tagdíj befizetések alapján osztják szét a részvényes tagállamok között. A legnagyobb szavazati súllyal, valamivel kevesebb, mint 17 százalékkal továbbra is az Egyesült Államok rendelkezik. Kína szavazati súlya 4,87 százalék⁷. Ha az Egyesült Államokat és a legfontosabb gazdasági szövetségeseit, mint az EU tagországokat és Japánt együtt számoljuk, akkor az IMF-en belül továbbra is a nyugati államok, illetve Japán rendelkezik a döntésekhez szükséges szavazati többséggel, ráadásul az amerikai szavazati arány elégséges ahhoz, hogy bármilyen kérdést egyedül megvétózzon. Összességében azt mondhatjuk, hogy bár Kína és más feltörekvő országok súlya az utóbbi években megnőtt az IMF döntéshozatali eljárásában, a szervezet a fejlett nyugati országok érdekeit még mindig nagyobb súllyal képviseli (Matura, 2015). Mindebből következik, hogy bár Kína számára érdemes az IMF és a Világbank által felkínált csatornákat saját fizetőeszközének elterjesztésére kihasználni, ugyanakkor számos intézményi korlátba is ütközik, amikor a finanszírozási projektekről, azok gazdaságpolitikai feltételeiről az IMF részvételével kell dönteni. Kína ezért részben kihasználja az IMF nyújtotta infrastruktúrát saját pozíciójának megerősítésére, másfelől viszont, mint a negyedik részben látni fogjuk, saját intézményeken keresztül igyekszik összekapcsolni a nemzetközi finanszírozást a geopolitikai érdekeivel.

Ami az IMF forrás kihelyezési mechanizmusát illeti, abban markánsabb változások történtek az elmúlt egy évben. A szervezet 2016. októberi hatállyal újrásúlyozta a nemzetközi elszámolási egységként használt SDR-kosár devizaarányát, amibe először került be a renminbi (jüan) is. Ezzel az IMF álláspontja szerint a renminbi teljesíti a legfontosabb, exportra és szabad felhasználásra vonatkozó kritériumokat (Ladányi et al.,

⁷http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/04/08/uj_fejezet_a_globalis_hatalmi_jatszmban_-_magyar_reszvetellel#.VSUyDpMhrIV?utm_source=mandiner&utm_medium=link&utm_campaign=mandiner_201603

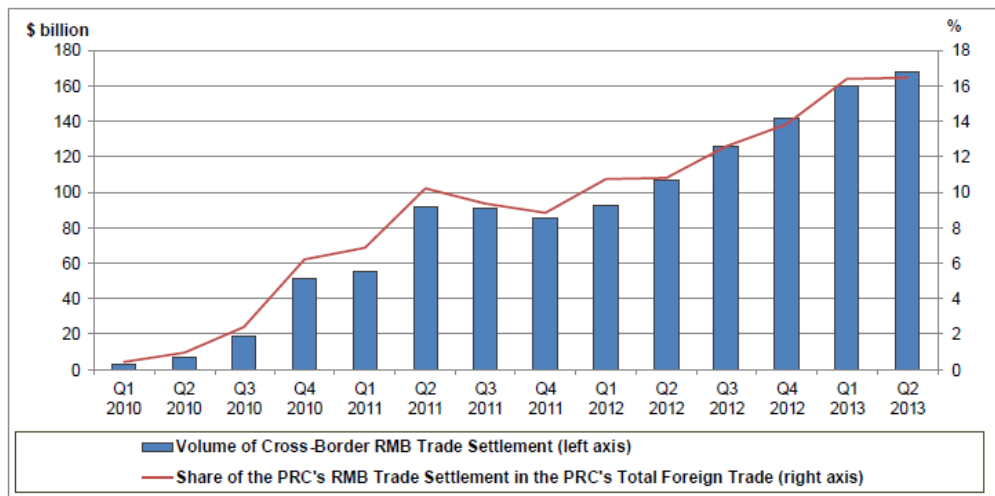
2016). A 2020-ig tartó finanszírozási periódusra a maga 10,9 százalékos súlyával ráadásul a dollár (41,7 százalék) és az euró (30,9 százalék) után a harmadik legfontosabb devizatag az SDR-kosárban. A nemzetközivé válás kapcsán az SDR kosárba való bekerülés mérföldkőnek tekinthető, hiszen az új kosár hatályossá válásával a renminbi *de jure* is devizatartaléknak fog minősülni. Érdekes, hogy amíg a renminbit (jüant) a dollárhoz köti a jegybank, addig az SDR-kosárban történő megjelenésével valójában a dollár befolyása növekszik.

II. A jüan nemzetközi használata

II/a. Jüan a nemzetközi kereskedelemben

A renminbi (jüan) elszámolások részesedése a kínai külkereskedelemben 2010 óta dinamikusan növekszik. Míg a jüanban denominált tranzakciók részesedése 2010 első negyedévében alig érte el a teljes kínai külkereskedelmi forgalom 0,5 százalékát, addig 2014-re ez az arány ca. 20 százalékra emelkedett (Zhang, Tao, 2014). Mivel Kína súlya a globális exportban folyamatosan emelkedik, ezért mindennek számosak a hatásai a nemzetközi elszámolásokra is. Bár egyelőre regionális relációban állítanak ki nagy számban jüan számlákat, 2012 után Kína súlya 10 százalék fölé emelkedett a globális exporton belül és a SWIFT adatbázis kimutatása szerint 2015 februárjára a renminbi (jüan) a világon a második leggyakrabban használt devizává vált a nemzetközi áruforgalmi elszámolásokban (amelyek a szolgáltatásokat is tartalmazzák, viszont tőkepiaci devizaügyleteket nem). Ha a devizapiaci ügyleteket nézzük, akkor a kilencedik leggyakrabban kereskedett fizetőeszközzel van szó (Campanella, 2014:3, BIS, 2013). A jüanszámlák elterjedésének dinamikájából az látszik, hogy a 2009-es válság jelentett fordulópontot. Ennek oka, hogy a globális likviditási válságban Kína külkereskedelmi partnerei nem jutottak hozzá megfelelő mennyiségű dollárhoz (Eichengreen, Kawai, 2014:18). A válság által leginkább sújtott hónapokban a bankok ugyanis leállították a kifizetéseket, így nem lehetett megfelelő mennyiségű hitelhez jutni a kereskedelmi tranzakciók lebonyolításához. Mindez súlyosan érintette a kínai exportot, hiszen az ország hagyományos felleveőpiacai lényegében forrásszűkébe kerültek, nem tudtak nemzetközi számlákat dollárban kiállítani. Az exportpiacok beszűkülése miatt a globális válság erősen érezte hatását a merkantilista növekedési modellt követő Kínában.

Figure 1: Renminbi Trade Settlement



PRC = People's Republic of China, RMB = renminbi.

Sources: CEIC, PRC Premium Database; International Monetary Fund, *Direction of Trade Statistics*.

Forrás: Eichengreen és Kawai (2014)

Mindezeken kívül a kínai kormány és jegybank válságkezelésének egyik első intézkedése volt, hogy likviditást igyekeztek biztosítani a fontosabb kereskedelmi partnereiknek. Kína ugyanakkor nem akarta saját devizatartalékait korlátlanul a partnerek rendelkezésére bocsátani, ezért inkább a renminbi (jüan) kifizetések és a nemzetközi számlakiállítás terén vezetett be könnyítéseket. 2009-ben öt kijelölt tartományi központ⁸ vállalata kapott különleges engedélyt arra, hogy az ASEAN irányú kereskedelemben jüanban állíthassanak ki és fogad hassanak el kereskedelmi számlákat. 2010-ben a szabályozást Kína 20 tartományára terjesztették ki, és mára Kína bármely területén működő vállalat nemzetközi kereskedelmi ügyleteihez használhatja saját fizetőeszközét (Medeiros da Silva, 2016:4). A regionális kereskedelmi integráció szorosabbra fűzése érdekében 2010-ben Kína és az ASEAN tagállamai szabadkereskedelmi megállapodást kötöttek (Campanella, 2014:10).

A kínai jegybank szerepe ekkortól nő meg igazán a regionális elszámolásokban. Bár még az ACFTA (a Kína és ASEAN országok közötti szabad kereskedelmi övezet) partnerországainak többsége - ahogy maga Kína is - a dollár árfolyamához köti saját devizáját, a legtöbb helyen már tervbe van véve, hogy amikor Kína átáll a szabadon lebegő árfolyamrendszerre, akkor a továbbiakban a jüanhoz fogják kötni devizájukat. A cél egy monetáris valutakígyó létrehozása a renminbi (jüan) körül, ami a regionális

⁸ Guangzhou, Sencsen, Sanghaj, Zhuhai és Dongguan.

kereskedelmi integrációt kapcsolná össze egy laza kötődésű monetáris együttműködéssel (Campanella, 2014:4-11; Eichengreen, Kawai, 2014:18). A jegybanki és kormányzati intézkedéseket sikeresnek tekinthetjük, hiszen az ACFTA-n belüli kereskedelem értéke látványosan megugrott. Míg az ASEAN országok és Kína között zajló áruforgalom értéke 2001-ben 55 milliárd dollárt tett ki, addigra az ACFTA együttműködés első évében, tehát 2011-ben ez az érték már 360, majd a rákövetkező évben 400 milliárd dollárra emelkedett (Campanella, 2014:10).

A kínai jegybank szerepe tehát fokozatosan növekszik a regionális tranzakciókhoz szükséges likviditás biztosításában. A regionális kereskedelmi integrációt ugyanakkor némi aszimmetria jellemzi. A kínai külkereskedelmen belül a jüan alapú elszámolás főleg az import oldalon jelentkezik, a jüanban kiállított számlák 80 százaléka ugyanis a behozatal során keletkezik, míg a kiviteli súly a számlázáson belül csupán 20 százalék. Ennek elsődleges oka, hogy a számlát kiállító vállalatok többsége kínai cég Hongkongban bejegyezve, amelyek csupán papíron exportálják áruikat dollárért Hongkong felé, majd renminbiért cserébe visszaimportálják azt Kínába (McCauley, 2011). A szerkezeti aszimmetriából többek között arra következtethetünk, hogy a vállalatoknak a renminbi iránt nagyobb a kereslete és a szabályozói nehézségek miatt szorulnak ilyen típusú könyvelési trükkökre, hogy hozzáférhessenek a szükséges mennyiségű renminbihez. Az aszimmetria ugyanakkor olyan árfolyamhatással jár, amivel a szabályozói célok nem feltétlenül vannak összhangban. A pótlólagos kereslet ugyanis a jüan erősödését vonja maga után, ezért a jegybank, hogy tompítsa az árfolyamhatást, kénytelen nyíltpiaci műveletek formájában saját devizáját átváltani dollárra. Ezzel viszont könnyen duzzasztja szükségtelenül magas szintre saját devizatartalékait.

II/b. Jüan a jegybanki tartalékok között

A kínai jegybank erőfeszítése, hogy a renminbi nemzetközi használatát kiterjessze, megjelenik a jegybankok közötti együttműködésekben is. A PBOC 2008 óta köt bilaterális fizetési megállapodásokat más államokkal, aminek keretében közvetlenül biztosít renminbi forrást a társ jegybankok számára (Campanella, 2014:7). A bilaterális fizetési megállapodások devizacsere (devizaswap) ügyletekre vonatkoznak, vagyis a megállapodásban résztvevő jegybank saját devizáját – a szerződésben meghatározott

keretig és időtávra – renminbire cserélheti⁹. Arról egyelőre nincsenek hivatalos statisztikák, hogy hány állam és mekkora mennyiségben hívott le pénzt a létrehozott keretből. Vagyis azt nem tudjuk, hogy a renminbi pontosan mekkora arányt képvisel a jegybanki devizatartalékok között. Ezt azért is nehéz megbecsülni, mert a renminbi egyelőre nem teljesen konvertibilis fizetőeszköz, ezért a jegybanki mérlegen belül általában nem közvetlenül mutatják ki, hanem a „nem konvertibilis” tételek között van feltüntetve¹⁰.

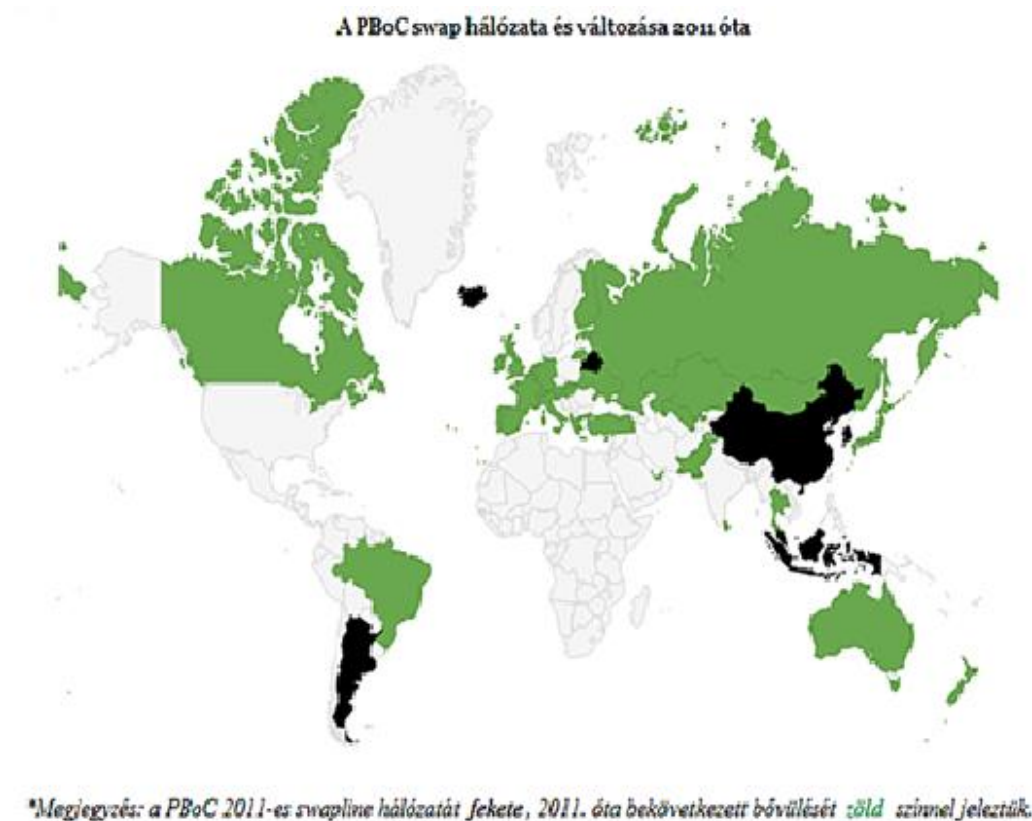
A bilaterális devizacsere-megállapodások viszont nyilvánosak, ennek köszönhetően, ha ezek pontos pénzügyi hatásait nem is, de a PBOC által kötött megállapodások tartalmát nyomon tudjuk követni. Az első BSA-t (*bilateral swap-agreement*, bilaterális devizacsere-megállapodást) Dél-Koreával kötötte a PBOC 2008-ban, aminek lejártá után 2010-ben kibővítették és meghosszabbították a devizacsere-program keretét és futamidejét. Azóta 34 megállapodás van érvényben, 2013 szeptembere óta az MNB-vel is kötött ilyen a kínai jegybank¹¹. A megállapodások földrajzi kiterjedtsége kevésbé koncentrálna a dél-kelet ázsiai régióra, sokkal inkább szolgálja a monetáris likviditás széleskörű elterjedésének érdekeit Latin-Amerikától Európán és Oroszországon át Ázsiáig. Az Egyesült Államokkal viszont nincs érvényben ilyen megállapodás, ami a nemzetközi pénzügyi rendszer multipolarizációjával van összefüggésben. Feltételezhető, és ez a későbbiekben kifejtésre kerül, hogy a BSA-megállapodásokat is olyan

⁹ A bilaterális fizetési megállapodásban résztvevő országoknak előnyös, hogy saját valutájuk ellenében tudnak külföldi árut vásárolni, ami a barter ügyletekhez képest jelent fontos alternatívát abban az esetben, ha a konvertibilis kulcsvalutából hiány van a pénzpiacokon. Ez volt a helyzet a 2009-es válság idején a dollár likviditás szűke miatt. A konvertibilis devizatartalékkal rendelkező partnernek, ilyen a kínai jegybank, azért érheti meg ilyen bilaterális megállapodást kötni, mert (1) kiterjesztheti saját valutájának nemzetközi használatát, (2) nem kell attól félnie, hogy visszaesik az exportja azokban az országokban, ahol nem áll rendelkezésre megfelelő mennyiségű konvertibilis deviza, (3) saját konvertibilis devizatartalékait kíméli. Hasonló megállapodások voltak érvényben az 1931-es világgazdasági válságot követően, illetve 1945-50 között, amikor a nemzetközi kereskedelem fenntartásához nem volt elég konvertibilis deviza a fizetési forgalomban (Ausch, 1969:146-147).

¹⁰ Az SDR kosárba kerülést követően hivatalosan is tartalék devizának fog számítani a jegybanki mérlegen. Ugyanakkor már most is rendelkezésre állnak becslések a jüan mérlegen belüli arányáról, amit a témával foglalkozó számítások alapján a nemzetközi tartalékok kevesebb, mint 5 százalékára becsülhetünk.

¹¹ 2013 szeptemberében kötött a Magyar Nemzeti Bank és a People's Bank of China kétoldalú 10 milliárd jüan (1,6 milliárd dollár) névértékű bilaterális devizaswap (devizacsere) keretmegállapodást. Mint azt az MNB (2013) tanulmánya kiemeli, két szempont miatt is fontos volt Magyarország számára a BSA: egyrészt elősegíti a két ország közötti kereskedelmi kapcsolatokat további fejlődését, másrészt a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklődését eredményezi. Utóbbival kapcsolatban az MNB arra hívja fel a figyelmet, hogy a jegybankok közötti devizaswap megállapodások érdemben javíthatják egy ország kockázati megítélését, mert a jegybankok piaci turbulencia esetén könnyen tudnak külföldi devizaforráshoz jutni. Ráadásul a swap keretmegállapodás pusztán meglepte egy erős elkötelezettséget jelent a külföldi devizát nyújtó jegybank részéről. Forrás: <https://www.mnb.hu/letoltes/kina-swap.pdf>

országokkal köti meg Kína, amelyek saját kereskedelmi relációiban játszanak valamilyen fontos vagy növekvő szerepet. Ennek köszönhető, hogy a dél-kelet-ázsiai országok mellett mára az összes közép-ázsiai (volt szovjet) köztársaság is rajta van a PBOC listáján¹².



Forrás: portfolio.hu

Egy jegybanknak számos oka lehet arra, hogy közvetlenül, és ne a piaci csatornákon keresztül szerezzen hozzáférést a renminbihez¹³. Ebből a szempontból érdekes Argentína esete, amelyről Medeiros da Silva (2016) kimutatta, hogy jelentős mennyiségű renminbi került a jegybanki tartalékok közé 2015-ben (a teljes devizatartalék ca. 21 százaléka) amit a jegybank a 2014-ben kötött devizaswap megállapodás keretében

¹² Utoljára Tádzsikisztán került fel 2015 szeptemberében.

¹³ A BSA megállapodás lehetővé teszi, hogy a jegybank a hazai bankrendszeren keresztül renminbiben denominált finanszírozási forráshoz juttassa a kínai partnerekkel kereskedelmi kapcsolatban álló hazai vállalatokat. Az így biztosított devizalikviditás megléte lehetővé teszi a kereskedelmi partnerek számára, hogy közvetítő deviza (például dollár vagy euró) beiktatása nélkül kínai renminbiben határozzák meg kereskedelmi szerződéseik fizetési feltételeit. Forrás:

http://www.portfolio.hu/deviza_kotveny/deviza/milyen_elonyokkal_jarhat_a_mai_kinai-magyar_megallapodas.188901.html

hívott le, és aktívan fel is használt a tartalékai védelmére, amire a fizetési nehézségek és a peso-ra nehezedő nyomás miatt volt szükség¹⁴.

Argentínának szerencséje volt, hogy amikor nem fért hozzá a dollárpiachoz, ki tudta használni a renminbi likviditását, hogy nemzetközi kötelezettségeit abból törlessze. Argentína esete egyelőre különlegesnek számít, bár más eladósodott félperifériás, tehát finanszírozási kihívásokkal szembesülő országok helyzete hasonló irányt vehet a nemzetközi pénzügyi rendszer átalakulásával. Egy fejlett ország jegybankjának viszont más ok miatt lehet szüksége renminbire. Ebből a szempontból az Egyesült Királyság és a *Bank of England* példája érdekes, hiszen a 2013-ban megkötött BSA-t követően szintén történt felhasználás a keretből. A *Bank of England* a brit vállalatok számára biztosít export és beruházási hiteleket, amennyiben az érintett cég Kínában hajt végre kereskedelmi vagy befektetési műveletet. A BoE célja, hogy az érintett vállalat számára egyszerűbbé és átláthatóbbá tegye, valamint a brit normákhoz igazítsa a devizaforgalmat.

A PBOC által kialakított globális keret teljes mérete nagyjából 500 milliárd dollár, amiből következtethetünk többek között arra, hogy a világ jegybankjainak teljes mérlegfőösszegén belül a renminbi tartalékok aránya legfeljebb 5 százalékot képviselhet. A BSA-k kondíciói eltérnek egymástól, például az egyes megállapodás mérete vagy a futamideje alapján. Jellemzően a pár száz millió dollártól, vagy az 1,6 milliárd dolláros magyar kerettől, egészen a 64 milliárd dollárig (Hongkong) terjedhetnek. A legnagyobb kerettel természetesen a közvetlen kereskedelmi partnerek rendelkeznek a régióból, így Dél-Korea mellett Hongkong¹⁵. Ami a kondíciókat illeti,

¹⁴ Argentína 2013 után fizetési válság közelébe sodródott, mivel mind a külkereskedelmi, mind a pénzügyi mérlege folyamatosan romlani kezdett, ami pedig apasztotta az egyébként is kritikusan alacsony devizatartalékokat. Medeiros da Silva kimutatta, hogy a 2014-es mintegy 11 milliárd dolláros kerettel létrehozott BSA-val duzzadt fel az argentin jegybank tartalékán belül az „SDR kosárhoz nem tartozó”, vagyis nem konvertibilis devizaarány. Argentína a pénzügyi turbulencia kivédésére a tartalékának ezen részét dollárra tudta átváltani, így a peso végül nem került nyomás alá (Medeiros da Silva, 2016:14-18.)

¹⁵ 20 milliárd dollárt meghaladó kerettel rendelkezik Oroszország, Kanada, Svájc, Ausztrália, Brazília, Malajzia, Szingapúr és az Egyesült Királyság is. Az Európai Központi Bankkal egy 56 milliárd dolláros keretről történt megállapodás, ami a közösség világkereskedelemben betöltött súlyát tekintetbe véve, nem számít nagynak.

jellemzően 3 éves futamidőre kötnek megállapodást, ennek lejártát követően a szerződés meghosszabbítására van lehetőség¹⁶.

Felmerülhet a kérdés, hogy a PBOC miért bilaterális alapon szervezi meg a renminbi tartalékolást a jegybankok számára, és miért nem használja ki jobban a multilaterális intézmények nyújtotta lehetőségeket. Az ezzel kapcsolatos geopolitikai megfontolásokat már részben érintettem az előző fejezetben. A kérdés részletesebb kifejtésére ugyanakkor a nemzetközi finanszírozással kapcsolatban érdemes kitérni. A jegybanki tartalékolás a nemzetközi fizetési forgalom likviditása szempontjából fontos. A nemzetközi tőkebefektetések – akár működőtőke vagy portfólió befektetések, vagy hitel és más pénz és tőkepiaci tranzakciók formájában történik - sokkal közvetlenebbül érintik az adott ország vállalatainak, bankjainak, sőt magának az államnak a nemzetközi geopolitikai rendszerben megjelenő pénzügyi érdekeit.

III. Konvertibilitás

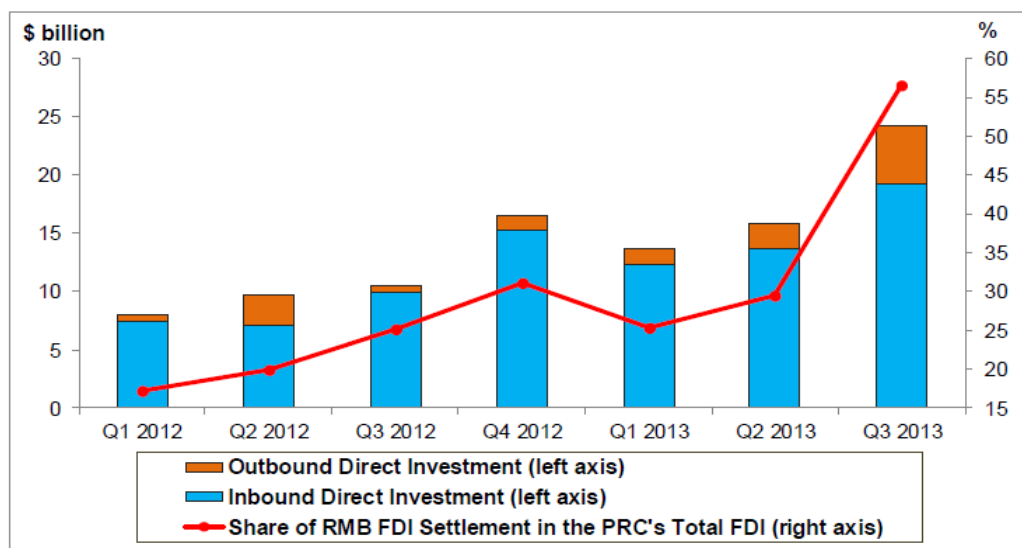
III/a. Tőkemérleg liberalizáció (FDI, portfólió befektetések, hitelek)

Kína a 2001-es WTO tagsága óta fokozatosan halad a nyitott tőkemérleg felé, amire az ország egyébként kötelezettséget is vállalt. A liberalizációs folyamat ugyanakkor lassúnak és szerkezetileg aszimmetrikusnak tekinthető. Kawai (2014) a „tőkemérleg egyszerű konvertibilitásának” (*basic capital account convertibility*) nevezi azt a komplex szabályozói mechanizmust, amelyben a kínai jegybank a folyó fizetési mérleg konvertibilitásán felül egy kvótarendszeren keresztül korlátozott hozzáférést enged a tőkepiachoz, és amiben a renminbiben jegyzett külföldi befektetéseket egyre inkább elfogadja. A kvótarendszer egyik jellemzője, hogy a hosszabb futamidejű (zöld vagy barnamezős) működőtőke befektetéseket preferálják szemben a rövidebb távú – részvénytőkepiaci tranzakciókhoz kapcsolódó – portfólió befektetésekkel. Az előbbi működőtőke kategórián belül emelkedik a renminbiben denominált FDI állomány

¹⁶ Hosszabbításon eddig Dél-Korea, Hongkong, Indonézia, Malajzia, Izland, Szingapúr és Oroszország, valamint Új Zéland van túl. 2016 szeptember 12-én az MNB további három évre meghosszabbította a 10 milliárd renminbis devizacsere megállapodást.

Forrás: http://www.portfolio.hu/deviza_kotveny/megujitottak_a_magyar-kinai_devizacsere-keretet.5.237188.html

súlya¹⁷. Utóbbiakat viszont limitáltabban engedélyezi, azon belül is a forró tőke mozgásokat igyekszik kiszűrni a jegybank. Kawai (2014) szerint Kína egyelőre nem törekszik a teljes konvertibilitásra, mert egy gyors és egyoldalú átállás a jelenlegi gazdasági modelljének alapjait veszélyeztetheti. Hosszabb távon inkább az a kérdés, hogy meddig maradhat fenn a csupán részlegesen nyitott tőkemérleg (amelyben néhány portfólió és egyéb tőke műveleteket engedélyhez kötnek), illetve hogy belátható időn belül létrejön-e a teljes konvertibilitás a fizetési mérleg (azon belül is a tőkemérleg) liberalizációjával. Mint említettem, a nyitás szerkezetét és lefutását a kínai gazdaságpolitika, azon belül is leginkább a kínai jegybank szabja meg¹⁸. A kínai gazdaságpolitika egyik alapvető célja a fejlett országokhoz történő felzárkózás. Ennek érdekében a szabályozó igyekszik a nemzetközi vállalatokkal kialakított kapcsolatokon keresztül szélesíteni a kínai cégek hozzáférését a külföldi tőkéhez és a legfejlettebb termelési technológiákhoz.



FDI = foreign direct investment, PRC = People's Republic of China, RMB = renminbi.
Sources: People's Bank of China, *China Monetary Policy Report*, CEIC, PRC Premium Database; Bloomberg.

Forrás: Eichengreen és Kawai (2014)

A kínai szabályozó képes arra, hogy a méretgazdaságossági előnyökből fakadóan szigorú feltételeket támasszon a nyugati tőkebefektetések elé, ezáltal elősegítve saját vállalatainak a globális értékláncokon belül egyre magasabb szintre történő

¹⁷ A renminbiben jegyzett állomány a teljes Kínai Népköztársaság területén befektetett működőtőke állomány harmadára nőtt 2014-ben (Eichengreen, Kawai, 2014).

¹⁸ Magánpiaci szereplőknek kisebb a befolyásuk, mint a dollár vagy a font nemzetközi elterjedése kapcsán volt történetileg megfigyelhető.

szakosodását. Ezen feltételek legtöbbször arra irányulnak, hogy a behozott technológiát a kínai gazdasági infrastruktúrába kelljen ágyazni (*embeddedness*), ami felgyorsítja a hazai és külföldi vállalatok közötti technológiatranszfert. A gazdaságpolitikai eszközök közül a legfontosabbak a tulajdon megosztására, például vegyesvállalati kooperációra, illetve a kereskedelmi mérlegre vonatkozó piacvédelmi (import kiegyenlítő), illetve a helyi tartalom arányára vonatkozó előírások (Liu, Dicken, 2006).

A Kínai Népköztársaság azon kevés országok közé tartozik, amely belső adottságainak köszönhetően megteheti, hogy szigorú feltételekhez köti a működőtőke beáramlását, hiszen belső piacának mérete mellett az infrastruktúra minősége, például a munkaerő képzettségének foka és árának relatív alacsony szintje világviszonylatban is felértékelte a kínai befektetéseket. Sommásan azt mondhatjuk, hogy a versenyképességi adottságok mögött a nemzetközi vállalatok irányába¹⁹ egy relatíve kedvező gazdaságpolitikai alkuhelyzet áll fenn.

Liu és Dicken (2006) érdekes összehasonlítást tesz a „kínai nyitás” és a kelet-közép európai országok 2000-es években végrehajtott tőkémérleg liberalizációja között. A szerzőpáros szerint szembetűnő a különbség a gazdaságpolitikák alkuhelyzete között. A kelet-közép európai országoknak nem voltak a kínaival összehasonlítható méretgazdaságosságból (piacméretből) származó előnyei. A korábbról megörökölt kedvezőtlen külső finanszírozási helyzet miatt az állam és a jegybank nem tudta erős feltételekhez kötni a nemzetközi tőkebefektetéseket, viszont annál inkább rászorult a külföldi tőkére. A külföldi tőke főleg a termelési tényezőárak, például a relatíve olcsó munkaerő, illetve a fejlett piacok közelsége, és nem a belső piac kínálta lehetőségek miatt áramlott be a térségbe. Mivel az állam alkuhelyzete gyenge volt, ezért gyorsan kellett megnyitni a nemzetközi fizetési mérleget. Magyarország esetében 2001-re teljessé válik a tőkémérleg és a fizetőeszköz konvertibilitása. Az egyoldalú és gyors tőkémérleg liberalizáció egyik kedvezőtlen következménye Kínával összevetve, hogy Kelet-Közép-Európa országaiban – bár eltérő mértékben, de - alig sikerült szigorú feltételekhez kötni a tőkebefektetéseket (Greskovits, Bohle, 2012). Így az újonnan kialakított helyi termelési struktúrába a külföldi vállalatok beágyazottsága - és ezen keresztül a felzárkózáshoz szükséges technológiatranszfer sokkal gyengébb lett. A termelés „zászlóshajói” kizárólag az exportra termelő külföldi vállalatok, amelyek saját tulajdonukban tartják a fejlett technológiát, még ha azt helyben hasznosítják is (Sadler, Swain, 1994; Bartlett, Seleny, 1998; Czaban, Henderson, 2003; Liu, Dicken, 2006). Az összehasonlításból kiderül, hogy az egyoldalú és gyors tőkémérleg liberalizáció, valamint a konvertibilitás elhamarkodott bevezetése ellentétbe kerülhet a gazdasági felzárkózás céljával.

A külföldi vállalatok kínai beágyazódása sem mentes az egyensúlytalanságoktól. Mivel itt az állami szabályozásnak van meghatározó szerepe, amit Liu és Dicken (2006:1238p.)

¹⁹ Ez a kedvező alkuhelyzet éppen a WTO tagsággal olvadhat el, hiszen a nemzetközi szervezet korlátozza a tagállamok szabályozói mozgásteret, például a tőkémérlegre vonatkozó előírásokban.

„kötött beágyazódásnak” (*obligated embeddedness*) nevez, ezért egy aszimmetria alakult ki a tőkemérleg liberalizációs folyamata során. A Kínába irányuló tőkebefektetéseket (*RMB-FDI*) szigorúbb szabályok kötik, mint a Kínából megvalósuló tőkekihelyezéseket (*RMB-ODI*)²⁰. Ugyanakkor a féloldalas liberalizációt a 2015 végén váratlanul kialakult tőkepiaci pánik, illetve az azt követően hirtelen megugró tőkekiáramlás megzavarta²¹. Mindez megjelent a kínai fizetési mérleg adatokban, a tőkekimenekítés például a devizatartalékokat közel 500 milliárd dollárral apasztotta. A kínai gazdaságpolitika számára rendkívül fontos tanulsággal szolgált a tőkemenekülés ilyen váratlan, és volumenét tekintve a korábbiaknál jelentősebb hatása, ami a tőkemérleg kiáramlási oldalát érintő további reformfolyamat lassítását, esetleges felfüggesztését, illetve a ki- (*RMB-ODI*) és beáramlás (*RMB-FDI*) szabályainak szinkronba állítását vetette fel.

III/b. Onshore és offshore devizapiacok

A külföldi befektetők és értékpapír kibocsátók számára a renminbi (jüan) alapú deviza- és kötvénypiaci hozzáférés egyelőre limitált. Mind a részvények, mind pedig a kötvények esetében létezik egy anyaországi (*onshore*) és egy anyaországon kívüli, úgynevezett „tengerentúli” (*offshore*) piac. Az *onshore* és az *offshore* piacok eltérő jogi fennhatóság alá esnek, és a két piacon külön árfolyamjegyzéssel, eltérő árfolyamalakítási szabályok mentén történik a kereskedelem. A jegybanki szabályozás a belföldi *onshore* piacra vonatkozik, amely kapitalizációját tekintve mindkét értékpapír szegmensében nagyobb – egyben likvidebb és mélyebb – mint az *offshore* piac²², bár a szereplők többsége jellemzően kínai állami intézmény vagy vállalat. A jegybank mindkét piacon nyíltpiaci műveletekkel beavatkozhat. Az *onshore* piac esetében ez szabályozottan működik az árfolyamsáv védelmében, az *offshore* piacon mérlegelés függvénye.

A külföldi rezidensek jelenleg nagyobb arányban még csak az *offshore* piacon vannak jelen, bár a 2011 óta bevezetett könnyítéseknek (*RMB-FDI*) köszönhetően látványosan

²⁰ A renminbi használatát mind a Kínából kiáramló működőtőke befektetések kapcsán (*Renminbi Outward Direct Investment Scheme*, 2011 januárjában), mind pedig a Kínába beáramló működőtőke befektetések kapcsán (*Renminbi FDI scheme*, 2011 októberében) egy egyszerűsített engedélyezési eljárásához kötötték.

²¹ 2015 nyarán a sanghaji tőzsde A-részvényei kapitalizációjuk harmadát veszítették el egy hónap leforgása alatt, aminek hatására a belföldi tőketulajdonosok egy része az anyaországon kívülre, főleg Hongkongba vagy más környező pénzpiaci központba mentette át eszközeit.

²² Az *onshore* piachoz képest az *offshore* piacon kisebb mértékben állhat rendelkezésre renminbi likviditás, ami az *offshore* renminbi árfolyamában (az *offshore* rövid kamatok szintjében és az *onshore-offshore* árfolyam különbségben) is megjelenhet (Ladányi, et al., 2016: 6.)

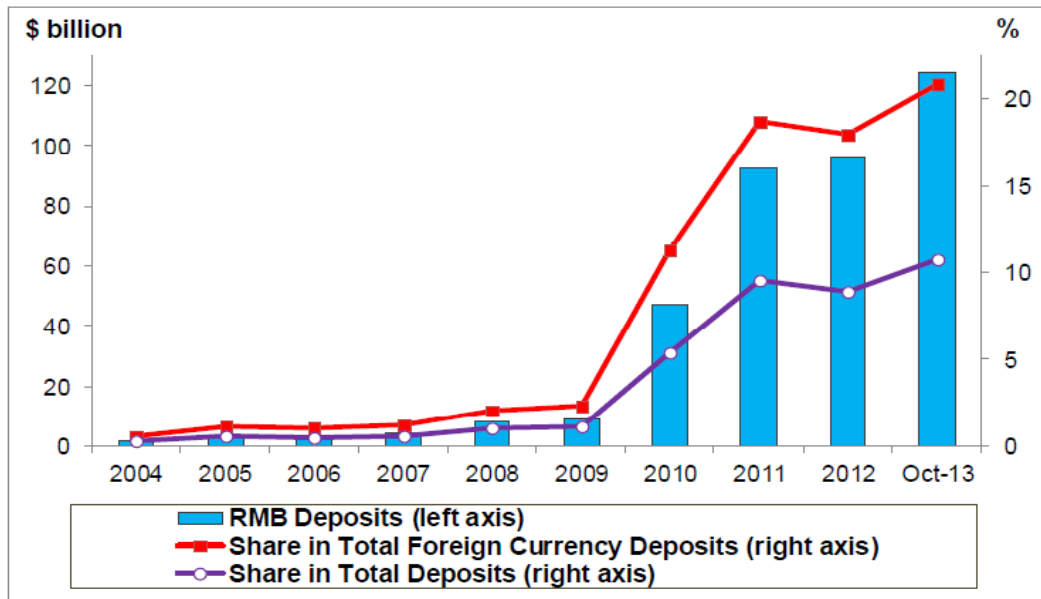
nő a számuk a belföldi piacon is. Az *onshore* piacok továbbra is részben zártak, az itteni tranzakciók engedélyhez kötöttek²³. A konvertibilitás ebben a szegmensben tehát nem érvényesül maradéktalanul, a kínai tőkemérleget érintő műveleteket jegybanki engedélyhez kötik.

Az *offshore* piacon viszont értelmezhető a konvertibilitás: itt a jegybank közvetlen joghatóságán kívül történnek a piaci műveletek, amelyek keretében a magánbefektetők szabadon kereskedhetnek a renminbi eszközeikkel a tőzsdén, például Hongkongban. A PBOC biztosítja ugyanakkor ehhez is a megfelelő likviditást azáltal, hogy renminbi forrást biztosít az adott *offshore* központban működő elszámoló banknak, ami aztán maga bocsáthat ki renminbi eszközöket, és vezethet renminbi számlát. Az eszközök terén egyelőre viszonylag fejletlen piacokat látunk, az árfolyam és egyéb kockázatok kivédésére szolgáló derivatívák lényegében alig léteznek, vagyis főleg szuverén és vállalati értékpapírokat, például részvényeket lehet vásárolni ezeknél a bankoknál. A világban több ilyen kijelölt *offshore* központ is működik, ahol a bankok vezethetnek renminbi devizaszámlákat. A legelső és legnagyobb Hongkongban jött létre²⁴.

²³ Például a kötvénykibocsátás esetében kínai hitelminősítéssel is köteles ellátni a kibocsátó az értékpapírt.

²⁴ 2012 végi adatok szerint közel 1000 milliárd jüant tartottak hongkongi betétekben, amihez képest a párizsi és londoni 100 milliárd alatti összeggel bírt. A Kínán kívüli renminbi bankbetétek 10,4 százalékát hongkongi bankok vezették (Maziad, Shik Kang; 2012:15) de renminbi (jüan) offshore központként működik Tajvan, Szingapúr, Luxemburg, London és Párizs is.

Figure 2: Outstanding Renminbi Deposits in Hong Kong, China



RMB = renminbi.

Note: The data refer to December of that year, unless otherwise specified.

Source: Hong Kong Monetary Authority (HKMA) Monetary Statistics.

Forrás: Eichengreen és Kawai (2014)

A konvertibilitás kialakítása szempontjából fontosak az *offshore* piacok, hiszen az itteni tranzakciók hatással vannak a csak részben nyitott *onshore* piacokra. Minél közvetlenebb a kapcsolat, akár ha a szabályozás, akár ha a befektetői kölcsönhatásokat nézzük, annál inkább kialakul egy árfolyam konvergencia a fragmentált piacok között. Sütő (2016) szerint például a kötvénypiacok esetében egy tartós egymás mellett működés figyelhető meg már egy ideje.

Érdekes, hogy az amerikai dollár nemzetköziesedése során is működött egy ideig párhuzamos onshore és offshore devizapiac az 1950-es és az 1960-as években (He, McCauley, 2010). Az akkori nemzetközi monetáris szabályozás Bretton Woods-i rendszerében az amerikai jegybank felügyelte a dollár befektetéseket. A Fed tőkemérleg műveletekre vonatkozó szabályozása miatt, illetve részben ezek hatásaként a háború utáni konjunktúrában dollárlikviditás-szűke alakult ki a világban, mivel mindent dollárban számoltak el a gyorsan bővülő nemzetközi kereskedelemben és a nemzetközi fizetési forgalomban.²⁵ A dolláréhség következtében a Fed engedélyezte, hogy létrejöjjön egy Amerikán kívüli bankközi piac, ahol szabadon lehetett kereskedni a dollárral, így a piaci szereplők – a megfelelő ellentételezés fejében – hozzájuthattak a befektetéseikhez szükséges dollár mennyiséghez. Ez főleg az európai vállalatokat és bankokat érintette, ezért ezt a rövid életű, az 1971-es Smithsonian Egyezményig fennálló offshore devizapiacot „eurodollár” piacoknak nevezték.

A kínai tőkepiaci szabályok harmonizációját, vagyis az anyaországba irányuló tranzakciók fokozatos liberalizációját a részvénytőzsdék esetében tekinthetjük a leginkább előrehaladottnak. A hongkongi és sanghaji tőzsdék a két legnagyobb és legforgalmasabb renminbi eszközök kereskedését bonyolító platformok, amelyek között 2014-ben indult meg egy összekapcsolódás, amibe 2017-re a sencseni tőzsde is bekapcsolódik majd²⁶. Az integrációval a világ második legnagyobb kapitalizációjával rendelkező kereskedési felülete fog létrejönni. Az összekapcsolás érinti a két tőzsde elszámolási rendszereit, valamint a kereskedési szabályokat (például érték átváltást), sőt a felügyeletet működését is.

A „Shanghai-Hong Kong Stock Connect” a kínai tőkepiac megnyitása szempontjából mérföldkőnek tekinthető, ennek keretében ugyanis külföldi intézményi befektetők meghatározott kereten belül elérhetik a belső kínai tőkepiacot. Korábban sokkal limitáltabban és egy bürokratikus eljárás keretében vásárolhatták meg a Sanghajban vagy Sencsenben forgó jüanban denominált értékpapírokat²⁷. Az összekapcsolással külföldi rezidensek hongkongi brókerekén keresztül közvetlenül elérik a sanghaji tőzsdén jegyzett kínai vállalatok A-részvényeit, és fordítva, kínai befektetők is könnyebben kereskednek anyaországi brókereiken keresztül a Hongkongban bejegyzett

²⁵ Szigorú értelemben véve a dollár 1971 előtt nem volt konvertibilis a Fed tőkemérlegre vonatkozó korlátozásai miatt. Ennek ellenére a Bretton Woods-i egyezmény VIII. cikkelye szerint a valuta akkor már konvertibilisnek tekinthető, ha a fizetési forgalom szabadsága a folyó fizetési mérleg tételeinek körében biztosítva van (Ausch, 1969:144).

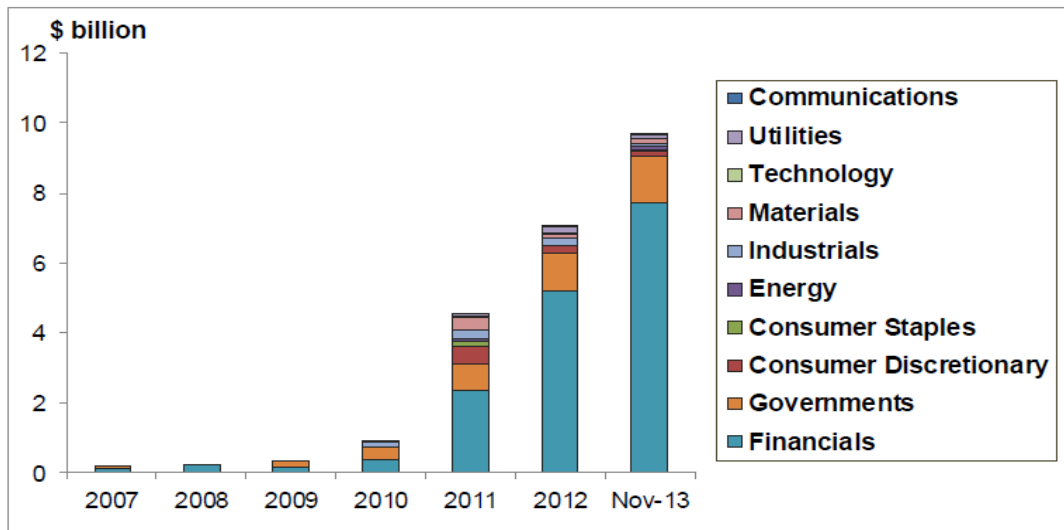
²⁶ <http://www.portfolio.hu/vallalatok/hamarosan létrejohet kina masodik legnagyobb tozsdeje.235888.html>

²⁷ 2011-ben a minősített külföldi befektetők számára létrehozott Rembini Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) program keretében egy kvótából lehetett renminbiben jegyzett részvényeket vagy kötvényeket vásárolni. A kvótát fokozatosan növelték, 2012-re 80 milliárd dollárra.

nemzetközi vállalatok H értékpapírjaival. A tavaly indult integráció közvetlen pénzpiaci hatása, hogy az A és a H részvények árfolyamai közelíteni kezdtek, illetve az egyik tőzsdén zajló pénzpiaci folyamatok egyre közvetlenebbül kihatnak a másik piacon forgó vállalatokra is. Ez leginkább a belső kínai tőkepiacot érinti, amely a fokozatos nyitással egyre közvetlenebb módon kerül a nemzetközi pénzpiaci folyamatok befolyása alá.

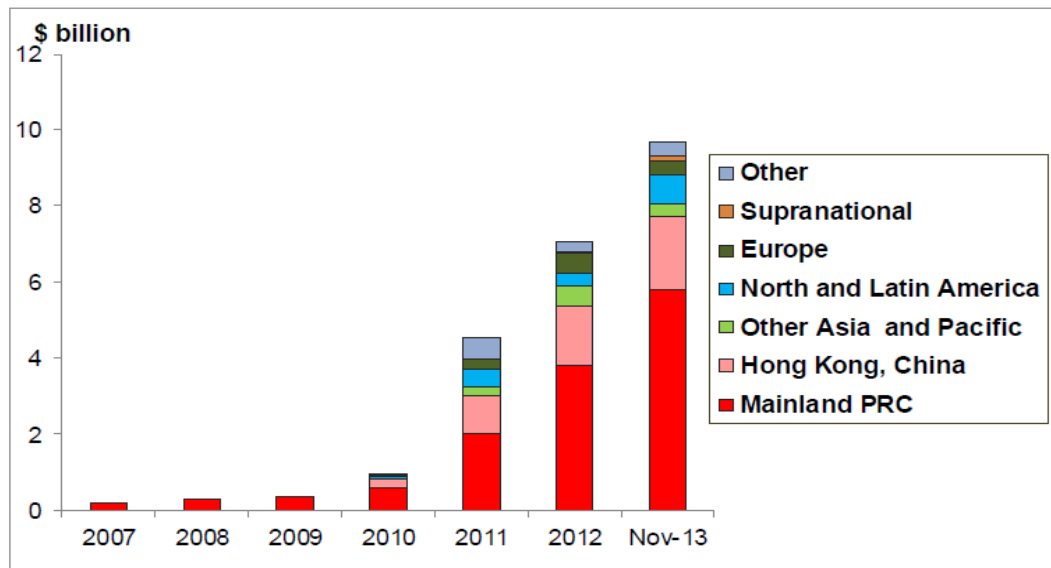
A devizapiacinál is közvetlenebb hozam konvergencia alakult ki tavaly a két egymás mellett működő kötvénypiacon, a külföldiek által használt, Hongkongban kibocsátott Dim Sum (*offshore*) és a belföldi tőkepiacra forgó, adott esetben szintén külföldi kibocsátótól származó Panda (*onshore*) kötvények között. Az *onshore* piac egyelőre mind befektetői, mind kibocsátói oldalról szűkebb kör számára érhető el, ez ugyanis a zártabb piac. Az *onshore* piacon főleg kínai állami vállalatok, hitelintézetek, sőt akár állami intézmények vannak túlsúlyban a kibocsátók között. Ezzel szemben az *offshore* kötvénypiacon több a nem kínai rezidens kibocsátó. Az első nyugati nagyvállalat, amely Dim Sum kötvényt bocsátott ki 2010 augusztusában a McDonald's volt, amely a kínai terjeszkedéséhez szerzett be renminbit Hongkongban. Később más vállalatok, így például az HSBC, majd a Caterpillar követte a kötvénykibocsátásokat. Eichengreen és Kawai (2014) kimutatása szerint a kibocsátások több mint felét kínai, illetve Hongkongban bejegyzett kínai cég végzi és a kibocsátó társaságok zöme a pénzügyi szektorban található. Viszonylag nagy arányban vannak jelen szuverén kibocsátók, az iparági bontásból pedig az derül ki, hogy a közmű és távközlési vállalatok jelenléte számottevő.

A. Renminbi Bond Issuance by Industry



Forrás: Eichengreen és Kawai (2014)

B. Renminbi Bond Issuance by Source Economy



Forrás: Eichengreen és Kawai (2014)

A két piac közeledése mögötti tendencia – mint arra Sütő (2016) felhívja a figyelmet – a 2011-től kezdődő *onshore* piaci nyitásra vezethető vissza. Az *onshore* piacon egyre több külföldi befektető bocsáthat ki kötvényeket. 2010 előtt főleg szupranacionális

intézmények²⁸, illetve jegybankok voltak a kibocsátók, de 2011 óta a megfelelő engedéllyel rendelkező intézmények használhatják az *onshore* piacot tőkeemelésre. Ennek köszönhetően folyamatosan nő a külföldi kibocsátók jelenléte a Panda piacon, amivel párhuzamosan az *offshore* piacon csökken a külföldi kibocsátások száma (2015-ben 40 százalékkal csökkent). Az első külföldi vállalat a Daimler AG volt, amelyik 2014-ben jelent meg a Panda kötvénypiacon, ezt követte az HSBC, illetve a Standard Chartered. Mindkét nemzetközi hitelintézet a kínai piaci terjeszkedéséhez igyekezett forrást szerezni a belföldi tőkepiacról²⁹. A szuverén kibocsátók közül Dél-Korea jelent meg elsőként Panda kötvénnyel 2015 végén, amit egy kanadai tartomány követett, sőt 2016 nyarán Lengyelország is bejelentette, hogy 450 millió dollár értékben Panda kötvény kibocsátására adott megbízást. Bár egyelőre még kisszámúak és alacsony értékűek ezek a kibocsátások, de a szuverén Panda kibocsátások növekedéséből arra következtethetünk, hogy hosszabb távon a renminbi alapú finanszírozásnak nagyobb lesz a jelentősége az államadósság-kezelésben³⁰.

Mint az az ábrán látható, a két kötvénytípus hozama az állampapír-piaci szegmensben folyamatosan közelített a 2015 őszi pénzpiaci turbulens időszakig, majd ezt követően egy átmeneti hozamdivergencia alakult ki.

²⁸ A Világbank csoporthoz tartozó *International Finance Corporation* (IFC) és az Ázsiai Fejlesztési Bank (ADB) voltak az első nemzetközi kibocsátók a 2000-es években (Sütő, 2016:2).

²⁹ 2015 májusában több mint 30 külföldi hitelintézet, köztük az HSBC, BNP Paribas és a Morgan Stanley kapott engedélyt arra, hogy az *onshore* bankközi kötvénypiacon kereskedjen.

³⁰ Érdekes, hogy a magyar kötvénykibocsátás 2016 április 14-én Hongkongban történt. 140 millió eurónak megfelelő jelképes összeggel (nagyjából 1 milliárd jüan). A tranzakciót követően a hazai kormányzat azt a jelzést adta le, hogy a befektetők tesztelésére szolgáló kis összegű kibocsátást egy nagyobb követheti a Panda piacon a kínai intézményi befektetők megnyerésére.

A 3 éves offshore és onshore kínai állampapír-piaci hozamok alakulása



Forrás: MNB, Bloomberg

Forrás: MNB

2015 nyarán Kínából jelentős mennyiségű tőke áramlott ki az *offshore* piacon (Hongkongon) keresztül. Az *onshore* piacon 2016-ig volt olcsóbb kibocsátani, mivel a kínai jegybank közvetlenül avatkozott be a pénzpiaci folyamatokba, például lenyomta a kamatok (magasabb volt a hozam, mint az *offshore* piacon), miközben Hongkongban a sok kibocsátás miatt magasabbak voltak a kamatok, ezért drágább volt kibocsátani. A két árfolyam közeledésével, illetve a monetáris politika válságintézkedéseinek hatására megfordult a folyamat. Ennek következtében 2016 után, részben a növekvő számú piaci szereplőnek köszönhetően, a Panda piaci hozamok a Dim Sum alá süllyedtek. A 2015-ös tőzsdepánik idején megnőttek a rövid futamidejű kamatok, ami ráerősített a folyamatra. Hosszabb távon valószínűleg fennmarad az árfolyam konvergencia, hiszen az árakat és ezáltal a befektetői magatartást nem csak a kamatkülönbözet, hanem a devizaárfolyamok közeledése is befolyásolja.

Megjegyzendő, hogy minél szélesebb a kamatok, illetve az árfolyamok közti különbség, annál nagyobb tér nyílik az arbitrázsra, ami hagyományosan vonzza a spekulatív célú befektetéseket. A konvertibilitás elősegítése céljából ezért a kínai hatóságok arra törekcszenek, hogy a két piac árfolyamainak közelítésével párhuzamosan szűkítsék a teret az arbitrázs műveletekre. Ennek eléréséhez még számos pénzügyi

reformintézkedésre van szükség, például kamatliberalizációra a bankközi rendszerben. Maziad és Shik Kang (2012) kimutatták, hogy az offshore határidős árak jó referenciaként szolgálnak az *onshore* piacon zajló folyamatokra³¹. Ezért az árfolyamok közeledése felgyorsíthatja a konvertibilitásra történő átállást, hiszen a befektetők is könnyebben hozzájutnak az árképzés szempontjából releváns információhoz, ami miatt várhatóan nagyobb hajlandósággal fognak tőkétallokálni az *onshore* piacra.

IV. A válságkezelés következményei

Tanulmányomban kikerülhetetlen a kérdés, hogy a kínai hatóságok miért tartják továbbra is ellenőrzés alatt a belföldi *onshore* devizapiacot? Miért nem fejeződött be eddig az integráció az *onshore* és az *offshore* devizapiacok között, amivel a renminbi tranzakciók teljesen konvertibilissé válhatnának? A kérdést részben már megválasoltam a gazdaságpolitika felzárkózásra vonatkozó intézkedéseinek bemutatásával. Van ugyanakkor egy másik fontos, a geopolitikai érdekektől szintén nem mentes szempont, ami az utóbbi években a nyitás folyamatának lassítása irányába hatott, és ami miatt a tőkemérleget érintő szabályok egy része várhatóan egy ideig még fennmarad.

IV/a. Pénzügyi reformfolyamat

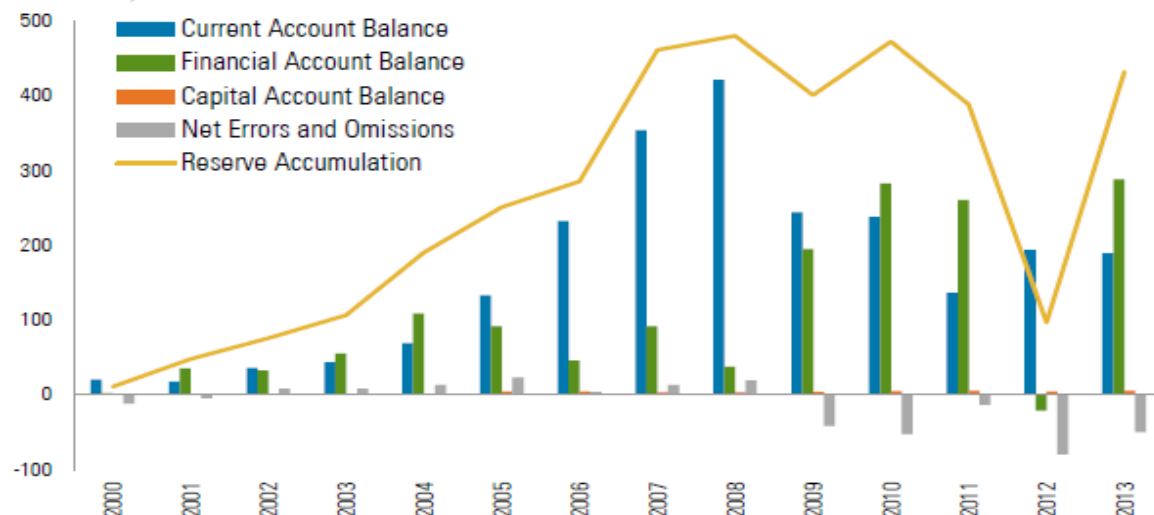
Bár a 2009-es világgazdasági válság a liberalizálás irányába mozdította el a kínai gazdaságpolitikát, az akkori válságkezelés néhány eleme mégis nem kívánt következményekkel járt és az azóta hivatalba lépett új kínai kormányt a reformfolyam súlypontjainak átgondolására ösztönözte. 2009 és 2013 között a kínai kormányzat egy 600 milliárd dollárnak megfelelő gazdaságélénkítő programot indított útjára, amivel párhuzamosan a jegybank is monetáris lazításba kezdett (csökkentette a betéti és hitelkamatokat, valamint extra likviditáshoz jutatta a bankrendszert, hogy a bankok kiszélesítsék a kereskedelmi hitelkínálatot.) A Teng Hsziao-ping által 1979-ben meghirdetett „Reform és Nyitás” négy évtizede óta a legnagyobb monetáris és fiskális

³¹ Az offshore határidős (*forward*) árakat egyre jobban lekövetik az *onshore* határidős piaci árak. Az *offshore* piaci szereplők jövőbeli várakozásai kihatnak az *onshore* piacon aktív befektetők várakozásaira, és ez bekerül az ottani árazásba (Maziad, Shik Kang; 2012:24).

lazítása vette kezdetét. Bár az ország nettó külső pénzügyi pozíciója erős maradt ahhoz, hogy a stimulushoz szükséges forrásokat a mintegy 3300 milliárd dolláros tartalékból tudják fedezni, a gazdasági szereplők egy részénél, főleg a bankrendszerben, de részben a háztartások és az önkormányzatok, valamint az építőipari vállalatok körében ennek ellenére súlyos pénzügyi egyensúlytalanságok alakultak ki.

Figure 1: China's Balance of Payments, 2000-2013

USD billion, annual flows



Source: Preliminary BOP data from SAFE; RHG estimates for net E&O (-\$50bn) and capital account balance (\$5bn) based on available Q1-Q3 data.

Forrás: Rhodium Group (2014)

A kínai gazdaság állapotának részletes elemzésére nincs tér ebben a tanulmányban, de a kérdés mellett nem mehetek el szó nélkül, hiszen a bankrendszerben kialakult pénzügyi feszültségek kezelése összefügg a deviza konvertibilitásához szükséges intézkedésekkel.

Az említett monetáris és fiskális élénkítő csomag a beruházásokon keresztül túlfűtötte a gazdaságot, amiből számtalan társadalmi és gazdasági feszültség keletkezett. A beruházásokat ugyanis az állami intézményrendszer vertikumain keresztül, állami felügyelettel működő hitelintézetek finanszírozták³². Javarészt állami építőipari vállalatok hajtottak végre infrastrukturális beruházásokat önkormányzatok

³² Az ösztönző csomag pénzelosztása kisebb arányú állami központi elosztással és nagyobb arányú állami banki csatornákon és pénzügyminisztériumi kötvényeken keresztül történt. A preferáltak a nagy és állami vállalatok voltak. Ami az elosztás arányait illeti, a központi erőforrások elosztása alacsonyabb, a banki források aránya nagyobb, a helyi banki források aránya még nagyobb volt, és megjelentek az „árnyékbankrendszer” csatornáin keresztül juttatott pénzek (Csanádi és Liu, 2012).

megrendelésére. Bár erősen ellenőrzött csatornákon keresztül zajlott a folyamat, mégsem alakult ki az az intézményi visszacsatolás, ami a bankokat a toxikus eszközök felhalmozásától megóvta volna, vagy ami racionalizálni lett volna képes az önkormányzati forráselosztást (Csanádi, 2013). Emiatt egy területileg rendkívül egyenlőtlen – a politikai alkuhelyzet által meghatározott – infrastruktúrafejlesztési modell jött létre Kínában.

Figure 7: Evolution of China's debt by component

Debt-to-GDP ratio (%)



Source: McKinsey.

Forrás: Brueghel (2015/12)

Bár a bankrendszerben felgyülemlett tetemes mennyiségű rossz hitel kezelését a jegybank idővel megkezdte, eddigi intézkedései felemás eredménnyel jártak. Például a hitelkihelyezés szigorítása az informális „árnyékbankrendszer” irányába terelte át a tőkekihelyezéseket és velük együtt a toxikus eszközök egy része is valószínűleg ott csapódik le (Komlossy et al., 2015: 142; Csanádi és Liu, 2012). A másik probléma, hogy bár az ország külső nettó pénzügyi pozíciója stabilnak tekinthető a tetemes devizatartaléknak köszönhetően, a gazdasági szereplők többsége, különösen a háztartások, vállalatok és az önkormányzatok tetemes adósságot halmoztak fel az elmúlt

években és mindegyikük nettó hitelfelvevő vált³³. Emiatt a teljes belső adósságállomány a GDP 300 százaléka közelébe ugrott 2014-re, ami Japán után a legmagasabb szint egész Ázsiában. Ennek esetleges bedőlése iszonyatos károkat okozhat a gazdaságban³⁴.

Hogy a gazdasági túlfűtöttség kezeléséből ne egy recesszióval fenyegető hirtelen lehűlés alakuljon ki, a kínai gazdaságpolitika két irányba próbálkozik óvintézkedéseket tenni. Egyfelől elkerülhetetlennek tűnik a bankrendszer reformja (Eichengreen, 2013:156-158.), de ennek elemzésébe – témánk szűkössége miatt – csak felsorolásszerűen érdemes belemenni. Valószínűleg az állami túlsúlyt idővel meg kell szüntetni a bankrendszerben. Elkerülhetetlennek látszik a magántőke szerepvállalásának növelése a forrásallokációban. A bankok mérlegfőösszegében portfólió tisztítást és a tőkemegfelelésre vonatkozó szigorításokat fog kelleni bevezetni. A magántőke megjelenésével párhuzamosan a bankrendszer közvetlenebbül lesz kitéve a piaci versenyhelyzetnek, amit egyébként a kamatliberalizációra vonatkozó intézkedések is eredményeznek. Mivel a magántőke megjelenése a bankrendszerben felgyorsíthatja a toxikus eszközök leírása miatti csődhullámot, ezért egy hitelintézeti garanciaalap felállítására is szükség volna, valamint a kormányzattól független felügyeleti rendszer is javíthatná a monetáris transzmisszió hatékonyságát. Mind a garanciaalap, mind pedig a felügyelet esetében fontos lenne a hatáskörök kiterjesztése a féllegálisban működő „árnyékbankrendszerre” vonatkozólag. Témánk szempontjából viszont a másik gazdaságstratégia a fontosabb, mert az közvetlenebbül érinti a renminbi (jüan) konvertibilitását.

³³ Főleg a vállalati magánadósság nőtt meg, Garcia-Herrero (2015) számításai szerint a cégek negyedénél az üzemi eredmény (EBITDA) nem fedezi a kamatfizetési kötelezettségeket, ami csődhullámot vetít előre (Garcia-Herrero, 2015:11). Bár a közzsféra adóssága mérsékeltnek tekinthető, a GDP 55 százaléka, Garcia-Herrero szerint az önkormányzatok esetében komoly kockázatot jelent, hogy rövid lejáratú adósságból finanszíroznak hosszú futamidejű beruházásokat, és az átlagos 4-5 százalékos hitelkamatokhoz képest 6-8 százalékon kénytelenek finanszírozni adósságukat (i.m.)

³⁴ Egyelőre csak becslések állnak rendelkezésre a nem teljesítő hitelállomány feltehetően meredeken emelkedő arányáról (Konlossy et al., 2015:136-139). A kockázatokat ugyanakkor csökkenti, hogy az adósságállományt nem külföldi devizában, hanem helyi pénzben jegyzik, ezért a jegybanknak széles a mozgástere az adósságleépítés elősegítésére. <http://bruegel.org/2016/04/chinese-banks-the-way-forward/>

IV/b. Alternatív multilaterális intézmények

A válságkezelésből keletkező túlfűtöttség levezetésére, Kína a hiteltúlkínálat miatt kialakult építőipari kapacitásfelesleghez keres, illetve teremt külpiazi keresletet. Ehhez az építőipari vállalatok számára kell új infrastrukturális beruházásokat elindítani, amit a kínai kormányzat – a korábbi területfejlesztési egyenlőtlenségek miatt – igyekszik a belső területek irányába (Gyuris, 2015), de akár a Kínai Népköztársaság területén kívülre terelni (Matura, 2015). Utóbbival pedig egyre erősebben jelentkezik a gazdaságpolitikai prioritások között a szervezett tőkekivitel.

Mint a dolgozat elején már kifejtésre került, a tőkeexport kérdése szorosan összefügg a nemzetközi pénzügyi rendszer működésével, sőt azon túl, a szélesebben vett geopolitikai érdekekkel. Matura (2015) szerint Kína párhuzamos intézményi struktúra kiépítésébe kezdett, mivel a legtöbb nemzetközi fejlesztési alap angolszász és európai befolyás alatt működik. Peking például az ACFTA pozitív tapasztalatai nyomán egy szélesebb szabadkereskedelmi hálózat létrehozását preferálja, amit az Ázsiai és Csendes-óceáni Szabadkereskedelmi megállapodás (FTAA) keretében hoznak tető alá 2013 óta, illetve az Egyesült Államok Csendes-óceáni térségben megjelenő törekvéseivel szemben a RCEP (*Regional Comprehensive Economic Partnership*) szabadkereskedelmi megállapodáson keresztül igyekszik más regionális nagyhatalmat, például Indiát érdekszférájába integrálni. Bár a szakirodalom egy része a kínai befolyással létrejövő mega-regionális kereskedelmi rendszerekben már egy új világrend, a „Pax Sinica” eljövételét látja (Matura, 2015), jelen tanulmányban továbbra is csak a kínai gazdasági modellhez kapcsolódó pénzügypolitikák kiterjesztésére, azon keresztül pedig a nemzetközi pénzügyi rendszerre hatást gyakorló renminbi használatára koncentrálok.

A kínai tőkeexport jellemzően a nyersanyag kitermeléshez, infrastruktúrafejlesztéshez, logisztikához és a távolsági kereskedelemhez kapcsolódik, vagyis összességében azokhoz az iparágakhoz, amelyeket a 2009-ben beindított válságkezelés egyszer már célba vett. Az egyik legfontosabb infrastruktúrafejlesztési projekt az „Új Selyemút”, vagy más néven, „Egy Út, egy Öv” projekt, aminek van egy szárazföldi és egy tengeri leágazása (Nolan, 2012).

Az új Selyemutat finanszírozó alap, a „Selyemút Alap” működtetése összehasonlítható a világháborút követő Marshall-segéllyel, bár a kínai kormányzat cáfolja, hogy egy „kínai

Marshall-terv” felállításán dolgozna. Mindenesetre szembetűnő, hogy mindkettő esetében egy világválság, illetve a háború után kialakult ipari kapacitásfelesleg hasznosítása miatt volt szükség a piaci kereslet nemzetközi szintén történő kiterjesztésére. Az alapba Kína eddig 40 milliárd dollárt fektetett, ennek 65 százalékát a devizatartalékok terhére, a többit pedig a 400 milliárd dolláros alaptőkével létrehozott állami befektetési alap, a *China Investment Corp.*, illetve a kínai Eximbank és a Kínai Fejlesztési Bank fizette be (Trebitsch, 2015).

A nemzetközi infrastrukturális beruházásokat finanszírozó intézmények közül a két legfontosabb a 100 milliárd dolláros alaptőkéjű Ázsiai Infrastrukturális Befektetési Bank (AIIB), illetve az ugyanakkora alaptőkével 2014-ben a BRICS országokkal közösen felállított sanghaji központú Új Fejlesztési Bank (*BRICS New Development Bank*). Ezeken kívül Kína számos egyéb finanszírozó intézményben érdekelt, például a Latin Amerikai fejlesztéseket bonyolító *Inter-American Development Bank*ban.³⁵

A pekingi központtal működő AIIB alaptőkéjének felét Kína fizeti, de ennek ellenére nincs az IMF/Világbank döntéshozatalára jellemző vétójoga. Bár a méreteit tekintve az alaptőkéje a washingtoni szervezet felét éri csak el, regionális, vagy akár bilaterális összevetésben helyenként komoly konkurenciát képes támasztani. Jó példa erre, hogy az AIIB 47 tagállamán belül számos európai ország is megtalálható. Elsőként az Egyesült Királyság lépett be, de ma már Németország, Franciaország, Olaszország, sőt Lengyel- és Magyarország is résztvevők. Az AIIB számos infrastruktúrafejlesztéshez kapcsolódó projektet finanszíroz, amivel nem kevés geopolitikai érdekösszeütközést generál. Kelet-Közép-Európában, illetve a Balkán régiókban például vasúti, közúti, híd, sőt kikötői fejlesztéseket bonyolít.³⁶ Ezek jellemzően nem kapcsolódnak az Európai Bizottság által preferált transzeurópai hálózatokhoz, és némely esetben az európai versenyjoggal, és közbeszerzési eljárással sem kompatibilis módon alakították ki a finanszírozási modellt.

A kínai tőke áramlási iránya földrajzilag továbbra is koncentrált, a tőke kivitel 70 százaléka Eurázsian belül marad, Ázsia részesedése 50 százalékos, a maradék 20 százalék Európáé,³⁷ utóbbin belül a kelet- közép-európai régió szerepe folyamatosan

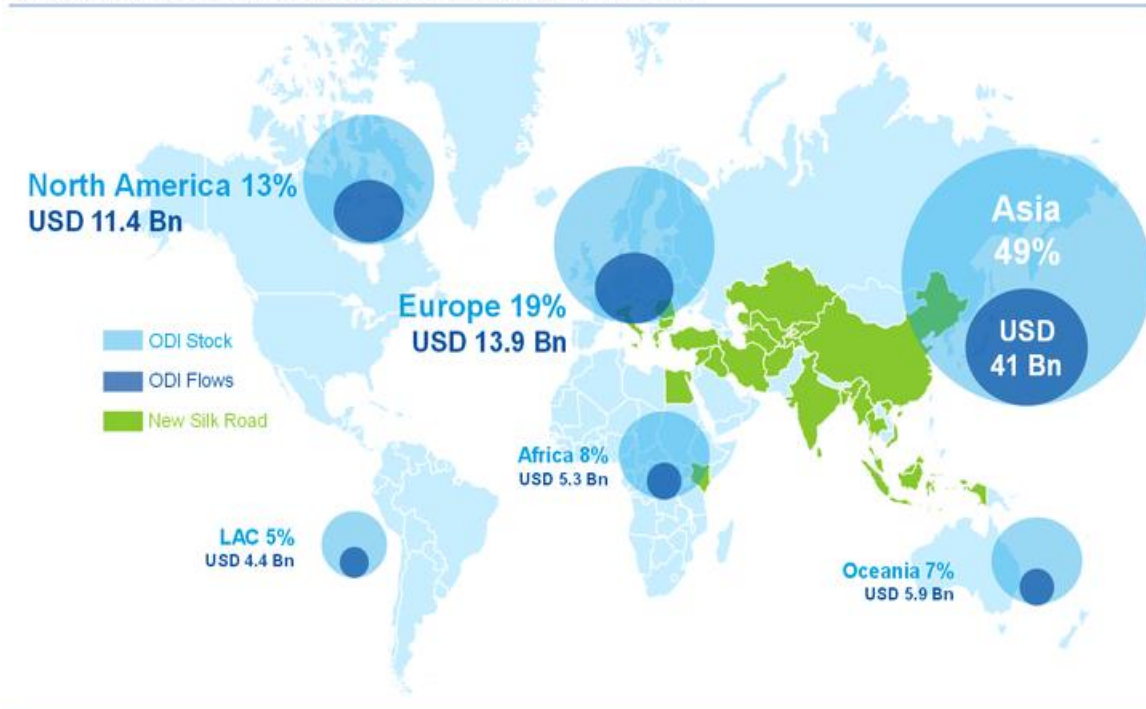
³⁵ http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/03/17/uj_selyemut_kina_uj_megaprojektet_keszit_el

³⁶ Lásd: a pireuszi kikötő privatizációja Athénban.

³⁷ A kínai FDI állomány továbbra is csekélynek tekinthető nemzetközi összevetésben: míg 1990 és 2012 között az összesített nemzetközi működőtőke befektetések állománya 2100 milliárd dollárról 23 600 milliárdra nőtt, ennek 79 százaléka fejlett nyugati országok tőkekihelyezéseiből tevődött össze. 2012-es

értékelődik fel.³⁸ Számos befektetést hajtanak ugyanakkor végre Afrikában és Latin Amerikában, ezek elsősorban nyersanyag-kitermeléshez és - szállításhoz kapcsolódnak. Ettől függetlenül az elmúlt évek egyik leglátványosabb projektje, az etióp fővárosban kínai tőkével és technológiával megépült vasúthálózat volt, illetve Afrikában a távközléshez kapcsolódnak még kínai fejlesztések. A tőke kivitel földrajzi megoszlását mutató ábrából látszik, hogy nem csekély súllyal szerepel Észak-Amerika. Az itteni befektetéseket kevéssé a nyersanyag utánpótlás vagy a kínai építőipari vállalatok piacszerzése, sokkal inkább a már korábban említett technológiatranszfert elősegítő cégfelvásárlások, valamint ingatlanpiaci vagy egyéb tőkepiaci befektetések jellemzik.

Figure 3b
Distribution of Chinese ODI flows and stocks based on our assumptions (2013)



Source: MOFCOM, NBS, SAFE and BBVA Research; Note: The bubbles are indicative and do not exactly represent the size of ODI flows and stocks.

Forrás: <https://www.weforum.org/agenda/2015/06/how-much-is-china-investing-overseas>

adatok szerint az Egyesült Államok külföldi működőtőke befektetéseinek állománya 5200 milliárd dollár volt, az Egyesült Királyságé 1800 milliárd dollár, míg a Kínai Népköztársaság esetében az állomány 509 milliárd dollárt tett ki. Ráadásul Kínába továbbra is több működőtőke érkezik, mint amennyi elhagyja az országot, a nettó állományi adatok 324 milliárd dolláros negatív pozíciót mutatnak. A kínai működőtőke kiáramlás 68 százaléka 2009-ben Hongkongba (vagy Hongkongon keresztül) történt (Nolan, 2012).

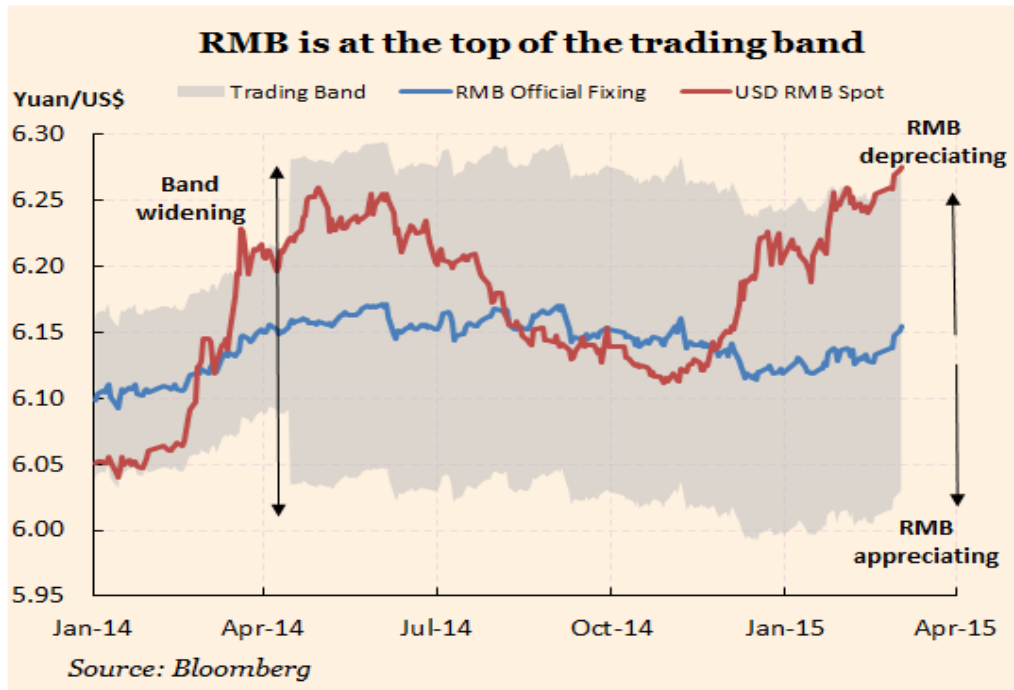
³⁸ Kína 2010-ben egy 12 pontból álló intézkedési csomagban fogalmazta meg a kelet-közép-európai régióval kapcsolatos befektetési terveit. A főbb lépések között szerepelt egy tíz milliárd dolláros befektetési hitel biztosítása, egy 500 millió dollár keretű befektetési együttműködési alap létrehozása, valamint kereskedelemfejlesztő és befektetés ösztönző missziók telepítése a térség országaiba.

IV/c. Árfolyamsáv szélesítéssel a konvertibilitás felé

A 2015 végi hirtelen tőkekivonás tapasztalata megmutatta, hogy a nyitott tőkemérleg és a kötött árfolyamrendszer egy veszélyes kombináció, mivel a külső pénzügyi sokkokat leginkább egy rugalmas árfolyammal lehet kivédeni (Kínának pár hónap leforgása alatt nagyjából 500 milliárd dollárjába került a jüant az árfolyamsávon belül tartani). A tapasztalatok szerint a tőkemérleg liberalizációjával lépést kell tartania a lebegő árfolyamrezsimre történő átállásnak. A nemzetközi pénzügyi szakirodalomban a Mundell-trilemma írja le e gazdaságpolitikai döntés kockázatát. Mundell (1963) szerint lehetetlen egyszerre megfelelni az önálló monetáris politika, a nyitott tőkemérleg és a rögzített árfolyamrendszer együttes feltételeinek. Ezek közül mindig csak kettőt választhat a gazdaságpolitika a harmadik kárára (Mundell, 1963; Benczes, 2011). A nyitott tőkemérleg és a rögzített árfolyam például olyan monetáris mechanizmusokat tart fenn, ami a jegybank mozgásterét és ezáltal a gazdasági felzárkózáshoz szükséges támogató képességét szűkíti, elsősorban a devizatartalékok fölötti szabad rendelkezés csorbítása miatt. Amennyiben a jegybanki cselekvőképesség fenntartása a prioritások között szerepel, akkor a konvertibilitással együtt a szabadon lebegő árfolyamcsatorna marad az egyedüli mechanizmus, ami képes a pénzügyi ciklusokra reagálni, azok káros hatásait kivédeni.

Mint láttuk, Kína esetében a gazdasági modell szerves részét képezi a PBOC önállósága, hiszen aktív szerepvállalásával segíti a kínai exportálók nemzetközi alkalmazkodását. Ebből következik, hogy a PBOC önállóságának megőrzése céljából előbb vagy utóbb a teljesen lebegő árfolyamrendszerre kényszerül átállni. Ennek érdekében a PBOC először 2012 áprilisában szélesítette ki a dollárhoz kötött referenciasáv szélét +/-0,3 százalékról +/-1 százalékra, majd 2014 márciusában +/-2 százalékos sávszélre állt át, és várhatóan a sávszélesítés a következő években is folytatódni fog.³⁹ Az átállás viszont várhatóan fokozatos marad.

³⁹ A PBOC 2005-ben egyszer már elengedte a dollárkötést, és egy több devizából álló index körül hagyta lebegni a jüant, de a 2008-as válság idején 6,83-as szinten újra bevezette az árfolyamrögzítést.



Forrás: Financial Times, Bloomberg

A hirtelen átállás veszélyeit legjobban a Triffin-dilemma mutatja meg (Triffin, 1964; Maziad, Shik Kang; 2012:7), amely szerint hosszú távon a fizetési mérleg egyensúlyát megbonthatja a teljesen nyitott tőkemérleg és a szabadon lebegő árfolyam együttese. Egy rugalmas árfolyamrendszerben hosszú távon ugyanis az export versenyképessége erodálódik, amennyiben a külkereskedelem által megtermelt jövedelemtöbblet a deviza erősödését vonja maga után. A szabad tőke mozgásokkal párhuzamosan a termelőkapacitások egy része ilyenkor akadálytalanul kerülhet a nemzetgazdaság határain kívülre. Pontosan ez történt a Bretton Woods-i rendszer 1971-es megszüntetését követően az Egyesült Államokkal. A tőkekiáramlás és az export-import arány megváltozása megnöveli a külső finanszírozás szerepét a fizetési mérleg egyensúlyában. A történelmi tapasztalatok ugyanakkor azt bizonyítják, hogy egy ilyen átállás a külső pénzügyi függőségek ellenére nem egyértelműen káros, hiszen egy kulcsvalutával rendelkező hegemon gazdaság szinte korlátlanul képes arra, hogy növekvő forrásigényét kívülről finanszírozza (legalábbis, ameddig egy konkurens kulcsvalutával rendelkező hegemon meg nem jelenik a pénzügyi rendszer multipolarizációjával). Egy ilyen hegemon devizát kibocsátani képes jegybankra ugyanakkor másfajta nemzetközi hatások is érvényesek. Egy nemzetközi pénzügyi

likviditási válság esetében például képesnek kell lennie betölteni a végső hitelező szerepét, ami monetáris önállóságát szintúgy csorbítja.

Összességében tehát megállapíthatjuk, hogy a pénzpiaci sokkok kivédése miatt az árfolyamsáv kiszélesítése a tőkemérleg liberalizációval párhuzamosan elkerülhetetlen. Mégis az átállás egy teljesen nyitott tőkemérlegre és rugalmas árfolyamrendszerre, valamint a vele járó konvertibilitással a merkantilista export-vezérelt gazdasági modell felől a belső felhasználás irányába kényszerít ki egy gazdasági szerkezetváltást és új monetáris szerepfelfogással jár. Kína esetében az elmúlt évek tapasztalatai ennek a folyamatnak a fokozatosságát, illetve a teljes nyitás módját és időpontját többféle forgatókönyv mentén vetítik előre.

V. Konklúzió

A szakirodalomban nincs egyetértés arról, hogy a renminbi (jüan) konvertibilitása és vele a nemzetközi használat elterjedése egy vagy többféle forgatókönyv alapján valósulhat-e meg. *Gao és Yu (2011)* a világháborút követő pénzügyi tapasztalatok alapján két modellt különböztet meg a fizetőeszköz nemzetközivé válása kapcsán. Az első típust „német”, avagy merkantilista modellnek nevezik, és mint írják, ez a típus jellemezte a japán jen nemzetköziesedésének folyamatát is. Ennek a modellnek a legfőbb jellemzője a kereskedelmi és fizetési többlet fenntartása, amely cél alá rendeli a jegybank a fizetőeszköz konvertibilitását. Hosszú ideig csak részlegesen marad fenn a tőkemérleg nyitottsága, mert sokkal fontosabb a monetáris politika önállósága, amely azt célozza, hogy a felesleges tőkebeáramlás ne erősítse a devizát, vagyis a deviza biztonsági tartalékolási funkciója csak kis mértékben érvényesüljön. A termelőkapacitások bővítéséhez kapcsolódó befektetések pedig lehetőleg ne hagyják el az országot. A nemzetközi kereskedelmi és termelési hálózatok kiszélesedésével ez a fajta monetáris cél a végtelenségig nem fenntartható, és mint azt a Bundesbank és vele a német márka példája mutatja az 1970-es éveket követően, a gazdaságpolitikai célkeresztbe a regionális monetáris integráció kerül. Első lépésként ehhez a márka körül létre kellett hozni egy valutakígyót. Ilyenkor a nemzetközi tartalékolási funkció helyett a valuta „horgonyszerepe” erősödik meg. A konvertibilitás is első körben e regionális monetáris (és kereskedelmi) blokkon belül válik értelmezhetővé, míg a globális (külső)

relációban az említett szigorítások maradnak sokáig érvényben a tőkemérleg műveletek kapcsán. *Gao és Yu (2011)* szerint a német modell előnye, hogy fennmarad a növekedés merkantilista alapja, amit egy kiszélesített regionális kereskedelmi integrációval képes fenntartani a gazdaságpolitika, miközben a jegybanki önállóság sem sérül⁴⁰. A fizetőeszköz valójában nem válik nemzetközi értelemben kulcsdevizává, sokkal inkább a kereskedelmi és termelési hálózatok regionalizálódása nyomán komplementer funkciókat vesz át a domináns nemzetközi fizetőeszköztől (a dollártól). Hátránya a modellnek, hogy a regionális gazdasági integrációval megnőnek a térségen belüli függőségi viszonyok, amelyek a modell hosszú távú fenntarthatóságát megnehezítik. Mindezt jól illusztrálta az eurózóna fejlődésében a dél-európai adósságválság kirobbanása. Az export versenyképességének a fenntartásához szigorú pénzügypolitikát kénytelen fenntartani a devizakibocsátó állam, ami viszont a fiskális mozgásterét szűkíti be. Ennek a forgatókönyvnek a megvalósulását részben már látjuk a kínai renminbi (jüan) esetében, hiszen a Kína körüli termelési és kereskedelmi hálózatokra elkezdett fokozatosan ráépülni egy laza monetáris együttműködés, amiben a renminbinek már most is van egy horgony szerepe. Ennek a modellnek a lehetséges kifejlődésével egy renminbi körüli valutakígyó létrejöttével kialakulhatna egy „ázsiai elszámolási egység” (az euró mintájára).

A német modellel szemben a másik típust „amerikainak”, avagy hegemonnak hívja *Gao és Yu (2011)*. Ezt sokkal inkább a teljes konvertibilitásra történő gyors átállás jellemzi, ami a nemzetközi pénzpiaci likviditás fenntartásához és folyamatos biztosításához szükséges. A devizahasználatában a biztonsági szerep válik meghatározóvá, ami folyamatosan növeli a pénzpiaci keresletet a fizetőeszköz iránt mind a tartalékolásban, mind a kereskedelemben, mind pedig a pénzügyi tranzakciók elszámolásában. Ez az extra kereslet nyilvánvalóan felértékeli a fizetőeszköz árfolyamát, ami miatt csorbul a kibocsátó állam export versenyképessége, és jegybankjának szerepe sem a merkantilista modell fenntartására, hanem sokkal inkább a nemzetközi pénzügyi rendszer egyensúlyának biztosítására koncentrál. A típus hátránya tehát, hogy a korábbi merkantilista növekedési modell helyett egy szerkezetváltásra van szükség a gazdaságban, amiben a növekedés motorja más alapokra tevődik át. A devizával

⁴⁰ A Mundell trilemma alapján ekkor az önálló monetáris politika és a rögzített árfolyamrendszer érvényesül, míg a nyitott tőkemérleg a korlátozások miatt nem érvényesülhet maradéktalanul. Ez jellemezte az európai monetáris együttműködést az 1970-es és 80-as években (Benczes, 2011).

párhuzamosan a jegybank szerepköre is nemzetközivé válik, mint a nemzetközi pénzügyi rendszer „végső hitelezője”. Előnye, hogy a nemzetközi finanszírozás biztosításával, és a globális biztonsági valuta kibocsátásának jogán az állam pénzügypolitikája, és vele fiskális mozgástere kiszélesedik. A növekvő külső adósságát a nemzetközi pénzpiacról viszonylag akadálytalanul képes megfinanszírozni. Ezáltal olyan geostratégiai fontos célok megvalósítására is képessé válhat, amit csak egy valóban globális hegemon engedhet meg magának. A fizetőeszköz nemzetközi használatával megnövekedett fiskális mozgástér kapcsán mindez azt jelentené, hogy az exportvezérelt növekedési modell felől a belső felhasználásra, azon belüli is a magán és közösségi fogyasztásra helyeződne át a hangsúly. Az, hogy melyik modell irányába mozdul el a kínai gazdaságpolitika, esetleg az egyikből vezet-e át az út a másikba, a nemzetközi pénzügyi rendszer egészének fejlődése szempontjából is a következő évek egyik legfontosabb megválaszolandó kérdése.

Felhasznált irodalom

Ausch Sándor: A KGST-együtműködés helyzete, mechanizmusa, távlatai. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1969

Bartlett, David, Seleny, Anna: The Political Enforcement of Liberalism: Bargaining, Institutions, and Auto Multinationals in Hungary. *International Studies Quarterly* 42, 319-338. o. 1998

Benczes István: "Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások". *Közgazdasági Szemle*, LVIII évf., szeptember. 2011

BIS: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Monetary and Economic Department. 2013
<http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>

Campanella, Miriam: The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System, ECIPE Working Paper, No. 01/2014

Cohen, J. Benjamin: The Yuan's Long March, *New Political Economy*, May 2012

Csanádi Mária: "State Intervention, Local Indebtedness, Investment Overheating and Their Systemic Background During Global Crisis in China". Discussion Papers, MTA KRTK KTI. MT-DP – 2013/40

Csanádi, Maria, Liu Xiaoxuan: Crisis and selective adaptation in a Chinese prefecture between 2008 and 2010: a survey among industrial enterprises. MT-DP 2012/35
<http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1235.pdf>

Czaban, Laszlo, Henderson, Jeffrey: Commodity chains, foreign investment and labour issues in Eastern Europe. In: *Global Networks* 3, 171-196.o. 2003

Eichengreen, Barry: *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York, Oxford University Press. 2011

Eichengreen, Barry: *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton University Press. 2008

Eichengreen, Barry: *Chinese Currency Controversies*, Asian Economic Panel, 2004 April

Eichengreen, Barry: *Renminbi Internationalization: Tempest in a Teapot?* Asian Development Review, vol. 30, no. 1, pp. 148–164, 2013

Eichengreen, Barry, Kawai, Masahiro: *Issues for Renminbi Internationalization: An Overview*, ADBI Working Paper Series, January 2014

Erhard Szilárd: sajtógyűjtés, portolio.hu, 2015

Feenstra, Robert: *Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, No. 4, 31-50.o. Fall 1998

Gao Haihong, Yongding Yu: „The Internalization of the Renminbi”. Bank for International Settlements Papers, no. 61. 2011

Garcia-Herrero: *Internationalizing the Currency while leveraging massively: The case of China*, Brueghel Working Paper, 2015/12

Gao, Haihong, Yu, Yongding: "The Internationalization of the Renminbi" BIS Papers, No 61. 2011

Gerőcs Tamás: "A polaritással kapcsolatos vita neostrukturális interpretációja". Külügyi Szemle, XV. Évfolyam/ 2016. 1. szám.

Bohle, Dorothee, Greskovits, Béla: Capitalist Diversity on Europe's Periphery. Cornell University Press. Ithaca, New York, 2012

Gyuris Ferenc: Területi egyenlőtlenségek és a beruházások földrajzi eloszlása az átmenet Kínájában. Könyvfejezet: Kínai álom, kínai valóság Typotex/Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Budapest, Szerk: Salát Gergely, 42-65 old. 2015

He, Dong, McCauley, Robert: Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues. BIS Working Papers. No 320. September 2010

Hung-Gay Fung, Chuan-Hao Hsu, Wai Lee, Jot Yau: Dim Sum Bonds: Do They Whet your Appetite? The Journal of Portfolio Management, Special China Issue, 2015

Komlóssy, Laura, Kovalszky Zsolt, Körmendi Gyöngyi, Land Péter, Stancsics Martin: "Kína: a tervgazdaságtól a modern bankrendszerig". Hitelintézeti Szemle, 14. évf., Különszám, 133-144.o. November 2015
<http://www.hitelintezetiszemle.hu/%5Cletoltes%5C10-komlossy-kovalszky-kormendi-lang-stancsics.pdf>

Ladányi Sándor, Sütő Zsanett, Tapaszti Attila: A kínai devizapiaci nyitás kihívásai. MNB kiadvány. 2016
<http://www.mnb.hu/letoltes/ladanyi-sandor-suto-zsanett-tapaszti-attila-a-kinali-devizapiaci-nyitas-kihivasai.pdf>

Laurenceson, James, Ki Tang, Kam: China's capital account convertibility and financial stability, East Asia Economic Research Group, Discussion Paper No. 5, October 2005

Liu, Weiding, Dicken, Peter: Transnational Corporations and 'obligated embeddedness': foreign direct investment in China's automobile industry. Environment and Planning A 2006, volume 38, 1229-1247.o. 2006

Matura Tamás: Új fejezet a globális hatalmi játszmában - magyar részvétellel.

Kitekinto.hu. 2015 április 8.

<http://kitekinto.hu/keletazsia/2015/04/08/uj-fejezet-a-globalis-hatalmi-jatszmaban-magyar-reszvetellel>

Maziad, Samar, Shik Kang, Joong: RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links, IMF Working Paper, 2012 May

Medeiros da Silva, Rodrigo: The “Renminbi Swap Lines” and the emergent role of China as an emergency lender: evidence from Argentina (megjelenés alatt)

Mundell, Robert: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Economie et de Science politique Vol. 29, No. 4, 475-485. o. Nov, 1963

McCauley, Robert: Internationalizing the Renminbi and China's Financial Development Model, CGS-IIGG, 2011/nov.

McCauley, Robert: Renminbi internationalisation and China's financial development, BIS Quarterly Review, December 2011

Murphy, Melissa, Jin Yuan, Wen: Is China Ready to Challenge the Dollar? Internationalization of the Renminbi and Its Implications for the United States. Center for Strategic & International Studies. October, 2009

MNB: A Magyar Nemzeti Bank és a People's Bank of China közötti devizaswap keret felállításáról szóló megállapodás. 2013

<http://mnb.hu/letoltes/kina-swap.pdf>

Nolan, Peter: “Is China buying the world?” Polity Press, 2012

Sadler, David, Swain, Adam: State and market in Eastern Europe: regional development and workplace implications of direct foreign investment in the automobile industry in Hungary. Transactions of the Institute of British Geographers, Vol. 19, No 4. 377-403.o. 1994

Subacchi, Paula, Huang, Helena: The Connecting Dots of China's Renminbi Strategy: London and Hingkong, Chatham House, briefing paper, 2012/02

Subacchi, Paula: 'One Currency, Two Systems': China's Renminbi Strategy, Chatham House, briefing paper, 2010/01

Subacchi, Paula, Driffil, John (edit): Beyond the Dollar, Rethinking the International Monetary System, Chatham House Report, March 2010

Sütő, Zsanett: A panda esete a dim sum-mal. MNB kiadvány. 2016

<http://www.mnb.hu/letoltes/suto-zsanett-a-panda-esete-a-dim-sum-mal.pdf>

Trebitsch Péter: Új Selyemút: Kína új megaprojektet készít elő. Kitekinto.hu. 2015 március 17.

http://kitekinto.hu/keletazsia/2015/03/17/uj_selyemut_kina_uj_megaprojektet_keszit_el

Triffin, Robert: The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives. Princeton Studies In International Finance. No. 12. 1964

Zhang, Liqing, Tao, Kunyu: The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization, ADBI Working Paper Series, May 2014

Internetes források:

[http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/04/08/uj-fejezet-a-globalis-hatalmi-jatszmaban -
magyar-reszvetellel#.VSUyDpMhrIV?utm_source=mandiner&utm_medium=link&utm_c
ampaign=mandiner_201603](http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/04/08/uj-fejezet-a-globalis-hatalmi-jatszmaban-magyar-reszvetellel#.VSUyDpMhrIV?utm_source=mandiner&utm_medium=link&utm_campaign=mandiner_201603)

<https://www.mnb.hu/letoltes/kina-swap.pdf>

[http://www.portfolio.hu/deviza-kotveny/deviza/milyen-elonyokkal-jarhat-a-mai-kina-i
-magyar-megallapodas.188901.html](http://www.portfolio.hu/deviza-kotveny/deviza/milyen-elonyokkal-jarhat-a-mai-kina-i-magyar-megallapodas.188901.html)

[http://www.portfolio.hu/deviza-kotveny/megujitottak-a-magyar-kina-i-devizacsere-
keretet.5.237188.html](http://www.portfolio.hu/deviza-kotveny/megujitottak-a-magyar-kina-i-devizacsere-keretet.5.237188.html)

[http://www.portfolio.hu/vallalatok/hamarosan-letrejohet-kina-masodik-legnagyobb-t
ozsdeje.235888.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/hamarosan-letrejohet-kina-masodik-legnagyobb-t-ozsdeje.235888.html)

<http://bruegel.org/2016/04/chinese-banks-the-way-forward/>

<http://kitekinto.hu/keletazsia/2015/03/17/uj-selyemut-kina-uj-megaprojektet-keszit-el>

<https://www.weforum.org/agenda/2015/06/how-much-is-china-investing-overseas>