

## ÁTKELÉS A FOLYÓN A KÖVEKET ÉREZVE

Készítette: Erhart Szilárd

Inkább művészet, mint tudomány a kínai tőkemérleg átalakulásának előrejelzése. A legfontosabb kérdéseket ugyanakkor bátran feltehetjük, és talán néhány választ is találhatunk a nemzetközi kutatások eredményeit felhasználva. Milyen mértékű lehet a kínai tőkeáramlások növekedése az elkövetkező években? Milyen csatornákon keresztül valósulhatnak meg a befektetések? A piaci és szakértői várakozások szerint elsősorban a kétirányú portfóliobefektetések nőhetnek igazán dinamikusan a jövőben, amelyek a Kínából induló tőkebefektetéseken belül fokozatosan felválthatják a devizatartalékokat. Emellett a következő években Kína már nem csak fogadója lehet a működőtőke áramlásoknak, hanem egyre inkább indulóországa is. A végeredmények és a folyamat sebessége nagyban függ ugyanakkor attól, hogy a reformfolyamat mellett elkötelezett marad-e Kína vezetése. A folyón történő átkeléshez hasonló körülmétekintés persze a partner országok, így Magyarország oldaláról is indokolt a lehetőségek felmérése és kihasználása során.

*Ez az elemzés egy többrészes cikksorozat negyedik részeként jelenik meg. A cikksorozat első része bemutatta [a renminbi nemzetközi megjelenésének mérföldköveit](#), a második rész a [kínai jegybank árfolyampolitikáját, illetve az MNB-vel, és más jegybankokkal kötött devizacsere keretmegállapodásait a részleteit](#) ismertette, a harmadik része pedig a renminbi nemzetközivé válásához kapcsolódó [jegybanki felelősségi köröket tekintette át](#). A cikksorozat záró írása március végén jelenik meg, és a nemzetközi renminbi központok, illetve renminbi kezdeményezések legfontosabb jellemzőit tárgyalja.*

### 1. 10 ÉV ALATT 20 SZÁZALÉKPONTOT MEGHALADÓAN NŐHETNEK A MŰKÖDŐTŐKE ÁRAMLÁSOK

**A kínai gazdasági reformokat elindító Teng Xiaoping a reformokat a *folyón való átkeléshez hasonlította, amelynek során lassan, fokozatosan érdemes haladni, és a köveket mindig éreznünk kell a lábunk alatt.***

*„átkelés a folyón  
a köveket érezve”*

*Teng Xiaoping<sup>1</sup>*

**Kína lassan, de biztosan halad a külgazdasági reformokkal.** A liberalizáció nagy vonalakban más feltörekvő országok korábbi gyakorlatát követte, első lépésben a folyó fizetési mérleg elszámolásokra vonatkozó korlátozásokat számolták fel a 2001-es WTO tagság elérésének érdekében, és az elmúlt években kezdődött meg a tőkemérleg fokozatos liberalizációja.

**Kína továbbra is az egyik legfontosabb megtakarító maradhat a globális pénzügyi piacon, az ország nemzetközi befektetői pozíciójának szerkezete ugyanakkor jelentősen átalakulhat.** Az

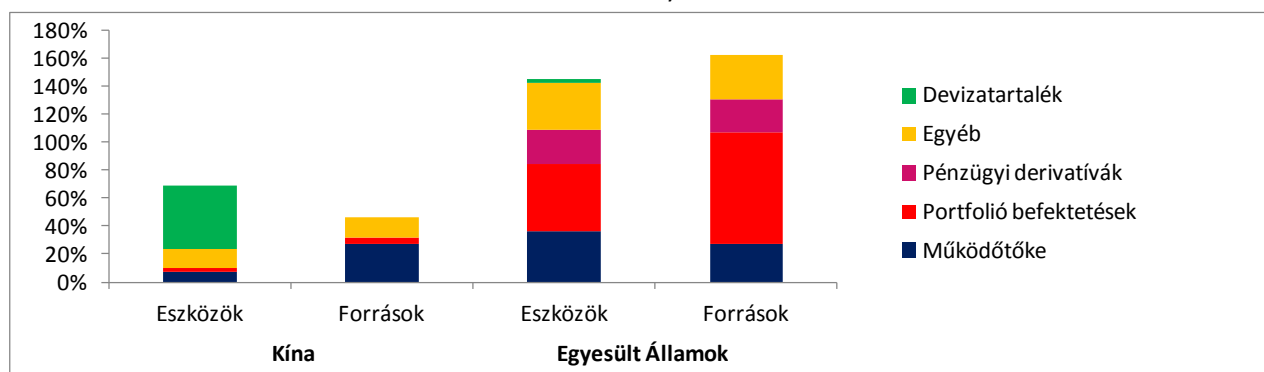
---

<sup>1</sup> Teng Xiaoping kínai reformer államfő 1978-92 között, a szocialista piacgazdasági nyitás úttörője.

elmúlt évtizedekben a fejlődő Kína külföldi befektetéseinek között a devizatartalékok domináltak, míg a forrásoldalon a közvetlen tőkebefektetések voltak meghatározóak (1. ábra).

**A kínai tőkemérleg nyitásával kapcsolatos jövőkép felvázolásához az elemzések leggyakrabban a világ talán legfejlettebb tőkepiacával rendelkező Egyesült Államok nemzetközi befektetői pozícióját hasonlítják Kínáéhoz.** A Kínánál jóval fejlettebb Egyesült Államok külföldi eszközeinek, illetve forrásainak GDP arányos értéke egyaránt lényegesen magasabb, és összetételük is diverzifikáltabb. Az egyik legfontosabb különbség, hogy mind az eszközök, mind a források esetében nagyobb a súlya portfólió befektetéseknél, illetve derivatíváknak (1. ábra).

**1. ábra:** Nemzetközi befektetői pozíció Kínában és az Egyesült Államokban (GDP arányos értékek, 2013)



Forrás: IMF IFS

**A tőkemérleg liberalizációjával párhuzamosan jelentősen növekedhet a jövőben a Kínából külföldre irányuló működőtőke és portfólió-befektetések értéke.** A Kínába áramló befektetésekre csak szűk kvóták erejéig van lehetőség jelenleg (QFI, RQFII, jegybanki kötvényprogram, stb.). [He et al \(2012\)](#) a várható GDP növekedésre, tőkemérleg liberalizációra és intézményi tényezőkre alapozva a nemzetközi mintát figyelembe véve adott becslése szerint az FDI kifizetés a jelenlegi 5 százalékról 27 százalékra nőhet GDP arányosan 10 év alatt, de hasonló nagyságrendű eredményekre jutott az angol jegybank munkatársa is ([Hooley, 2013](#)). Más országok múltbeli tapasztalatai is megerősítik, hogy a tőkeáramlások igen gyorsan felfuthatnak a korlátozások feloldását követően.

**A kínai korábbi pénzügyi liberalizációs lépések fényében a tőkemérleg deregulációja 5-10 évet vehet igénybe, és mind a kínai érdekeket, mind a nemzetközi érdekeket szolgálhatja.** A fejlettebb országok már jelenleg is támogatják a kínai liberalizációt például **renminbi devizatartalék vásárlásával**, és a folyamat hosszú távon **a renminbi hivatalos tartalékdeviza státuszát is megtehermentheti a liberalizáció folytatódása esetén (árfolyamrendszer, kamatok, tőkemérleg deregulációja)**. A renminbi eszközöket tartó jegybankok közül egyelőre csak néhány ([BoE](#) – Bank of England, [RBA](#) – Reserve Bank of Australia) hozta nyilvánosságra renminbi befektetéseinek részleteit, illetve további jegybankok is kommunikáltak szándékaikról ([BoK](#) – Bank of Korea, [BoN](#) - Bank of Nigeria, [BdF](#) - Banque de France, stb.).

Emellett a renminbi pénzügyi piacok támogatására tett erőfeszítések (**például a kormányzati RMB kötvénykibocsátások**) is segíthetik Kína globális pénzügyi piaci megjelenését. Az **IMF és WB**

**intézményi és irányítási reformja** is olyan lépések a fejlett országok részéről, **amelyet az ázsiai partnerek régóta sürgetnek**, és ezek ösztönözhetik a jövőben a kínai reformintézkedések folytatását. **A kínai devizatartalékok csökkenését az ország felzárkózása, nyitottságának csökkenése, az ország növekvő globális súlya, valamint az árfolyamrendszer rugalmasabbá tétele is elősegítheti a jövőben.**

**[Eichengreen\(2014\)](#)** és szerzőtársai ugyanakkor figyelmeztetnek, hogy a kínai tőkemérleg liberalizációjának számos feltétele van, illetve a liberalizációs folyamat nem feltétlenül „egyirányú út”. Többek között fontos feltétel, hogy a kínai gazdasági reformok folytatódjanak (állami vállalatok átalakítása, eszközallokáció és befektetések minőségének javítása, a középosztály befektetői palettájának szélesítése a betéteken és ingatlanokon túl más eszközökre, intézményrendszer fejlesztése, transzparencia, stb.). Továbbá számos országban tapasztalható volt a külgazdasági liberalizáció megkezdését követően, hogy a szabályozások részleges lebontása az árnyékbankrendszeri aktivitást erősítették. Emellett a külgazdasági nyitás új fertőzési csatornákat is nyithat, ezért a pénzügyi stabilitási intézményrendszer fejlesztése igen fontos feladat Kínában (például a betétbiztosítási rendszer, felügyeleti rendszer, hitelminősítés, határon átnyúló felügyeleti együttműködés, stb.). **Kérdés, hogy a növekvő kockázatok, illetve egy-egy kedvezőtlen jövőbeli esemény bekövetkezésekor Kína folytatja-e a reformokat, vagy lassítja, esetleg visszafordítja azokat, mindez ugyanis a tőkemérleg jövőképét alapvetően befolyásolhatja.**

## 2. A KÍNAI TŐKEÁRAMLÁSOK KOMPONENSEI

### 2.1. Kína az egyik legfontosabb globális megtakarító maradhat

**A kínai nemzetgazdaság bruttó és nettó megtakarításai nemzetközileg is kiemelkedőek, és a várakozások szerint Kína továbbra is folyó fizetési mérleg többlettel rendelkezik.** Kínában a bruttó megtakarítások 2010-2014 között a GDP 51 százalékát tették ki. A bruttó megtakarításokon belül a háztartások, illetve szokatlan módon a vállalatok megközelítőleg egyenlő arányban osztozkodtak, utóbbiak elsősorban az állami szubvencióknak köszönhetően.

**A kínai folyó fizetési mérleg továbbra is többlettel rendelkezik, ugyanakkor a többlet jelentősen csökkent a 2007-es 10 százalékról 2 százalékra 2013-ban.** A folyamatban a globális egyensúlytalanságok kiigazítása, valamint a renminbi árfolyamának jelentős felértékelődése is szerepet játszott. Fontos továbbá megjegyezni, hogy az elmúlt évtizedekben a belső kereslet motorja a beruházások voltak, míg a jövőben a háztartások fogyasztása is emelkedést mutathat, ami a fizetési mérlegre is hathat. 2012-ben a GDP arányos beruházási ráta 47 százalékos volt, ami az építőipari beruházásokkal, útépítéssel volt indokolható. Az OECD hosszú távú várakozásai szerint folyó fizetési mérleg többlet megmaradhat: bár a fogyasztás növekedni fog, a várakozások szerint a beruházások fokozatosan visszaeshetnek.

### 2.2. Egyre több kínai szociális alap jelenhet meg a külföldi tőkepiacon

**A kínai szociális ellátórendszer fejlődése, és a Kínát is egyre inkább sújtó népességöregedés miatt egyre növekedhet a biztosítócégek portfóliója.** Egyre magasabb Kínában is a városi népes-

ség aránya, és a családon belüli generációk közötti jövedelemátcsoportosítás fokozatosan enyhül. Különösen a magasabb jövedelmű rétegek jelenhetnek meg a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon befektetési és diverzifikációs lehetőségeket keresve, illetve az őket képviselő gyorsan növekvő társadalombiztosítási, nyugdíj és egyéb alapok. A kínai tőkekorlátozások a háztartások megtakarításainak külföldi befektetéseit is korlátozták, és ezek a megtakarítások a jövőben egyre inkább megjelenhetnek a nemzetközi tőkepiacon. A becslések szerint a portfólió befektetések állománya a 2010-es 300 milliárd dollárról 4-5000 milliárd dollárra nőhet elérve a GDP 15-25 százalékát tíz év alatt.

**Legnagyobb mozgástere a befektetési eszközök tekintetében a kínai befektetési alapoknak lehet.** A likviditási és kockázatkezelési szempontokra tekintettel várhatóan elsősorban az állampapírok piacára lépnének be.

### **2.3. Egyes jegybankok és intézményi befektetők már megjelentek a Kínai tőkepiacon**

**A portfólióberámlások engedélyezése során a kínai hatóságok preferált helyzetet biztosítottak a jegybankoknak, amelyek már 2010 óta befektethetnek a bankközi kötvénypiacon (lásd a cikksorozatunk [korábbi írását](#)).**

**A renminbi konvertibilitásának megteremtése esetén a renminbi nemzetközi tartalékdevizává válhat és egyre több jegybank vásárolhat renminbi eszközöket.** A jegybankok szűk köre már megkezdte a renminbi portfólió kialakítását, ugyanakkor a renminbi befektetések aránya még ezekben a jegybankokban is csak a teljes devizatartalékportfóliónak az elenyésző hányada, jellemzően 1-3 százaléka. Példaként szolgálhat az Egyesült Királyság, amely a kínai befektetők igényeihez igazodva renminbi értékpapírokat bocsátott ki 2014 októberében. Az Egyesült Királyság ugyan az első szuverén állam, amely Dim Sum kötvényt<sup>2</sup> bocsátott ki Európában, más nem kormányzati kibocsátók, mint például a British Petroleum (2011), illetve az HSBC (2012) már megjelentek Londonban regisztrált renminbi kötvényekkel.

**A Kínába irányuló portfólió-befektetésre a pénzügyi intézményeknek is lehetősége nyílt a jelenlegi kvóta rendszer (QFI – Qualified Foreign Investor, RQFII – Renminb Qulified Foreign Investor) lehetőségeit kihasználva ([lásd a cikksorozat első írását a kvótákról](#)).** A várakozások szerint az RMB eszközöknek diverzifikációs és hozamelőnye lehet, és a renminbi globális súlyának növekedésével párhuzamosan növekvő kereslet kedvező hozamokat biztosíthat. Ezzel párhuzamosan a renminbi megjelenhet fokozatosan a benchmark indexekben, ami szintén növelheti a keresletét az RMB eszközöknek direkt/indirekt módon, javítva ezzel a korán piacra lépő befektetők pénzügyi eredményességének kilátásait.

---

<sup>2</sup> Dim-sum kötvényeknek nevezik a Kínán kívül kibocsátott renminbi kötvényeket.

1. táblázat Kínai tőkebeáramlások és kiáramlások lehetőségei

<b>KÍNAI TŐKEKIÁRAMLÁSOK</b>	
	
	NEMZETKÖZI PÉLDÁK
<b>PORTFOLIÓ KIÁRAMLÁSOK</b> kínai biztosítási alapok külföldi befektetései, portfóliódiverzifikációja háztartások és vállalatok külföldi betétei	Egyesült Királyság kormánya - RMB kötvénykibocsátás Magán RMB kötvénykibocsátások (BP, BoC Singapore, Unilever, Volkswagen, stb.) Növekvő határon átnyúló hitelaktivitás (BoC, ICBC, ABC..)
<b>FDI KIÁRAMLÁSOK</b> márkavásárlások, piacszerzés, stratégiai erőforrások vásárlása, élesedő belföldi verseny, szűkülő profitrések, szennyező iparágak kitelepítése	Brand vásárlások (VOLVO, MG, Hummer) Stratégiai erőforrásvásárlások (bányák Afrikában, Ausztráliában, Dél-Amerikában, stb.) Piacszerzés (Wanhua-Borsodchem)
	
	NEMZETKÖZI PÉLDÁK
<b>PORTFOLIÓ BEÁRAMLÁSOK*</b> államadósság finanszírozás, privát forrásgyűjtés	QFII kvóták RQFII kvóták (Hong Kong 270, London 80, Párizs 80,....) Jegybanksi devizatartalék befektetések (Ausztrália, Egyesült Királyság, Korea, Nigéria, ....)

2014. novembertől indult a Shanghai-Hong Kong Connect program, amely Shanghai és a Hong Kongi értéktőzsdéit köti össze, lehetőséget biztosítva arra, hogy a kínai anyaországi és a hong kongi befektetők kereskedjenek a két piacra bevezetett részvényekkel. A program indulásakor egyelőre csak az A típusú shanghai-i részvényekkel lehet kereskedni. A kínai anyaországi befektetők közül csak a legalább 500 ezer renminbi számlapénzzel rendelkező befektetők vásárolhatnak a hong kongi részvényekből. A kereskedelem mértékére egyelőre aggregált kvótákat is meghatároztak mindkét irányú forgalomra.

[Mills](#) cikke ugyanakkor arra figyelmeztet a QFI és RQFII kvóták nem teljes kihasználásának okait vizsgálva, hogy az onshore kínai piacok integritása és transzparenciája egyelőre korlátozott és szabályozási és intézményi változásokra is szükség lehet ahhoz, hogy a Kínába irányuló tőkeáramlás gyorsulni tudjon.

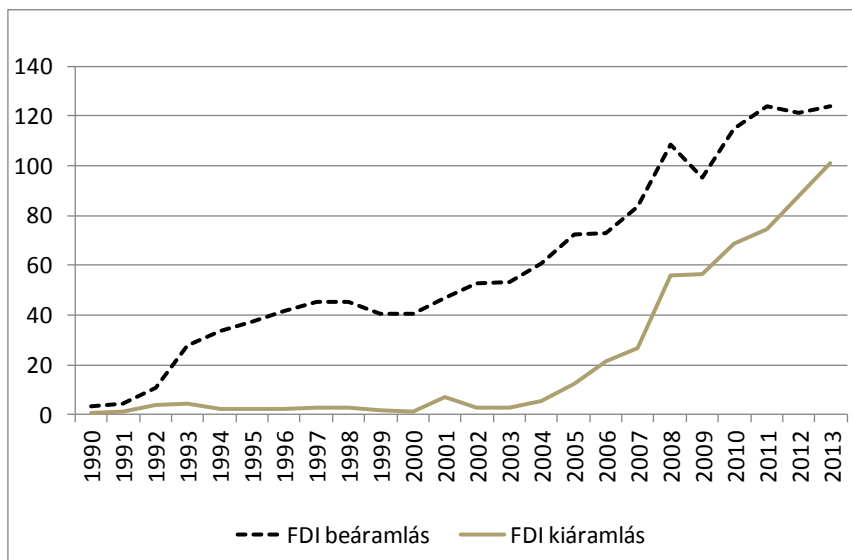
#### 2.4. Kína már nem csak célországa lehet a működőtőke áramlásoknak

Az FDI beáramlás az 1990-es évek óta a kínai növekedés egyik motorja. A tőkebeáramlás mellett a beáramlásokkal járó technológiatranszfer, menedzsment és intézményszervezési ismeretek is kedvezően hatottak a kínai növekedésre. A tőkebeáramlások ugyanakkor lényegesen lassultak az elmúlt években, a globális és kínai gazdasági növekedés lassulása miatt, illetve a szűkülő kínai profitrésekkel összefüggésben.

A kínai működőtőke beáramlások évtizedeit követően a várakozások szerint a jövőben már a kiáramlások dominálhatnak. A kínai külföldi tőkebefektetések legfontosabb célpontjai voltak a

**múltban: (i) a márka vásárlások** (pl: Volvo, Hummer, MG), **(ii) az exportpiac szerzés, (iii) a szennyező iparágak kitelepítése, (iv) stratégiai erőforrás vásárlások** (bányák Afrikában, Ausztráliában, Dél-Amerikában). A működőtőke kivitelét a jövőben továbbá a kínai gazdasági felzárkózás, a létrejövő új iparágak (pl. elektronika, alternatív energia, stb.) és a kínai vezetés nyitottabb külgazdasági, külpolitikai stratégiája.

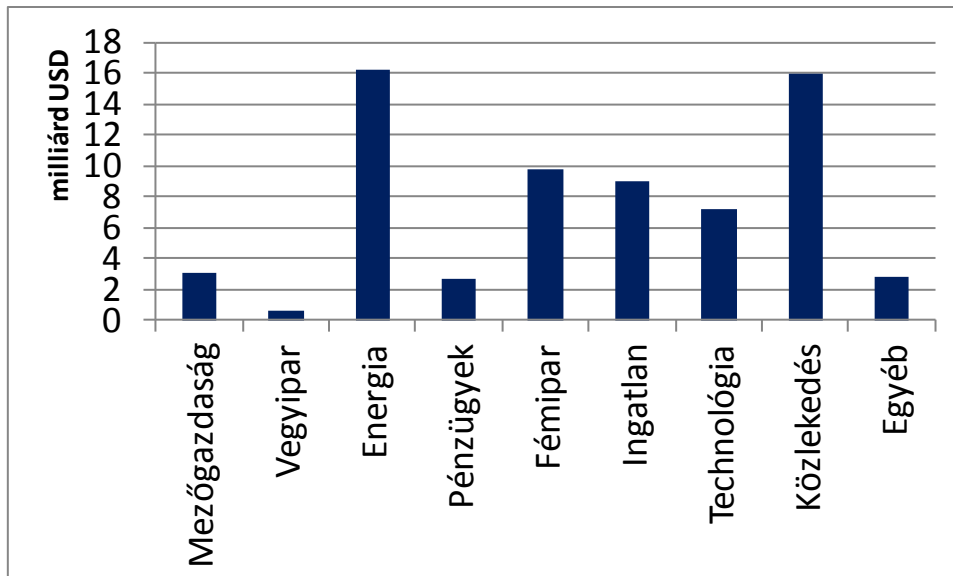
**2. ábra:** Kínai működőtőke áramlások értéke (milliárd USD)



Forrás: [UNCTAD](#)

A legfrissebb működőtőke statisztikák még nem állnak rendelkezésre, ugyanakkor a legfontosabb kínai tőkebefektetéseket számon tartó [Heritage Foundation](#) adatbázisa szerint a Kínából származó tőkebefektetések hosszú éveken át tartó emelkedést követően 2014-ben jelentősen visszaestek. Elsősorban a dél-amerikai, afrikai és nyugat-ázsiai befektetések csökkentek. A kínai befektetéseken belül a közlekedési és energetikai beruházások voltak a legfontosabbak.

**3. ábra:** A jelentősebb kínai külföldre irányuló tőkebefektetések szektoronkénti megoszlása (2014)



Forrás: [The Heritage Foundation](#)

**A kelet-európai régióban Magyarországnak fontos szerepe volt már eddig is a tőkebeáramlások fogadásában.** Jelentős beáramláshoz vezetett Magyarország esetében például a Wanhua beruházás sorozata, amelynek keretében irányítást szerzett a kazincbarcikai Borsodchemben, emellett a Huawei beruházásai. **Szunomár (2014) tanulmánykötete alapján a kínai tőkemérleg átalakulásával párhuzamosan a régióba irányuló FDI befektetések gyorsan növekedhetnek.**<sup>3</sup> A kínai FDI állomány ugyanakkor mind a befektetések, mind a kifizetések esetében töredékét teszi ki a magyarországi teljes FDI állománynak egyelőre.

## 2.5. Magyarországnak kitüntetett szerepe van a KKE-régióban

**Magyarországnak a régióban több szempontból is kulcspozíciója van, ami a kínai tőkeáramlások növekedésének kihasználását megkönnyítheti.**

**Egyrészt az MNB eddig egyedüli régiós jegybankként írt alá swapline szerződést a PBOC-val.** A swapline szerződés biztonsági szelepet biztosíthat a jövőben a pénzügyi rendszer renminbi likviditási zavarai esetére.

**Másrészt a Bank of China Hungary budapesti leányvállalatának és új fióktelepének célja a menedzsment tervei szerint az, hogy regionális elszámolási központot hozzanak létre.**

**Továbbá Magyarország volt a kínai FDI befektetések egyik legfontosabb célországa a régióban a 2000-es évektől kezdődően.** A kelet-európai régióba irányuló működőtőke befektetések összességében a teljes kínai működőtőke befektetéseken belül jelentős hányadot tettek ki, ugyanakkor a kínai külföldre irányuló FDI befektetések összességében alacsony szintje (1. ábra) miatt a hazai működőtőke befektetéseken belüli arányuk továbbra is alacsony.

<sup>3</sup> Szunomár Ágnes (2014): Chinese Investments and Financial Engagement in Visegrad Countries, Myth or Reality, Visegrad Fund, MTA KRTK VGI

**Emellett a kínai bevándorlók egyik legkedveltebb régiós célpontja hazánk.** Az 1980-as években a kínai vízummentesség az EU egyéb országaiba vándorló kínaiak fontos állomásával tette Magyarországot. A hazánkba települő kínaiak szociális helyzete heterogén, ellentétben más országokkal, hivatalnokok, állami vállalati menedzserek is megtelepedtek. A Magyarországon tartózkodó kínaiak száma 2013. január 1-jén 12716 fő volt, ami a külföldi lakosság 9 százaléka. A migráció összességében támogathatja a kínai tőkebefektetések megjelenését a régióban.

**A kínai tőkepiaci nyitás várhatóan egyre több területen kínál lehetőségeket a hazai tőkepiaci és reálgazdasági szereplők számára, ugyanakkor a lehetőségek felmérése és kihasználása mellett a körütekintés is indokolt.** A Heritage Foundation a kínai befektetések ösztönzése során a kölcsönösség fontosságára hívja fel a figyelmet. A kínai tőke tranzakciók végrehajtását egyelőre a nyelvi és intézményi korlátok is akadályozhatják. Összességében tehát az egyre szélesedő befektetési és finanszírozási lehetőségek kihasználása során indokolt a körütekintés („Átkelés a folyón a köveket érezve.”), követve ezzel a kínai partner stratégiáját.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. március 20-án.”*