

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 körültekintés 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 Xiaoping¹

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.

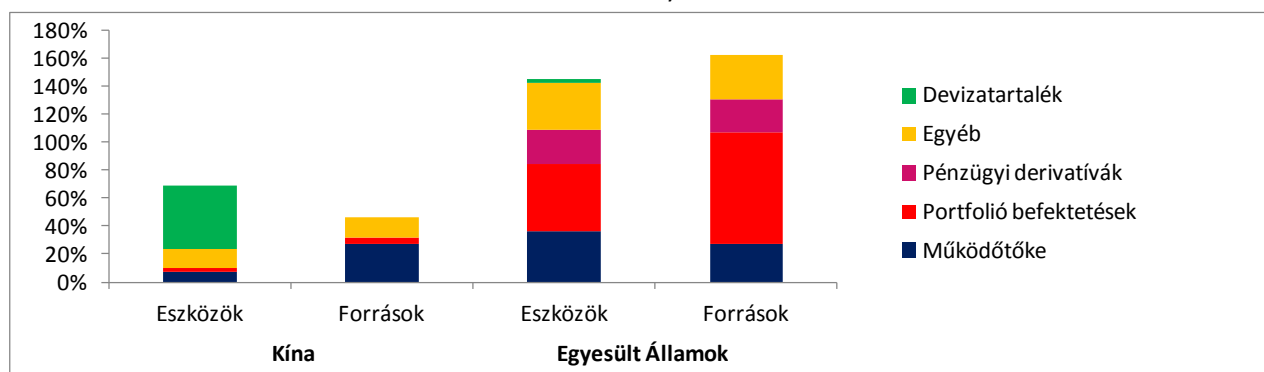
Kína továbbra is az egyik legfontosabb megtakarító maradhat a globális pénzügyi piacon, az ország nemzetközi befektetői pozíciójának szerkezete ugyanakkor jelentősen átalakulhat. Az

¹ 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 befektetéseknek, 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 megtehermeheti 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 rendelkezhet. 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 kötvényt² 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.

² Dim-sum kötvényeknek nevezik a Kínán kívül kibocsátott renminbi kötvényeket.

1. táblázat Kínai tőkebeáramlások és kiáramlások lehetőségei

KÍNAI TŐKEKIÁRAMLÁSOK	
	
	NEMZETKÖZI PÉLDÁK
PORTFOLIÓ KIÁRAMLÁSOK 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..)
FDI KIÁRAMLÁSOK 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
PORTFOLIÓ BEÁRAMLÁSOK* államadósság finanszírozás, privát forrásgyűjtés	QFII kvóták RQFII kvóták (Hong Kong 270, London 80, Párizs 80,....) Jegybanki 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.

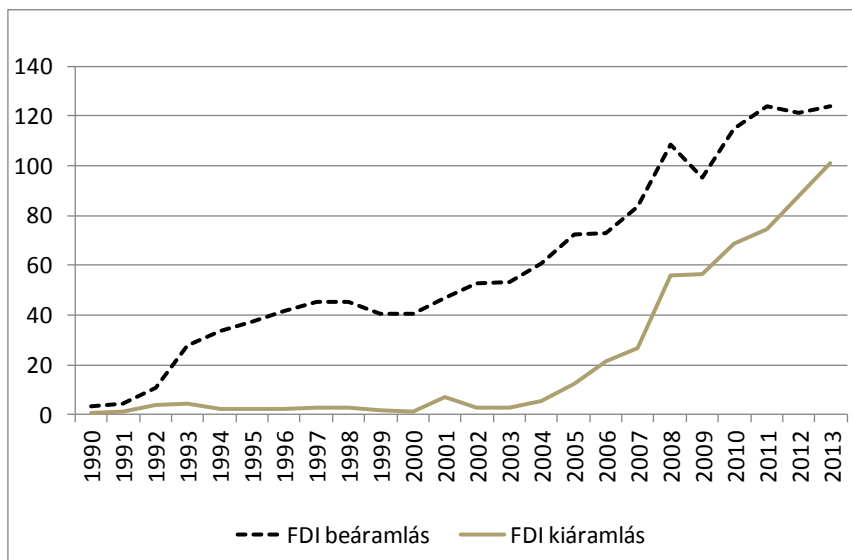
2.4. Kína már nem csak célországa lehet a működőtőke áramlásoknak

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.

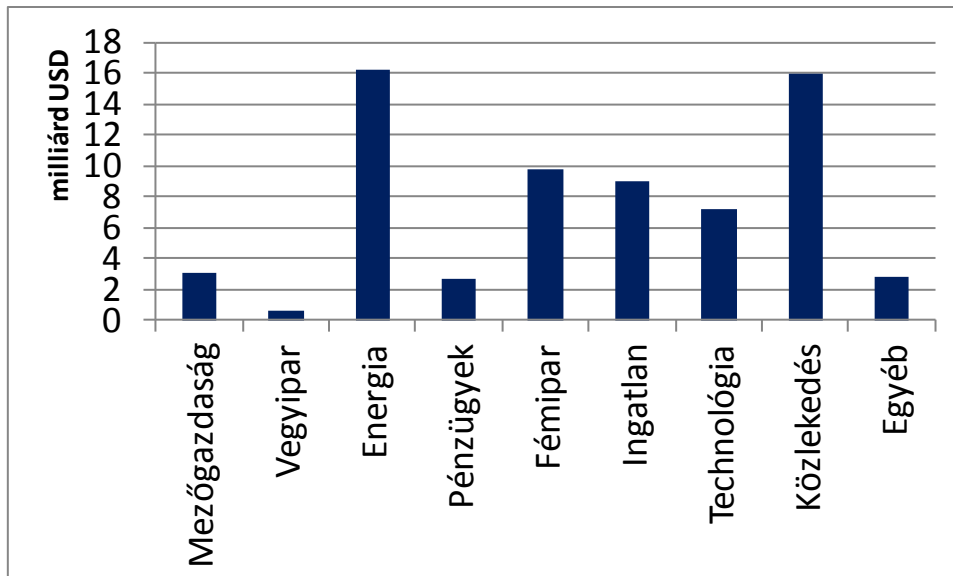
2. ábra: Kínai működőtőke áramlások értéke (milliárd USD)



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.**³ 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.

³ 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.”