

S Z E M L E

A tőkekorlátozások alakulása és a tőkeáramlások liberalizációja Kínában

**Az eddigi és a várható változások
a minősített külföldi és hazai befektetési programok fényében**

GÁBOR TAMÁS

*A cikkben a szerző arra vállalkozik, hogy a kurrens devizahatósági és felügyeleti rendeletek összegyűjtésével és rendszerezésével bemutassa a kínai tőkeáramlások szabályozását. A tőkekorlátozások történelmi bemutatása során az 1949-es Kínai Népköztársaság kikiáltásától eljut egészen napjaink aktuális szabályozásáig. E folyamat bemutatásával a kínai pártvezetés szelektív liberalizációs politikáját és az óvatosságra való törekedést szemlélteti, amely az 1978-as nyitott kapuk politikájának kezdete óta oly sikeressé tette a kínai gazdaság rendszerváltását. A cikk az eddigi reformok mellett a jövőben várható lehetséges liberalizációs lépésekről, és annak fázisairól is számot ad. Végül az évezredfordulót követően elfogadott két úttörő intézményes befektetési program szabályzatainak részletes ismertetésével a Kínába be- és az onnan kiáramló tőke feltérképezésére tesz kísérletet.**

Journal of Economic Literature (JEL): N25, P21, F30.

Kína az elmúlt három évtized példátlan növekedésének eredményeként mára a világgazdaság legnagyobb exportőrévé és egyben a második legnagyobb szereplőjévé lépett elő. Gazdaságának ilyen mértékű expanziója révén nagymértékben hozzájárult a globális pénzügyi egyensúlytalanságok elmélyüléséhez. E megállapítást a következő tények támasztják alá. 1. Az ezredforduló óta, de különösen a WTO-csatlakozást követően Kína aktív kereskedelmi politikájával óriási folyó fizetésimérleg-többletet halmozott fel a fejlett, iparosodott gazdaságokkal, ki-

* A szerző köszönetét fejezi ki *Csanádi Máriának*, a Magyar Tudományos Akadémia doktorának, valamint az anoním lektornak az íráshoz nyújtott hasznos észrevételekért.

Gábor Tamás, a Szegedi Tudományegyetem Közgazdaságtani Doktori Iskola doktorjelöltje és a Lombard Lízing Csoport kockázatelemzője. E-mail: Gabor.Tamas@eco.u-szeged.hu

váltképpen az Egyesült Államokkal szemben. Annak ellenére, hogy az olcsó kínai export a világgazdaság fogyasztóiár-színvonalára kedvező hatást gyakorolt, a folyó fizetésimérleg-többlet révén a Kínába áramló dollárok hatalmas jegybanki tartalékok kialakulását eredményezték. 2. A jegybank, a People's Bank of China (a továbbiakban: PBC) kereskedelmi érdekeket szem előtt tartva az export, a működő tőke, a portfólióberuházások és a forrótőke révén az országba áramló dollármilliárdokat a devizapiacon – kínai valutáért, a renminbiért (RMB) cserébe – felvásárolja, így alacsony árfolyamon tartja a renminbi-dollár kurzusát. E momentum jelenti a globális pénzügyi egyensúlytalanságok egyik sarokkövét.¹ Az alulértékelt valuta ugyanis olyan extra versenyelőnyt jelent Kína számára, amely a kereskedelmi áramlások aszimmetrikus kialakulásához vezetett.

Az utóbbi évek exponenciálisan növekvő jegybanki tartaléka, a folyó fizetésimérleg-többlet és de facto a dollárhoz rögzített renminbi az Egyesült Államok és Kína között igen komoly politikai feszültségek kialakulásához vezetnek.² *Kína kormányzata a hazai gazdasági növekedés érdekeinek – az exportszektor teljesítményének növelése, munkahelyteremtés, infrastrukturális beruházások – szem előtt tartása és az ezzel nem könnyen összeegyeztethető nemzetközi politikai nyomásnak való megfelelés kettős nyomása alá került.* A növekvő jegybanki tartalék – ami a globális egyensúlytalanságok explicit jele – a szokatlan kettős külgazdasági többlet, azaz a folyó fizetési- és tőkemérleg többlete között teremti meg az egyensúlyt. *A 2008–2009-es gazdasági világválságot követő keresletélénkülés következményeként újra felélénkült globális inflációs félelmek árnyékában pedig egyre valószínűbb, hogy a kínai fél is újra hajlandó lesz a felértékelési nyomásnak engedni.*³ E várakozásra spekulálva növekvő forrópénz beáramlására lehet számítani, amely tovább

¹ Itt jegyzem meg, hogy vannak, akik másként látják a globális feszültségek mibenlétét. A globális monetarista szemléletmód neves közgazdászai, *McKinnon* és *Schnabl* [2003, 2008] úgy vélik, hogy a nemzetközi egyensúlytalanság csak átmeneti állapot. Szerintük a feltörekvő ázsiai gazdaságok esetén „szükség” van a rögzített árfolyamra a térség stabilizációjának érdekében.

² A *Charles Schumer* és *Lindsey Graham* amerikai szenátorok által vezetett kezdeményezés – miszerint büntetővám felállítását tervezték a kínai árukkal szemben – hatására Kína 2005-től egészen 2008 nyaráig megszüntette az árfolyam rögzítését, egy valutakosárhoz kötötte, és szűk sávban lebegtetni kezdte a renminbi árfolyamát, amelynek hatására az 21 százalékkal erősödött a dollárral szemben (lásd később a 2. ábrát). 2008 nyarán azonban a válság hatására a júant újra a dollárhoz kötötték. 2009 második felétől az amerikai képviselőház részéről a növekvő amerikai munkanélküliség égisze alatt azonban újra felerősödtek a júanárfolyam felértékelésével kapcsolatos követelések.

³ Az amerikai pénzügyminiszter, *Timothy Geithner* a 2010. április 15-ére kitűzött féléves pénzügyminisztériumi jelentés – amelyben nagy valószínűséggel árfolyam manipulálásával vádolták volna meg Kínát – publikálását határozatlan időre eltolta annak érdekében, hogy az amerikai–kínai politikai kapcsolatrendszerben felgyülemlett feszültségeket csökkentse. A bejelentést követő második napon Kína vezető politikusainak a részéről már olyan vélemények hangzottak el, miszerint hamarosan megszüntetik a dollárhoz való rögzítést, és lassan, de fokozatosan elkezdik felértékelni a renminbit. Ezt mi sem támasztja alá jobban, mint a renminbi forward-piacán (Non-deliverable Forward Options) tapasztalt folyamatosan erősödés. 2010 áprilisának első hetében a 12 hónapos renminbi-dollár árfolyam 6,63-ra erősödött a jelenlegi 6,83-as spot-árfolyamról.

növeli egyrészt a jegybank már így is magas sterilizációs költségeit, másrészt *egyre nehezebben fenntarthatóvá teszi a jelenlegi tőkeszabályozások rendszerét.*

A következőkben először a tőkeáramlások eddigi liberalizációjának történeti hátterével foglalkozunk, döntően Zhang [2006] írása alapján bemutatva azt a folyamatot, amely a jövőre nézve kijelöli a kínai tőkeáramlások hosszú távú pályáját. Ez után a tőkeliberalizáció lépéseinek lehetséges fázisairól, majd a működő tőke áramlásának napjainkig tartó liberalizációjáról lesz szó. Végezetül a címben is említett minősített befektetési programok részletes bemutatásával feltérképezzük a kínai portfóliótőke áramlásának szabályait és restrikcioit. A cikk a tőkeáramlások szabályozásával kapcsolatos konklúzióval zárul.

A tőkeliberalizáció történelmi háttere

A „lépésről lépésre” folytatott pragmatikus reformok olyan módon tették lehetővé a gazdaság rendszerváltását, hogy a politikai rezsim hatalma változatlanul mind a mai napig töretlen maradt. Kína sajátos modernizációja az *óvatosság és a kísérletezés elvének* szigorú betartása mellett valósult meg. Ennek égisze alatt a pártvezetés a piacgazdaság tesztelését külön e célra kialakított úgynevezett különleges gazdasági zónákra korlátozta. Ha az elvárt célok „kicsiben” megvalósultak, akkor az adott reformokat regionális vagy éppen országos szinten is kiterjesztették. E gradualista szemléletmód eredményeként Kína 1996-ra teljesítette az IMF folyó fizetési mérleg tételeinek konvertibilitására – azaz a kereskedelmi áramlások szabadságára – vonatkozó kritériumait. Ezt követően az ázsiai válságsorozat okozta negatív tapasztalatok elretentették a kínai vezetőket a teljes konvertibilitás megvalósításától, azaz a tőkemérleg tételeit korlátozó adminisztratív szabályozások felszámolásától. Mindezek ellenére az évezredfordulót, de különösen a WTO-csatlakozást követően újra előtérbe kerültek a tőkemérleg tételeinek liberalizációjával kapcsolatos javaslatok.

A kínai tőkeáramlás liberalizációját a pártvezetés már több alkalommal napi-rendre tűzte. Már a 90-es évek közepén azt tervezték, hogy az ezredfordulóra megvalósítják a tőkemérleg tételeinek – és így a renminbi teljes – konvertibilitását.⁴ Az ázsiai válságsorozat tapasztalatainak fényében azonban Kína tovább szigorított a tőkekorlátozásokon. Míg a menekülő forrótőke hatalmas pusztítást végzett a fejlődő világban, addig Kína a káros hatásoktól többnyire el tudott szigetelődni. A tőke szigorú szabályozása mellett monetáris politikájára nem nehezedett különösebb terhelés. A devizaárfolyamot úgy állapították meg, hogy az a nemzet és a párt érdekeit szolgálja, az ország szűkös devizakészletét pedig a nemzeti fejlesztési projekteknek rendelték alá. Kína a reformok 1978-as kezdete óta fokozatosan nyitja meg kapuit a világgazdaság előtt, ez a *meglévő tőkerestrikciónak fenntartását egyre inkább költ-*

⁴ A tőkemérleg tételeinek liberalizálása alatt azt a folyamatot értjük, amelynek során mind a működő tőkét, mind a portfólióberuházásokat, mind pedig az egyéb – például hitel vagy derivatív jellegű – tőkeáramlásokat akadályozó adminisztrációs szabályokat felszámolják.

ségessé teszi, szükségességét pedig egyre jobban megkérdőjelezi. A tőkeáramlások felszabadítása nagy kihívást jelent a vezetés számára, hiszen a devizaáramlások *felügyelete és a restrikció a gazdasági rendszer integrált része volt hosszú idők óta. A tőkeáramlás liberalizációja, figyelembe véve Kína világgazdasági integráltságának a fokát, nemcsak a kínai gazdaság számára, hanem a globális gazdaság egészére nézve is komoly kihívást jelent.*

A tőkeáramlások felszabadításából eredő hasznot a Kínai Kommunista Párt is felismerte. Ma már nem az merül fel kérdésként, hogy a tőkeáramlás liberalizálása szükséges-e, hanem az, hogy e folyamat milyen ütemben valósuljon meg.

Devizasabályozások a Kínai Népköztársaság kikiáltásától a nyitott kapuk politikájáig

A Kínai Népköztársaság 1949-es kikiáltását követően a Központi Pénzügyi és Gazdasági Bizottság hatásköre alá vonták a devizaügyletek teljes körének felügyeletét. A kereskedelemből származó devizabevételeket kötelező módon be kellett szolgáltatni az 53 állami bank egyikének. Devizát pedig – import- vagy nem gazdasági célból – csakis a kínai jegybank hozzájárulásával lehetett vásárolni. Az állami felügyeletnek kettős célja a destabilizáló devizaáramlások ellehetetlenítése és a kormányzati projektek devizalikviditásának biztosítása volt (Zhang, 2006). 1956-ot követően a kommunista ideológia erősödésével a *Mao Ce-tung* vezette köztársaság tovább szigorította a szabályozások körét. Kína a centralizáció jegyében a meglévő devizasabályokat a kötelező tervutasításos rendszer részévé tette. Az állam a devizaallokációt, a renminbiárfolyam kialakítását és az ehhez kapcsolódó összes szabály betartásának felügyeletét kizárólagosan a kínai jegybank hatáskörébe rendelte. A kereskedelem összetételéhez és méretéhez – amelyet az Állami Tervbizottság határozott meg – szükséges devizamennyiséget a tervben kötelezően fel kellett tüntetni. Így a devizamozgások irányát és nagyságát előre meghatározták, amelynek betartását a Kínai Kommunista Párt szavatolta (Lardy, 1995). A renminbi árfolyamának a külkereskedelmi tranzakciók hazai valutára való átszámolásával javarészt csak *elszámolási funkciója* volt. Ezek mellett a nem gazdasági tevékenységek, így a turizmus, illetőleg a külföldi diaszpóra hazautalásai esetén volt mérvadó az árfolyam szintje, amelyet 1955-től egészen 1973-ig befagyasztották, ezt követően a renminbi árfolyamát nemzetközi valutákból álló kosárhoz rögzítették.

Liberalizációs lépések a nyitott kapok politikájától az ezredfordulóig

Az 1970-es évektől a tervgazdálkodás és a beszolgáltatási rendszer szigorának enyhítésével, majd az 1978-as *Teng Hsziao-ping* (a Kínai Kommunista Párt elnöke)

által meghirdetett reformok és a nyitás politikájának a kezdetével az addigi *devizarézsím hatékonysága megszűnt. A devizaforrások elégtelen és nem piaci alapú allokációja, az irracionális árfolyam és a növekvő adminisztrációs költségek ellehetetlenítették a rendszer fenntartását.* E problémára válaszul hívták életre a ma is működő Állami Devizahatóságot (State Administration of Foreign Exchange), amely kezdetben a kínai jegybank szervezetén belül, később aztán az Államtanács alá rendelve felügyelte a devizák határt átlépő mozgásait. Az egy szervezet égisze alatt összevont devizafelügyeleti és -szabályozási funkciót betöltő hivatal létrehozásával csökkent a bürokrácia és a korrupció mértéke és javult az információ áramlásának hatékonysága. Azzal, hogy 1979-ben az export ösztönzése céljából bevezették a devizavisszatartási szabályozást, gyakorlatilag megteremtették a hazai devizapiac alapjait. Azok a piaci szereplők, amelyek az exporttevékenység révén devizabevételhez jutottak, a beszolgáltatás során bizonyos arányban visszatarthatták devizájukat, amit már szabadon fordíthattak importbeszerzésre. Ez a kezdetben 10–40 százalék között mozgó kvóta a 90-es évek közepére átlagosan 80 százalékra nőtt.⁵ A devizakvóták 1980 októberétől váltak piacképesé, amikor kereskedésük 12 nagyváros kínai jegybank által üzemeltetett swap-központjaiban megkezdődött. A korlátozottan piacképes kvótákat 1986-tól a külföldi tulajdonnal rendelkező vállalatok kezdetben csak egymás között, majd 1988-tól már a hazai vállalatok között is adhatták, vehették. A kvóták árfolyamát a piaci paritások határozták meg (Zhang, 2006). Míg a piac kínálati oldala korlátozásoktól mentes volt, addig a keresleti oldalt a fokozatosság elvét követve továbbra is feltételekhez kötötték: az a szereplő juthatott kvótahoz, amely az import szándékát alátámasztó jogosítvánnyal és az Állami Devizahatóság jóváhagyó rendelkezésével bírt. A kínai devizareform *mérföldkövének számít az 1988-as pekingi nemzeti swap-központ létrehozása* is, amely a kisebb swap-központok összevonásával lehetővé tette a költségek további csökkenését és a devizapiac gyorsabb liberalizációját. A devizakvóták árfolyama a 90-es években olyannyira kiemelt figyelmet kapott az elemzők szerint, hogy a kínai hatóságok is számításba vették a hivatalos renminbiárfolyam megállapítása során. A swap-piacoknak ennél fogva rendkívül fontos szerepük volt az árfolyam-politika reformja során. E piacosodás eredményeként a tőkekorlátozás korábbi rendszere alapjaiban fellazult. A hivatalos árfolyam mellett kialakuló piaci árfolyam egyidejű megjelenése a folyó fizetési mérleg korlátozásainak tarthatatlanságát eredményezte.⁶ A kettős árfolyam következtében az egyre szélesedő feketegazdaság, a korrupció és a járadékvadászat végül

⁵ Megjegyezném, hogy a kísérletezés égisze alatt a különleges gazdasági övezetekben (special economic zone), illetve a gazdaságilag visszamaradott tartományokban (például Tibetben) ez a visszatartási arány akár 100 százalék is lehetett!

⁶ Nem csak az árfolyam-politikában jelenik meg az állami és piaci feltételrendszer kettőse. A gazdasági nyitás első lépéseként a mezőgazdaságban, majd azt követően az ipari szektorban figyelhető meg az ún. „duális gazdaság” modellje. E szerint előre kijelölt ágazatokban kísérleti jelleggel teret engedett a pártvezetés a piaci mechanizmusoknak, amit azt követően az állami gazdaság visszaszorulása követett. E modellt kettős vágányú (angolul: dual-track) rendszernek is nevezik.

ahhoz vezetett, hogy *1994-ben a két árfolyamot egyesítették*, majd *1996. december 1-jén hivatalosan is bejelentették az IMF folyó fizetési mérlegre vonatkozó konvertibilitási kritériumainak teljesítését.*⁷ Chang [1998], aki szerint a folyó fizetési mérleg tételeinek megnyitása az előre eltervezett időpontnál sokkal hamarabb következett be,⁸ úgy vélekedett e dinamikus reformok fényében, hogy 2000-re a tőkemérleg tételeinek megnyitása reális cél lehet. Ugyanakkor a kínai vezetés az ázsiai válság hatására a vészfékek behúzására kényszerült – mint utólag bebizonyosodott: helyesen. A tények, amelyek szerint Kína a válság alatt rendkívüli mértékben ellenállt az árfolyam-spekulációnak és a menekülő tőkének, felerősítették azon nézeteket, miszerint a tőke kontrollja nem feltétlenül rossz, sőt akár kedvező is lehet. *Lámfalussy* [2008] is úgy vélekedik, hogy óvatosan kell bánni a tőkemérleg tételeinek teljes liberalizációjával. A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják ugyanis, hogy *a tőkemérleg tételeinek idő előtti megnyitása akár a pénzügyi válságok szikrája is lehet.* Ezen ismeretek tudatában Kína a liberalizációs lépések megválasztása és időzítése terén kifejezetten óvatos politikát folytat. A piacgazdaság építésének szándékát hivatalosan először 2003-ban bejelentő párt központi bizottsága szerint *„az ismert kockázatok hatékony kezelésével, megfelelően megválasztva, lépésenként kell eltörölni a határokat átlépő tőke mozgások korlátait, és fokozatosan konvertibilissé kell tenni a renminbit a tőkemérleg tételeire vonatkozóan”* (Zhang, 2006, 19. o.). Mindazonáltal a kínai vezetők nem tisztázták, hogy a részükről több ízben elhangzó *„fundamentális” konvertibilitás* alatt mit is értenek valójában. Valószínűsítjük, hogy a folyó fizetési mérleg tételeire vonatkozó teljes konvertibilitása mellett feltételes, úgynevezett *kondicionális konvertibilitást* tartanak üdvösnek a tőkemérleg tételeire vonatkozóan. E szerint a hosszú távú tőkeáramlások előtt megszűnnek az akadályok, de a rövid távú – főként spekulatív jellegű – tőkét továbbra is szigorúan szabályozni, tiltani fogják.

A tőkeliberalizáció fázisai és lehetséges menete

A kínai tőkeáramlások liberalizációjával foglalkozó nemzetközi és kínai szakirodalomban az évtized elején még 2010-re irányozták elő a teljes konvertibilitás megvalósulásának becsült időpontját. Ugyanakkor a válság előtt tapasztalt eszközárboroberek, a felértékelésre spekuláló növekvő forró tőke-beáramlás, majd a válságot követő protekcionista intézkedések és a volatilis tőke mozgások óvatosságra intették a pártvezetést és a Kínai Devizahatóságot.⁹ Mindezek fényében ismét

⁷ Ezzel a lépéssel végleg megszűntek az adminisztratív akadályok a kereskedelemhez köthető tőke és az elsődleges jövedelmek áramlásai előtt.

⁸ A folyó fizetési mérleg tételeinek megnyitásával a devizabelföldiek és a devizakülföldiek között az áruk és a szolgáltatások kereskedelmével járó pénzügyi elszámolások, illetőleg a jövedelmek átutalása szabaddá válik.

⁹ Az ennek hatására meghozott intézkedések között talán a legszembetűnőbb – és legnagyobb nemzetközi visszhangot kiváltó – lépés a renminbit újbóli dollárhoz való rögzítése volt.

csak találgatásokba lehetne bonyolódni a tőkemérleg tételeinek teljes liberalizációjával kapcsolatban, ugyanis Kína továbbra is vonakodik a liberalizációs lépések időzítésének publikálásától. Kína „lépésről lépésre” gazdaságpolitikájának ismeretében azonban sejtéseket fogalmazhatunk meg a tőkeliberalizáció menetével kapcsolatban. *A befektetés típusát és irányát számításba véve három fázisra oszthatjuk fel a liberalizáció folyamatát. Az első lépcsőben a határon átlépő reálberuházások (működőtőkeberuházások) korlátainak felszámolása, a másodikban a portfólióberuházások engedélyezése, majd az utolsó fázisban a teljes pénzügyi szektor liberalizációja következhet.* Ebből, mint később látni fogjuk, *jelenleg a második fázis közepénél-végénél tart a kínai reformfolyamat.* Zhang [2006] tömören és precízen foglalta össze a mandarin nyelven írott szakirodalmakból a liberalizáció prioritásait a tőkeáramlás különböző dimenzióiban. E szerint először a beáramló tőke korlátozásán kell lazítani, majd ezt követően kerülhet sor a kiáramló tőke szabályainak enyhítésére. Megjegyzem, hogy 2004-et követően, a növekvő felértékelési nyomás következtében a kiáramló tőke engedélyezése vált elsődlegessé. A befektetés lejárata szerint először a hosszú távú tőkeáramlást kell preferálni, majd a sorban ezután jöhetnek a közép- és rövid távú befektetések. A közvetlen beruházások liberalizációja után következhet a közvetett beruházás szabályainak lazítása. Negyedszer, előnyös először a tengerentúli tőkeemelés korlátainak enyhítését végrehajtani, amelyet a külföldiek általi kínai tőkeemelés engedélyezése követhet. Ötödször, a restriktiók fokozatos megszüntetése során a pénzügyi intézményeknek kell prioritást élvezniük a többi szereplővel szemben. Végül pedig érdemes a reálgazdaság tranzakcióit első körben engedélyezni, amit később a nem reálgazdasági ügyletek követhetnek.

A működőtőke-áramlások liberalizációja

A tőkemérleg – amely a közvetlen működőtőke-áramlásokból (FDI), portfólió- és egyéb beruházásokból áll – tételei közül a legkiszámíthatóbb és az ország számára legtöbb kedvező hozadékkal bíró tőkeáramlási forma a működő tőke.¹⁰ E tőketípus az említett prioritásokat a legtöbb ponton kielégíti. Nem véletlen, hogy a *nyitott kapuk* reformpolitikájának fókuszában a külföldi működő tőke állt. A külföldi működő tőkével együtt ugyanis nem csupán források érkeztek Kínába, hanem korszerű menedzsmentszemlélet, marketingismeretek és fejlett műszaki technológiák is. Székely-Doby [2008] elemzése szerint a tőkebeáramlás 1992-től ugrott meg szignifikánsan (lásd az *1. ábrát*), amikor Teng Hsziao-ping Dél-Kínában tett körút-

¹⁰ A külföldi közvetlen beruházások terén Kína tőkevonzó teljesítménye kétségtelenül évtizedünk egyik talán legfontosabb momentuma. Mivel tanulmányunk fókuszában a portfóliótőke-áramlások állnak, így a külföldi működő tőkéről csak röviden kívánunk szólni.

ja során rehabilitálta¹¹ a reformfolyamatot, és amellyel párhuzamosan fokozatosan megnyitották Kína belső piacát is az addig kizárólag exportra termelő külföldi tulajdonú vállalatok előtt. Mindezek eredményeként az elmúlt tíz évben átlagosan évi 75,5 milliárd dollár külföldi működő tőke áramlott az országba – 2008-ban elérve a 147 milliárdot!¹²

Kezdetben a „*beáramló tőkére puha, a kiáramló tőkére kemény*” szabályozás a kiáramló működő tőkét szigorúbb feltételekhez kötötte. Míg 1991-ben még csupán egymilliárd dollár kínai működőtőke-kivitel regisztráltak, addig az azt követő év nagy ugrást eredményezett, elérve a 4 milliárd dollárt. Ekkor azonban – egészen az ázsiai krízis kirobbanásáig – *Artner* [2009] szerint a szabályozásban visszalépés következett be. Az úgynevezett „formalizált állami szigor” bevezetését a korábbi időszak ingatlan- és egyéb spekulációs célú befektetéseinek realizált veszteségei indokolták. Az 1997–1998-as ázsiai válságsorozat idején azonban újra kimagasló szerepet töltött be a régióban a kínai működő tőke. Végül az ezredfordulót követően meghirdetett „*Go global*” stratégia égisze alatt a kivitel is fokozatosan liberalizálni kezdték. Első körben azokat a külső beruházásokat engedélyezték, amelyek nemzetstratégiai célokat szolgáltak. A pozitív eredmények láttán 2004-től – amikortól a kormány a beruházás ellenőrző funkcióját tőkeexport-támogató szerepőrré alakította – kiterjesztették az engedményeket. *Artner* [2009] számításai szerint 2000 és 2007 között tizenkilencszeresére nőtt a működőtőke-kivitel, 2008-ra elérve az évi 53 milliárd dollárt.

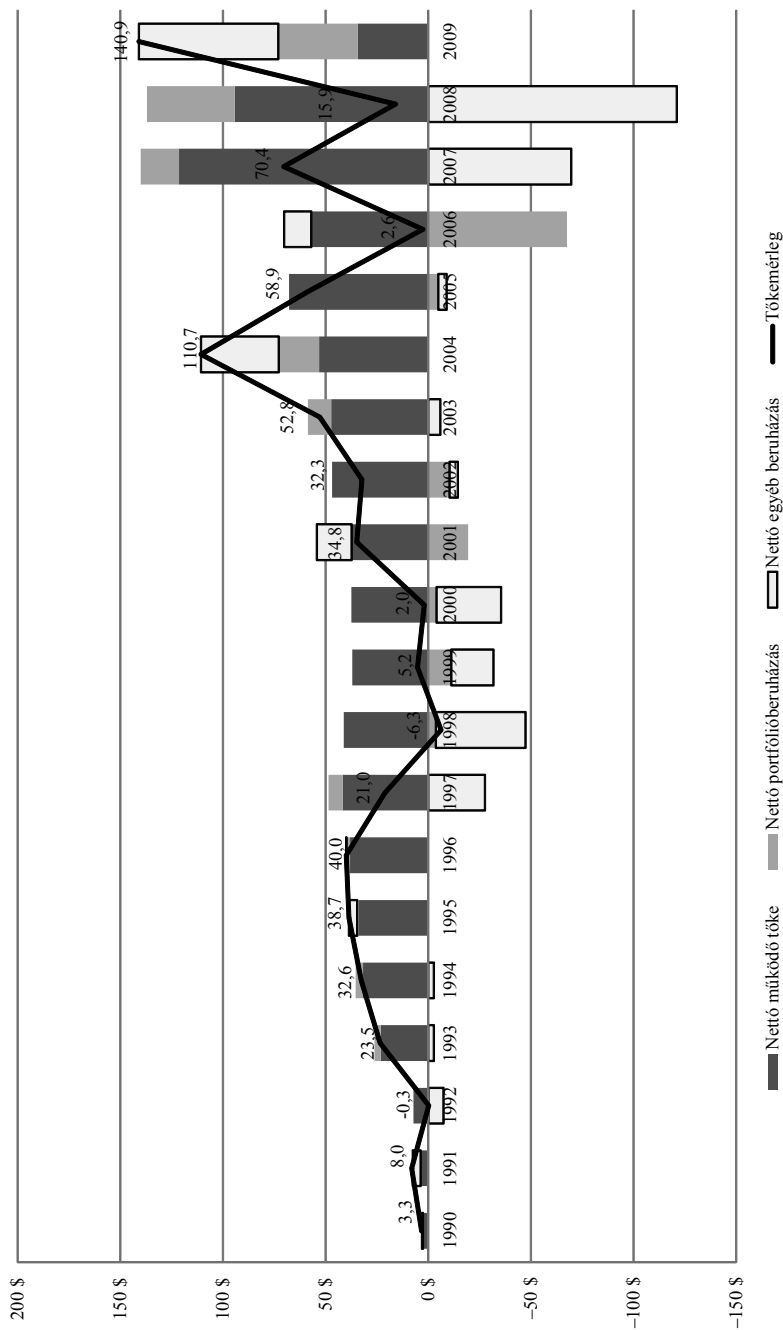
Ezzel 2004–2005-re a *kínai tőkemérleg egyik legnagyobb tételére, a működő tőke be- és kiáramlásaira vonatkozó szabályozásokat majdnem kivétel nélkül eltörölték*. Napjainkban a Google – kínai piacról való kivonulását fontolgató – kijelentésének következtében megnövekedett befektetői aggodalmakat a kínai kereskedelmi minisztérium második embere azzal próbálta hűteni, hogy megerősítette a külföldi és a hazai tőke által létrehozott vállalatok közötti egyenrangúságot. Azt nyilatkozta, hogy „az itt bejegyzett és itt működő külföldi vállalatokat úgy kezeljük, mintha kínai vállalatok lennének, termékeiket pedig úgy, mintha kínai termékről lenne szó. Nemzeti bánásmódban részesítjük őket”.¹³

¹¹ Rehabilitációra azért volt szüksége, mert az 1989-es Tienanmen téri véres politikai események elbizonytalanították a külföldi befektetőket.

¹² A vizsgált időszak alatt (1992–2009) a működőtőke-beáramlás átlagosan a GDP 3,8 százalékát tette ki, míg 2008-ban a világ működőtőke-beáramlásának 6,4 százaléka ment Kínába. *Forrás:* CEIC, UNCTAD.

¹³ Lásd: *Chinadaily*: Open doors still welcome foreign investment, 2010. 04. 15. http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-04/15/content_9732351.htm

A kínai tőkémérleg komponenseinek és egyenlegének alakulása a 90-es évektől a 2008–2009-es világválság kirobbanásáig



Forrás: IFS, CEIC.

A portfóliótőke-áramlások szabályozása a minősített intézményes befektetési programokban

A tökemérleg másik jelentős tételének, a portfólióberuházásoknak a liberalizálását a kínai Jegybank (PBC), a *Kínai Értékpapír-felügyelet Bizottsága* (továbbiakban: CSRC), a *Kínai Bankfelügyelet Bizottsága* (továbbiakban: CBRC) és a *Kínai Devizahatóság* által szabályozott és ellenőrzött két úttörő jelentőségű projekt szabályozza. A 2002-ben elindított, majd 2006-ban számos kritériumában enyhített *Minősített külföldi intézményes befektetési program* (Qualified Foreign Institutional Investors – továbbiakban: *QFII*) és a 2006-ban meghirdetett *Minősített hazai intézményes befektetési program* (Qualified Domestic Institutional Investors – továbbiakban: *QDII*) megnyitotta a portfóliótőke áramlása előtt a kapukat. Az előzőekben említett „beáramló tőkére puha, kiáramló tőkére kemény” szabályozási politikát a *szelektív liberalizáció elve*¹⁴ ösztönözte. Ezzel magyarázható, hogy az első körben, 2002-ben a beáramló portfóliótőke restriktóiin, majd azt követően 2006-tól a kiáramló tőke szabályain enyhítettek.

Tőkekiáramlás az ezredfordulót követően és a Minősített külföldi intézményes befektetési program (QFII)

A program tapasztalatairól a kínai hatóságok már a bevezetés előtt rendelkeztek elégséges piaci információkkal, ugyanis a feltörekvő országokban – így például Tajvanon – a QFII addigra sikeresen „vizsgázott”. A 2002. december 1-jével elindított kezdeményezésben *külföldi alapkezelő társaságok, befektetési, biztosító társaságok és egyéb eszközközvetítő intézmények* vehetnek részt (CSRC, PBC, 2002). A külföldi minősített befektetési státusz megítélésének a feltétele a CSRC befektetési jogosítványának megszerzése. E mellett különböző pénzügyi stabilitásra, hitelminősítésre, eszközre és megfelelő összegű saját tőkére, személyi és egyéb a CSRC által támasztott feltételekre van szükség.

Mindezen kritériumok azt a célt szolgálják, hogy a kínai szabályozók elejét vegyék az olyan intézmények működésének, amelyek túl nagy kockázatot jelentenének a rendszer szempontjából, azaz alacsony saját tőke-összes eszköz aránnyal, elégtelen piaci tapasztalattal, rövid működési háttérrel és nagy pénzügyi kitettséggel rendel-

¹⁴ A szelektív liberalizáció elve alatt azt a stratégiát értjük, amely szerint Kína óvatosan kijelöl egy területet – jelen esetben a beáramló tőke szabályozását – a reformok végrehajtására, míg a többit – így a kiáramló tőke korlátozását – érintetlenül hagyja. Első körben mindig olyan „terepet” választottak, amely szinte garantálta a sikert az akadálymentes megvalósítás esetén, és sokkal kevesebb negatív következménnyel járhatott, ha a dolgok rosszra fordultak volna. Ennek fényében könnyen érthetővé is válik, miért a működőtőke liberalizációjával kezdték a tökemérleg tételének reformját. A külföldi működőtőke-beáramlás ugyanis kulcsfontosságú a haladás és a felzárkózás szempontjából; azonban ha a világgazdasági feltételek romlanak, ez a típusú tőke nemigen találja meg kifelé a menekülő útvonalat.

keznek. Mindezekon felül a deviza beutalásához úgynevezett *befektetési kvótát* is igényelni kell a Kínai Devizahatóságtól, továbbá a külföldi ország pénzügyi felügyeleti hatóságának is el kell fogadnia a „*Beleegyezési nyilatkozatot*” (Memorandum of Understanding), amelyben vállalja a kínai értékpapír-felügyelettel való rendszeres adatszolgáltatási kötelezettséget (CSRC, PBC, 2002, 2. és 6. cikkely). A működési tapasztalatra és pénzügyi méretre vonatkozó legfontosabb feltételekből arra következtethetünk, hogy Kína a minimum szint meghúzásánál több mint elővigyázatos volt. E szerint az alapkezelő társaságoknak legalább 5 éves tapasztalattal és 10 milliárd dollár kezelt vagyonnal kell rendelkezniük; a befektetési és biztosító társaságok minimum 30 év működési háttérrel, 10 milliárd dollár kezelt vagyonnal és 1 milliárd dollár befizetett tőkével válnak a QFII-programba való részvételre alkalmassá; míg a kereskedelmi bankok esetén követelmény, hogy a 10 milliárd dollár kezelt vagyon mellett az intézményt a világ 100 legnagyobb bankjának listáján jegyezzék (CSRC, PBC, 2002, 7. cikkely).

Mindezen szigorú előfeltételek mellett a szabályozás 2006-os lazításáig 51 intézmény csatlakozott a programhoz.¹⁵ 2006 augusztusáig a devizahatóság 7,495 milliárd dollár QFII befektetést hagyott jóvá (Ni, 2009). Az előzőekben felsorolt feltételeken túlmenően a devizaműveletek végrehajtásához úgynevezett letétkezelő bankkal (korábban „*Custodian*”, később „*Trustee*”), az értékpapír-tranzakciók lefolytatásához pedig egy hazai befektetési társasággal kell szerződni, amelyhez a CSRC, PBC és a devizahatóság hozzájárulása is szükséges (CSRC, PBC, 2002, 3., 13., 16., 19. cikkely). A letétkezelő a külföldi ügyfele számára egy speciális RMB-számlát és egy devizaszámlát vezet. Feladatai közé tartozik a program eszközeinek vezetése, a deviza- és RMB-tranzakciók végrehajtása, a befektetési tevékenység figyelemmel kísérése, az esetleges szabályszegések jelentése és az éves beszámolók elkészítése. Egy másik rendeletben részletesen szabályozták a letétkezelő bank feladatait, a befektetési kvótára és a speciális RMB-számlára vonatkozó rendelkezéseket. E szerint a pályázó külföldi intézmény által kérvényezhető minimum befektetési kvóta 50 millió dollár, a maximum 800 millió dollár lehet. A devizahatóság azonban meghagyta azt a lehetőséget, hogy a piac kondíciói és a kereskedelmi mérleg aktuális alakulása szerint e korlátokon bármikor változtathasson (SAFE, 2002, 8. cikkely). A befektetési kvóta mértékéig a programban részt vevő társaságok a következő RMB-ben denominált piacokon kereskedhettek: a részvénytőzsdén (kivéve a tőzsde „B” szekciójában, ahol dollárban denominált papírokkal kereskednek), az állam- és vállalati kötvények piacán, illetőleg a CSRC által jóváhagyott egyéb piacokon (CSRC, PBC, 2002, 18. cikkely). Egyebek mellett meghatározták az egyes külföldi szereplők, illetőleg a program összes beruházásának felső határát, így a kínai hatóságok a hirtelen beáramló tőkét és a tőkemérleg aktívumát kívánják kordában tartani.

¹⁵ Az első tíz csatlakozó között olyan ismert és a feltételeket könnyen kielégítő intézmények voltak, mint az UBS (1), Nomura Securities (2), Morgan Stanley (3), Citigroup (4), Goldman Sachs (5), Deutsche Bank (6), ING (8), JP Morgan (9), Credit Suisse (10).

ni. Természetesen az óvatosság elve szerint nemcsak a beáramló tőke mennyiségét, hanem a kiáramlóét is szabályozzák. A tőke behozatala és a tőke, illetőleg az adózott eredmény kiutalása között legalább egy évnek – zárt végű befektetések esetén 3 évnek – kell eltelnie. Az egyszerre hazautalható legnagyobb részletet a tőke 20 százalékban határozták meg azzal a kikötéssel, hogy az utalások között legalább három hónapnak el kell telnie (CSRC, PBC, 2002, 26. cikkely). A 2002-es rendelet szerint a beutalási és kiutalási kvótaszabályok megsértése esetén maximum 30 000 RMB, míg a jogosulatlan kiutalás esetén a kiutalt összeg ötszöröséig számíthattak bírságra a szabálysértők (SAFE, 2002, 26–27. cikkely). Mind a repatriálás időbeli korlátjával, mind a büntetések kilátásba helyezésével a spekulatív tőkeáramlásokat igyekeznek megelőzni a kínai hatóságok.

A szigorú kvalifikációs sztenderdek és a hosszú és bonyolult jóváhagyási eljárás következtében a QFII-program a hozzá fűzött reményeket nem váltotta be teljes mértékben. Ezért 2006 szeptemberében a korábbi 2002-es rendeletet hatályon kívül helyezték és jó néhány pontját *újraszabályozták* a devizahatóság a CSRC és a PBC által közösen elfogadott új rendeletben (CSRC, PBC, SAFE, 2006). Annak ellenére, hogy az előző szabályzathoz képest számos engedményt tettek, a *hatásköri és illetékességbeli problémák* kétségessé és kevésbé átláthatóvá tették a jóváhagyási folyamatot.¹⁶ Az új rendelet az eddigi négy intézményes csoport mellett a hosszú és középtávú tőke bátorítása érdekében a *nyugdíjalapokat, a biztosító és a nyílt befektetéseket bonyolító társaságokat, jótékonyági alapokat és az egyéb hosszú távú eszközközkezelőket* kedvezőbb elbírálásban részesíti. Mivel ezen intézmények kizárólag hosszú távú befektetési stratégiával rendelkeznek, így nem jelentenek veszélyt az ország külső egyensúlyára. A pénzügyi feltételekre vonatkozó szabályok annyiban változtak, hogy a befektetési alapok, a biztosító intézmények és az egyéb eszközközkezelők (nyugdíj-, nyílt végű alap, vagyonkezelők stb.) minimális eszközállományát az eddigi 10 milliárd dollár helyett 5 milliárd dollárban állapították meg. A biztosító intézmények 30 éves működési tapasztalatának feltételét 5 évre csökkentették, míg a befektetési társaságokra és a kereskedelmi bankokra vonatkozó belepési szabályokon nem változtattak (CSRC, 2006, 1. pont). Az új rendelet a befektetések célterületeit is kiszélesítette. A tőzsdén forgalomba került részvényekbe – így a „B” szekció dollárban denominált papírjaiba is –, kötvényekbe és opciós utalványokba, értékpapír alapú befektetési jegyekbe és egyéb a CSRC által jóváhagyott értékpapírokba fektethetnek be a külföldi intézmények a kvótaszabályok betartása mellett (CSRC, PBC, SAFE, 2006, 18. cikkely; CSRC, 2006, 9. pont). Az egy intézmény, illetve az összes QFII által kínai vállalatban történő beruházás felső határát 10, illetve 20 százalé-

¹⁶ A 2006-os szabályozás a CSRC értékpapír-tranzakció lefolytatásához szükséges jogosítványának megszerzését a devizahatóság által jóváhagyott befektetési kvótától teszi függővé. A helyzetet azonban az teszi bizonytalanná, hogy a devizahatóság kvótajóváhagyásához a CSRC véleményezésére van szükség. E rendelkezés nem éppen a befektetői bizalom irányába hat (CSRC, PBC, SAFE, 2006, 8–9. cikkely).

ban állapították meg. Nagy előrelépésnek számít, hogy 2006-tól a program intézményei is részt vehetnek Kína elsődleges piacán a részvény- és kötvénykibocsátásban (CSRC, 2006, 9–10. pont). Változás az is, hogy az eddigi három hónapos kvótafeltöltési határidőt eltörölték.¹⁷ A kisebb tőkekiutalásokhoz már nem kell a devizahatóság előzetes engedélyét kérni, ugyanakkor az új rendelet nem tartalmaz iránymutatást arra vonatkozólag, hogy jelentős tőke kiutalása esetén milyen értékbeli és időbeli korlátok betartása a kötelező – így a befektetők feltételezhetően a 2002-es szabályozás értékeit veszik alapul. A be- és kiutalási limitek hiánya mellett bizonytalansági tényező, hogy a korábbiaktól eltérően a szabályszegések büntetési vonzatait nem határozták meg. Említésre méltó előrelépésnek számít azonban, hogy a hatóságok az új szabályozásban már megkövetelik a hazai befektetési társaságoktól, hogy a külföldi ügyfelek számláit a sajátjuktól elkülönítetten, illetőleg a QFII számláin belül is a saját számlás és megbízói számlás ügyleteket külön vezessék és kezeljék (CSRC, 2006, 6., 7., 8. pont). Ezzel a lépéssel a szabályozó hatóságok *felismerték a QFII intézményeinek sokoldalú üzleti struktúráját*, és elősegítették a befektetési tevékenységek transzparens és hatékonyabb működését. A 2006-os szabályozás szabta lazább feltételek a nagy, nemzetközileg ismert intézmények megjelenése mellett lehetővé tették a kisebb alapkezelők, biztosítók és nyugdíjalapok kínai tőkepiacra való belépését. A program sikerét jelzi, hogy míg a 2002-es QFII-re vonatkozó rendelet kiadását követő négy évben 51 intézmény csatlakozott a programhoz, addig 2008 márciusától – amikortól a 2006-os új szabályozás megteremtette a csatlakozás biztos feltételeit – 2010 januárjáig, azaz kevesebb, mint két év alatt 43 új partnerrel 94-re nőtt a résztvevők száma. A megnövekedett csatlakozási kedv láttán a kínai kormányzat 2007 végén az aggregált befektetési kvóta felső határát 10 milliárd dollárról 30 milliárdra növelte.¹⁸ A 2008–2009-es világgazdasági válság okozta növekvő tőkevolatilitás és piaci bizonytalanság azonban a befektetői programban is lassulást eredményezett. 2008 januárjában a program összes külföldi befektetésének értéke 12,93 százalékot esett a Piller Fund piaci elemzése szerint, míg 2008 első nyolc hónapjában a részvénypiaci alapok átlagosan 50,27 százalékos értékvesztést szenvedtek el.¹⁹

A visszaeső külföldi érdeklődés ellensúlyozása érdekében a kínai hatóságok 2009 augusztusában az *Amerikai–kínai stratégiai és gazdasági párbeszéd* első ülésén azt az ígéretet tették, hogy a jóváhagyási folyamat gyorsításával igyekeznek az adminisztrációs akadályokat csökkenteni. A devizahatóság 2009 szeptemberé-

¹⁷ A 2002-es rendelet szerint, ha a devizahatóság által jóváhagyott kvóta összegét a QFII nem utalta át letétkezelő bankjának számlájára, a kvótáját elvesztette. 2006-tól azonban ezt az időbeli megkötést eltörölték (CSRC, PBC, SAFE, 2006, 26. cikkely).

¹⁸ Lásd: *Chinareview*: China triples QFII quota ahead of key meetings with U.S. officials. 2007-12-10. http://news.xinhuanet.com/english/2007-12/10/content_7226220.htm

¹⁹ Lásd: *Chinaview*: Drop in value of QFII funds reflects market. 2008-02-14. (http://news.xinhuanet.com/english/2008-02/14/content_7602936.htm), továbbá lásd: *BusinessWeek Online*: Huge Losses for Chinese Equity Funds. 2008-09-24. http://www.businessweek.com/globalbiz/content/sep2008/gb20080924_654440.htm

ben kiadott tervezetében azt írta, hogy a külföldiek által igényelhető eddigi 800 millió dolláros kvótát 1 milliárd dollárra növelik, illetőleg a külföldi nyugdíjalapok, biztosító intézmények és nyílt végű befektetési alapok esetében a kiutalás eddigi egyéves türelmi idejét („lock-up period”) három hónapra csökkentik.²⁰ Mindezen tervezett változtatások és a javuló világgazdasági kondíciók fényében *úgy véljük, hogy a QFII-program népszerűsége a következő években tovább nőhet.* Ugyanakkor több szkeptikus elemző is jelezte, hogy a 2010 januárjáig jóváhagyott 16 milliárd dolláros befektetési kvóta és a maximálisan kitölthető 30 milliárd dolláros kvótaplapon között még hatalmas, 14 milliárd dolláros „űr” várja a betöltését. Ni [2009] szerint a külföldi befektetők túlzott óvatossága a nem precíz szabályozási környezettel magyarázható. Úgy véli, hogy a kínai kormányzat alábecsülte a magas bizonytalanságból eredő költségeket. Ilyenek például a már említett hiányosságok, mint például a be- és kiutalási korlátok, illetve az ezek megszegése esetén várható büntetési vonzatok. A QFII-programba ma belépni kívánó külföldi intézménynek mérlegelnie kell, hogy a jelen jogi körülmények mellett a csatlakozásból származó nettó előnyök és a szabályozó hatóságok kiszámíthatatlan lépéseiből fakadó kockázatok között milyen reláció áll fenn. Ni [2009] úgy látja, hogy egy aránylag átlátható és kiszámítható jogi környezet két okból is előnyös lehet a QFII-program számára. Egyrészt csökkentené a kockázatból eredő jelenlegi és várható költségeket, másrészt a szabályok explicit nyilvánosságra hozatalával összhangba lehetne hozni a piac várakozásait a kormányzati célokkal. *Összességében a tőke számára úgy válna Kína vonzóbb célterületté, ha sokkal átláthatóbb, kiszámíthatóbb és interaktívabb szabályozási környezetet teremtenének meg.*

A Minősített hazai intézményes befektetői program

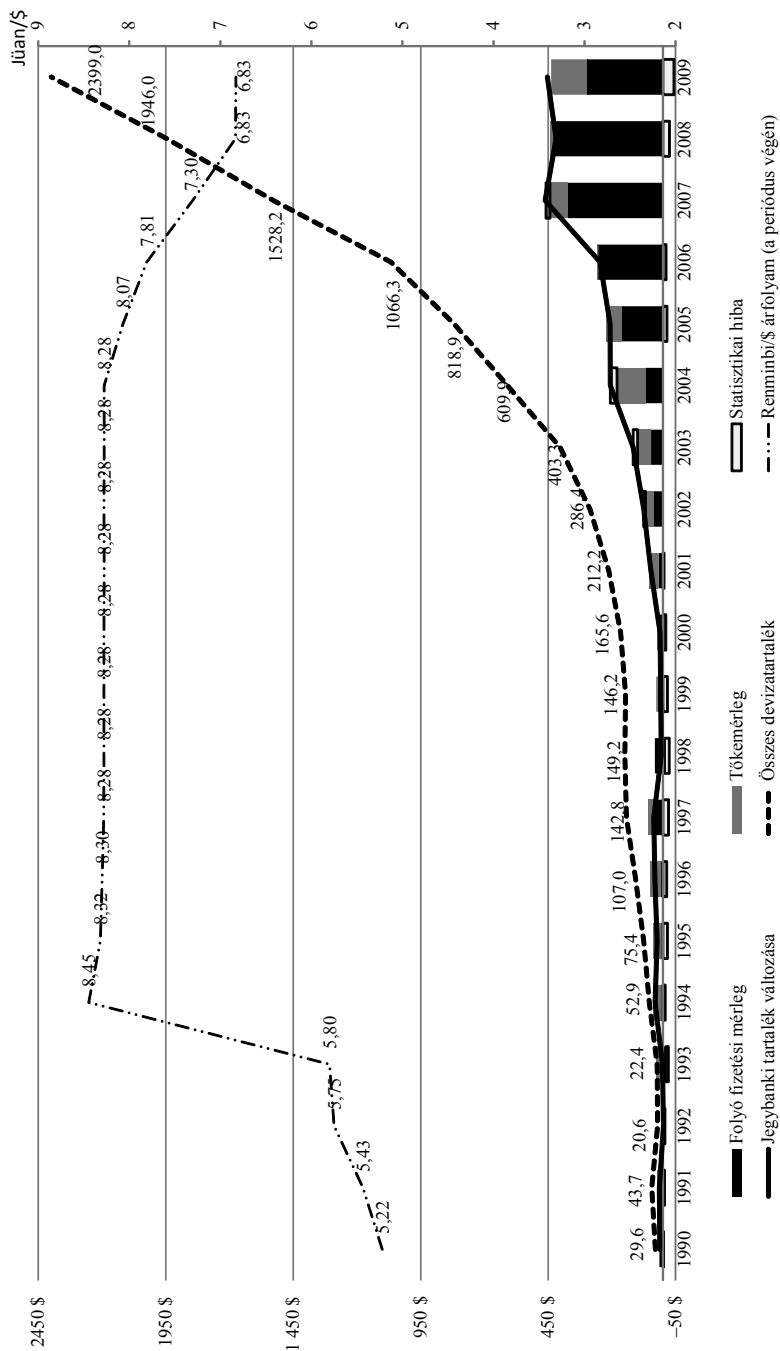
Mielőtt a 2006-ban elindított Minősített hazai intézményes befektetői program (továbbiakban: QDII) főbb pontjait és célját bemutatnánk, röviden érdemes szólni arról, hogy mi okozta az addigi „beáramló tőkére puha, kiáramló tőkére kemény” szabályozásban történő fordulatot. Kína folyó fizetési és tőkemérlegének egyenlege 2003-at követően gyorsuló ütemben nőtt (lásd a 2. ábrát). E különös aktívum eredményeként a hivatalos jegybanki tartalékok mértéke – a 2005-ig első helyezett Japánt is hagyva – soha nem látott magasságokba emelkedett²¹ (Gábor, 2010). A devizataralékok felhalmozódása – amelynek értéke 2010 márciusára elérte a 2447 milliárd dollárt – a kötött árfolyam-politikát folytató kínai gazdaságpolitika egyenes követ-

²⁰ Lásd: *ChinaDaily*: Vital sign for securities market. 2009-09-09. http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2009-09/09/content_8670165.htm

²¹ A fizetési mérleg dinamikus növekedésének az okai a WTO-csatlakozást követő hatalmas kereskedelmi expanzióban, a 90-es évek közepe óta növekvő mértékű működőtőke-beáramlásban, a QFII-program eredményeként beáramló portfóliótőkében és az évtized közepétől a renminbi erősödéésre spekuláló beáramló forrótőkében keresendő.

2. ábra

Kína fizetésimérleg-tranzakciójának, devizatartalékának és renminbiárfolyamának alakulása 1990 és 2009 között



Forrás: IFS, SAFE.

kezménye. Kína ugyanis a versenyképesség fenntartása érdekében a dollárhoz – sok elemző szerint 30-40 százalékkal alulértékelve²² – rögzíti valutájának árfolyamát. E rögzítés fenntartása érdekében a PBC az elmúlt években – 2009 nyaráig – havi szinten átlagosan 40 milliárd dollárt vásárolt fel a kínai devizapiacra renminbi ellenében (Gábor, 2009a, 2009b). *Az utóbbi évek többé-kevésbé sikeres monetáris sterilizációja hosszú távon azonban nem fenntartható.* Mind a sterilizáció, mind pedig a tőkeszabályozások fenntartásának folyamatosan növekvő költségei egyre nagyobb terhet rónak a monetáris politikára. A tőkeszabályozások a korlátozások kijátszásával egyre betarthatatlanabbá válnak (Prasad, 2005; Prasad–Wei, 2005). E felismerés vezetett ahhoz, hogy a kínai hatóságok a *feszültség csökkentése érdekében a kiáramló portfóliótőke előtt is megnyissák* – ha csak részlegesen is – *a kapukat.*

A QDII-program elindítását a globális pénzügyi egyensúlytalanságokból eredő feszültségek mellett az a szándék is ösztönözte, hogy a háztartások – amelyek megtakarításai 2006-ban meghaladták a 16 ezer milliárd RMB-t – számára olyan lehetőséget biztosítson a kormányzat, amellyel diverzifikáltabb befektetési portfólió kialakítása és magasabb piaci hozam érhető el. A program hivatalos elindítását két fontos lépés előzte meg, amely ismételtén a kínai döntéshozók fokozott és „lépésről lépésre” politikájáról tesz tanúbizonyságot. A tőkekiáramlás engedélyezésének első lépéseként 2004-ben jóváhagyták a kínai biztosító társaságok tengerentúli befektetéseit – bár csak bankbetétek, kötvények és kereskedelmi papírok formájában. Ezt követően 2006 áprilisában a Kínai Bankfelügyelet Bizottsága, a devizahatóság és a PBC közös rendeletben²³ kísérleti jelleggel engedélyezte a kínai kereskedelmi bankok határon túli befektetési tevékenységét (CBRC, PBC, SAFE, 2006). Rá egy évre tovább lazítottak a korlátozásokon. Néhány restriktív²⁴ fenntartása mellett az addig tiltott részvénybefektetéseket is szabaddá tették a bankok számára (Cadwalader, 2007). Végezetül 2007 júliusától a CSRC életbe léptette a QDII-programot részleteiben is szabályzó rendeletet és az ehhez kapcsolódó szabályzatot. Kijelölték a résztvevők körét, a letétkezelő bank és a külföldi tanácsadó feladatait, a befektetések célterületeit, a hazai tőkeszerzés lehetőségeit és az információk nyilvánosságra hozatalának a módját (CSRC, 2007a, 2007b).

A feltételek szigorú és részletes meghatározásával a külföldi kockázati kitettség nagyságát igyekeznek a kínai hatóság kordában tartani. E törekvés nem pusztán Kína „óvatos politikájával”, hanem a kínai vállalatok és háztartások pénzügyi kultúrájának és tudásának hiányosságaival is magyarázható. A hirtelen nyitás a kül-

²² E vélemények táborát főként olyan neves amerikai közgazdászok erősítik, akik a Peterson Institute for Economics kutatói (Bergsten, 2010; Cline–Williamson, 2009; Goldstein–Lardy, 2009).

²³ A rendelet kihirdetését fordulópontnak tekinthetjük a kínai tőkeszabályozások történetében. Az addigi tőkebeáramlást ösztönző és a kiáramló tőkét tiltó politika irányvonala kiáramlást preferálóvá változott.

²⁴ A részvénybefektetések nettó értékének az aránya nem haladhatta meg az összes befektetés 50 százalékát, illetőleg az egy részvénytársaságban megszerzett tulajdon nem haladhatta meg az 5 százalékot.

földi befektetések irányába akár drasztikus következményekkel – így hatalmas vagyonszétválással is járhatna az árfolyamkockázat és az új befektetési instrumentumok pontos ismeretének hiányában. A rendelet szerint QDII-státuszra kizárólag *hazai alapkezelők és befektetési társaságok* pályázhatnak. A kvalifikációs követelmények a következőként alakulnak: az alapkezelők 200 millió RMB-s nettó tőkeállománnyal, 20 milliárd RMB-s kezelt vagyonnal és két év üzletági tapasztalattal, míg a befektetési társaságok 800 millió RMB-s jegyzett tőkével, 2 milliárd RMB-s kezelt vagyonnal, 70 százalékos nettó tőke-nettó eszköz aránnyal és legalább egyéves működési háttérrel válnak alkalmassá a programban való részvételre (CSRC, 2007a, 6. cikkely). Mindezek mellett személyi, vállalatirányítási és egyéb feltételeket is teljesíteniük kell a jelentkezőknek. Abban az esetben, ha a pályázó intézmények a fenti kritériumoknak maradéktalanul megfelelnek, kérvénnyel fordulhatnak a CSRC-hez a befektetési jogosítvány és a hazai tőkegyűjtést jóváhagyó hozzájárulás megszerzése céljából. Ezen engedélyeken felül a devizahatóság megerősítése is szükséges a külföldi befektetési tevékenység megkezdéséhez (CSRC, 2007a, 8–12. cikkely).

Összehasonlítva a QDII- és a QFII-program megfelelési követelményeit, látható, hogy a kiáramló tőke esetén is *szigorú prudenciális feltételeket* szabtak a kínai hatóságok annak érdekében, hogy egyrészt a *tőkemenekülést ellehetetlenítsék*, másrészt a *hazai befektetők túlzott kockázatvállalási hajlandóságának elejét vegyék*. A tengerentúli tevékenység megkezdéséhez ebben az esetben is szükség van minősített letétkezelő bank („*Custodian Bank*”) közreműködésére, amely hasonló feladatokat lát el, mint a QFII-intézmények esetén.²⁵ Újdonságnak számítanak a *minősített külföldi tanácsadó társaságok*, amelyek azt a célt szolgálják, hogy a kisebb szakmai háttérrel rendelkező hazai intézmények részére támogatást nyújtanak a befektetési döntések meghozatalánál és a kockázatok menedzselése során.²⁶ A hazai piacon történő tőkegyűjtés megkezdésének feltétele a befektetési termékkel kapcsolatban összeállított valamennyi dokumentum (például a kockázattartó nyilatkozat, a termék alapvető információit tartalmazó egyszerű és könnyen érthető tájékoztató stb.) hatósági bemutatása. A tájékoztatás szigorú előírásának a célja, hogy a befektetők megismerjék a külföldi termékekben rejlő kockázatokat, és megtanulják azok kezelését. Az alapkezelők esetén az előírt minimálisan összegyűjthető tőke 200 millió RMB-ben (nyílt végű befektetések esetén minimum 200, zárt végű befektetéseknél pedig minimum 1000 tulajdonos), a befektetési társaságok esetén pedig 100 millió RMB-ben (minimum 2 részvényes) határozták meg (CSRC, 2007b, 4. pont).

²⁵ A letétkezelő bank további külföldi letétkezelő bankot is megbízhat a külföldi tranzakciók lebonyolítására. Azonban ebben az esetben a külföldi partner hibáért teljes mértékben a hazai letétkezelő a felelős (CSRC, 2007a, 19. cikkely).

²⁶ Külföldi tanácsadó az a társaság lehet, amely legalább 5 éves piaci tapasztalattal és 10 milliárd kezelt vagyonnal rendelkezik. Abban az esetben, ha a tanácsadó jogosult a QDII helyett befektetési döntéseket meghozni, az esetleges károkért ő tehető felelőssé (CSRC, 2007a, 14., 17. cikkely).

A QDII-intézmények befektetési célterületeit pontosan meghatározták a szabályzatban. Mivel a lista elég hosszú, ezért a teljesség igénye nélkül a következő eszközök nyíltak meg a programban résztvevők számára: 1. bankbetétek, repó ügyletek, kereskedelmi papírok, 2. államkötvények, vállalati kötvények és átváltoztatható kötvények, jelzáloggal és eszközzel fedezett értékpapírok, 3. tőzsdei cégek részvényei és befektetési alapok (a célország „Beleegyezési nyilatkozat”-ának aláírása esetén), 4. strukturált befektetési termékek és 5. pénzügyi derivatívák (például: forward, swap, opciós papírok, future stb.). A magas kockázatok miatt a CSRC tiltja az ingatlan- és ingatlan-jelzálogpiaci, a nemesfémekbe és kereskedelmi termékekbe való befektetést. Külföldi részvényjegyzésben és rövidre eladásban (ha a mögöttes értékpapír nincs a tulajdonában) nem vehetnek részt, továbbá kölcsönt csak abban az esetben vehetnek fel, ha azt a tranzakciós költségek fedezésére vagy derivatív termékek vásárlására fordítják (CSRC, 2007b, 5. pont). Hasonlóan a QFII-programhoz, a viszonylag átlátható, könnyen értékelhető és likvid eszközök köre a szabályozó hatóságok túlzott és nehezen követhető kockázatvállalás miatti aggodalmát tükrözi.

A fokozatosan *növekvő külföldi felértékelési nyomás miatt a kiáramló tőke korlátainak gyorsabb lazítása a kínai pártvezetés érdeke* is. Az a tény, hogy a QDII beindítását követően az engedmények körét több alkalommal tovább szélesítették, nem véletlen. Mindezek eredményeként 2006 szeptemberére – alig 5 hónap alatt – 15 intézmény vált a külföldi tőkebefektetésekre jogosulttá, 10,8 milliárd dollár jóváhagyott kvóta mellett. Míg a beáramló tőke ösztönzése érdekében elindított QFII program első négy évében mindösszesen 7,5 milliárd kvótával 45 intézmény kezdhetette meg a működését.²⁷ Ugyanebben az időben a devizahatóság a kiáramló tőke felgyorsítása érdekében az addig 8000 dolláros évi devizavásárlási kvótát magánszemélyek esetén 20 000 dollárra emelte.

A kezdeti lelkesedés azonban bő egy év leforgása alatt hamar lecsökkent. A Hang Seng Bank 2006. szeptember havi elemzésében arról számolt be, hogy a program elindítását követő első pár hónapban a négy legnagyobb bank csupán 200 millió dollár értékben, befektetési kvótájuknak mindösszesen 3,2 százalékát kimerítve értékesített termékeket a hazai lakosságnak. Ezt elsősorban *a kínai lakosság piaci ismereteinek a hiányával és a túlzott óvatossággal* indokolhatjuk. Ezen időszak alatt folyamatosan nőttek a renminbi erősödésével kapcsolatos várakozások. Így a kezdeti termékek iránti alacsony érdeklődés nem is olyan meglepő, hiszen az erősödő renminbi mellett – amely 2005 és 2008 között 21 százalékkal értékelődött fel a dollárral szemben – a külföldi devizában, s főként dollárban denominált eszközök reálhozama nem nyújtott extrahozamot a kínai tőzsde benchmarkjához képest.²⁸ A program felpör-

²⁷ Lásd: Hang Seng Bank: QDII – A Catalyst for China’s New Financial Landscape. *Hang Seng Economic Monthly*, 2006. szeptember.

²⁸ Ráadásul a kezdeti termékek rövid távú és fix hozamú instrumentumok voltak, amelyek még a renminbi felértékelődése nélkül is versenyképtelenek voltak a hazai tőzsde hozamával szemben. Ezen felül még a magas belépési költségek is nehezítették a program elindulását (Ni, 2009).

getése érdekében a devizahatóság 2007 februárjától 50 000 dollárra növelte a magánszemélyek éves devizakvótáját, a CSRC pedig egyre több országgal – így 2008 elején az Egyesült Államokkal – írta alá a kölcsönös befektetési tevékenységet engedélyező „Beleegyezési nyilatkozatot”-ot (Memorandum of Understanding), amely a QDII számára kiszélesítette a piaci eszközök kínálatát. 2008-ban a világgazdasági depresszió eszkalálódásával megnövekedett kockázatkerülő és bizonytalan környezetben azonban a QDII termékei iránt is drasztikusan megcsappant a kereslet.

Kína első QDII alapját – *Hua An International Balanced Fundot* – érte a legnagyobb kár, hiszen külföldi tanácsadója a válságban összeroppant Lehman Brothers volt, amelynek számtalan strukturált termékét forgalmazta a vállalat.²⁹ E feszült világgazdasági kondíciók miatt a CSRC 17 hónapra, egészen 2009 novemberéig szüneteltette a QDII-programba való felvételt. A globális tőkepiacok 2009 eleji felélénkülésével és az azt követő szárnyalásával azonban a QDII-termékek iránt is megélnékülni látszik a kereslet. Ezt mi sem támasztja jobban alá, minthogy 2009 első negyedében a 9 legnagyobb QDII-alap értéke 43,4 százalékkal növekedett, 2009 augusztusára pedig 14,5 milliárd dollárra nőtt a külföldi befektetések aggregált értéke a kormányzati körökhöz közel álló angol nyelvű *Chinadaily* napilap szerint.³⁰ Ma még csak előrejelzésekből lehet sejteni, hogy a világ tőkepiacai végleg kilábaltak-e a válságból, és ha igen, a QDII-program mikor kap lendületet. Az már az eddigi tapasztalatokból is látható – főként a 2010 elején újra megnövekedett felértékelési nyomás következtében –, hogy nem valószínű, hogy a kisbefektetők tömegesen árasztják majd el a világ tőkepiacait a QDII-közvetítőkön keresztül. Hosszú távon a 2010-ben bejelentett nyugdíjintézkedések révén kialakuló egységes, *az egész országra kiterjedő nyugdíj- és egészségügyi rendszer alapjai irányából várható növekvő kereslet* a QDII befektetési termékei iránt.

Úgy látjuk, hogy a QDII-program sikeréhez és a tőkekiáramlás felgyorsulásához szükség van a nemzetközi *makrokondíciók javulására, a hazai pénzügyi intézményrendszer reformjára és a kínai háztartások megtakarítási szemléletmódjának gyökeres változására* – amit a szociális háló kiszélesítése jelentősen elősegíthet. Bár a program eddig nem csökkentette a globális pénzügyi egyensúlytalanságokból eredő feszültségeket – a fizetési mérleg többletének jelentős részét ugyanis a kereskedelmi mérleg adja (lásd a 2. ábrát) –, mégis *három hosszú távú előnyéről* számolhatunk be. *Egyrésztől* a program egy deviza-reallokációt valósít meg a kormányzat és a magánszektor között – az utóbbiak javára –, amely csökkentheti a kormányzat devizatartásból és sterilizációból eredő költségeit. *Másodsorban* a tengerentúli befektetések diverzifikálásával nőhet a nettó külföldi eszközökön (NFA) megkeresett hozam – ami eddig a majd 1 milliárd dollárra rugó amerikai állampapír-állomány

²⁹ Lásd: *Economic Observer*: The Curse of Lehman Brothers. 2008-09-25. http://www.eeo.com.cn/ens/finance_investment/2008/09/25/114729.html

³⁰ Lásd: *Chinadaily*: QDII investment limit in Taiwan boosted to \$30billion. 2009-12-29. http://www.chinadaily.com.cn/hkedition/2009-12/29/content_9239426.htm

nagy aránya miatt meglehetősen alacsony volt. *Harmadrészt* pedig a külföldi tanácsadókkal való szoros együttműködésen keresztül fejlett menedzsmentszemlélet áramlik be Kínába, amely nélkülözhetetlen a kínai pénzügyi intézményrendszer piacorientálttá való átalakulása során.

1. táblázat

Tőkekorlátok Kínában

		Beáramló tőke		Kiáramló tőke	
		Deviza- külföldiek helyben	Devizabelföldi külföldön	Devizakülföldi helyi kibocsátása vagy eladása	Devizabelföldi külföldi vásárlása
Adósság típusú tőke	Kötvények, más adósság típusú értékpapírok és bankkölcsönök	□	■	■	■
Portfólió- beruházás	Tőkepiaci értékpapírok	■	□	■	■
	Pénzpiaci értékpapírok	■	□	■	■
	Derivatív és más típusú eszközök	■	■	n. a.	■
Közvetlen működő tőke (FDI)	Közvetlen beruházás	□ termelő ■ pénzügyi	n. a.	n. a.	■
	Működő tőke kivonása	■	n. a.	n. a.	□
	Ingatlan- tranzakciók	■	n. a.	■	□

□ SZABAD: A tőke szabad áramlása engedélyezett, semmilyen előzetes vagy utólagos regisztrációt nem igényel.

■ KORLÁTOZOTT: Csak minősített és felhatalmazott intézmények/vállalatok számára engedélyezett.

■ TILTOTT: A tőkeáramlás csak néhány kivételes esetben, rendkívül nehézkes és bürokratikus jóváhagyási folyamatot követően engedélyezett.

n. a.: Nem ismert.

Forrás: Saját szerkesztés.

A tökemérleg eddigi liberalizációja mondhatni színpadi pontossággal, a sajátos kínai reformszemlélet égisze alatt valósult meg. A tőkekorlátozások történelmi alakulásának, illetőleg az intézményes befektetői programok ismeretének a fényében azok az állítások, miszerint Kína vonakodik a tökemérleg konvertibilitásának a megvalósításától, úgy vélem, nem állják meg a helyüket. A szelektív liberalizáció elve szerint, felismerve a tőkeáramlásokba rejlő előnyöket, Kína lépésről lépésre építette le a hosszú, majd középtávú tőke előtt felhúzott akadályokat. Amellett, hogy ezzel a WTO-csatlakozáskor vállalt kötelezettségeknek is eleget tesz, egyre közelebb kerül ahhoz a csúcshatalmi pozícióhoz, amellyel az Egyesült Államok eddigi hatalmi helyzetét veszélyeztetheti. Az eddigi liberalizációs folyamat fényében Kína megvalósította a „*kondicionális konvertibilitás*” állapotát (a tőkeszabályozások jelen állapotát az *1. táblázat* szemlélteti). Látva a 2008–2009-es világgazdasági válság okozta tőkeáramlások intenzitását és irányát, nem tudjuk megmondani, hogy mikorra valósulhat meg a renminbi teljes konvertibilitása. Ugyanakkor a *QDII- és a QFII-programok kijelölték azt a helyes irányt, amely mellett a kínai hatóságok elszánták magukat a további reformok végrehajtására*. A tőkeáramok folyamatos felügyelete mellett azonban *mindennél nagyobb szükség lenne egy átláthatóbb és kiszámíthatóbb szabályozói környezetre. A befektetési és intézményi bizonytalanságokból fakadó kockázatok* ugyanis nemhogy csökkentek volna, hanem *tovább nőttek az elmúlt években*. Ahhoz azonban, hogy a tőke szabad áramlása ne okozzon torzulásokat Kína pénzügyi rendszerében, további intézményrendszeri átalakításokra, a renminbiárfolyam újbóli lebegtetésére és az árfolyamsáv kiszélesítésére van szükség.

Irodalomjegyzék

- Artner A. [2009]: A kínai működőtőke-kivitel és Kelet-Európa, *Közgazdasági Szemle*, LVI. évf., 11. sz., 1041–1056. o.
- Bergsten, F. C. [2010]: Correcting the Chinese Exchange Rate: An Action Plan, Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, március 24.
- Cadwalader [2007]: PRC's CSRC Officially permits overseas securities investment by Qualified Domestic Institutional Investors, Cadwalader Clients & Friends Memo, július 3.
- Chang, T. K. [1998]: SAFE and Sound. *China Business Review*, július–augusztus.
- Cline, W. – Williamson, J. [2009]: Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 09-10.
- CSRC [2006]: Circular of China Securities Regulatory Commission on the Relevant Issues Concerning the implementation of the Measures for the Administration on Securities Investment within the Territory of China by Qualified Foreign Institutional Investors. Augusztus 24.
- CSRC [2007a]: Tentative Measures for the Administration of Securities Investment Outside the Territory of China by Qualified Domestic Institutional Investors. Issued by CSRC on 18. June 2007.
- CSRC [2007b]: Circular of China Securities Regulatory Commission concerning the Issues about the Implementation of the Pilot Rules concerning Administating Overseas Securities Investment by Qualified Domestic Institutional Investors. Issued by CSRC on 18. June 2007.

- CSRC, PBC [2002]: Interim Measures on the Administration of Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors. November 5.
- CBRC, PBC, SAFE [2006]: Tentative Measures for the Administration of Overseas Investment on Behalf of Their Clients by Commercial Banks.
- CSRC, PBC, SAFE [2006]: Measures for the Administration of Securities Investment within the Territory of China by Qualified Foreign Institutional Investors. Augusztus 24.
- Gábor Tamás [2009a]: Kína árfolyam-politikája és a globális egyensúlytalanságok. *Hitelintézeti Szemle*, 2. sz., 111–124. o.
- Gábor Tamás [2009b]: Kína árfolyam-politikájáról alkotott eszmék vagy téveszmék: Valóban káros az alulértékelt jüan a globális gazdaság egésze szempontjából? *Pénzügyi Szemle*, 2–3. sz., 395–410. o.
- Gábor Tamás [2010]: Kína szokatlan kettős külgazdasági többlete, *Magyar Tudomány*, 171. évf., 4. sz. 448–458. o.
- Goldstein, M. – Lardy, N. [2009]: The Future of China's Exchange Rate Policy. Policy Analyses in International Economics, 87., Washington, PIIE.
- Lámfalussy Sándor [2008]: Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Lardy, N. [1995]: The Role of Foreign Trade and Investment in China's Economic Transformation. *The China Quarterly*, 144., 1065–1082. o.
- McKinnon, R. – Schnabl, G. [2003]: China: A stabilizing or deflationary inflation in East Asia? The problem of Conflicted Virtue, Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper, No. 23.
- McKinnon, R. – Schnabl, G. [2008]: China's Exchange Rate Impasse and the Weak U.S. Dollar. *CESifo Working Paper*, No. 2386., szeptember.
- Ni, N. Y. [2009]: China's Capital Flow Regulations: The Qualified Foreign Institutional Investor and the Qualified Domestic Institutional Investor Programs. *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28.
- Prasad, E. [2005]: Next steps for China. *Finance and Development*, Vol. 42., No. 3., IMF.
- Prasad, E. – Wei, S. J. [2005]: Understanding the structure of cross-border capital flows: the case of China. Unpublished Working Paper, Presented in Columbia University Conference, „China at Crossroads: FX and Capital markets Policies for the Coming Decade.” Feb. 2–3, 2006.
- SAFE [2002]: Interim Provision on Foreign Exchange Administration of Domestic Securities Investment by Qualified Foreign Institutional Investors. 2002. november 28.
- Székely-Doby A. [2008]: Külföldi közvetlen tőkebefektetések Kínában, MEH–MTA Kína-project, 2007–2008.
- Zhang, Z. [2006]: Capital Controls in China: Recent Deleponments and Reform Prospects. SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=883647>, Letöltve: 2010. április 2.
- Zhang, Z. [2000]: Exchange Rate Reform in China: An Experiment in the Real Targets Approach. *The World Economy*, 23, 8, 1057–1081. o.