

# Kína egyensúlykeresése – a növekedés és a stabilitás átváltási dilemmái\*

Komlóssy Laura – Vargáné Körmenyi Gyöngyi

*Kína gazdaságának növekedése és stabilitása nemcsak az ott élők számára kulcskérdés: méreténél és kereskedelmi kapcsolatainál fogva kisebb-nagyobb mértékben a világgazdaság minden szereplőjét érintené, ha a globálisan második legnagyobb gazdaságban nem várt események, erőteljes kilengések történnének. Mivel a kínai gazdaságban az elmúlt években jelentős egyensúlytalanságok és kockázatok halmozódtak fel, a szakmai közösség továbbra is megosztott afelől, hogy a központi kormányzatnak sikerül-e megvalósítania egy válságjelenségektől mentes átmenetet, és kiegyensúlyozottabb, fenntarthatóbb növekedési pályára állítania a gazdaságot, vagy már elkerülhetetlen a hirtelen korrekció, és a gazdasági visszaesésnek már csak időpontja, illetve következményeinek súlyossága kérdéses. Esszénkben egyrészt a fenntartható növekedést biztosító irányvonalakat, másrészt a megvalósítást nehezítő kockázatokat, harmadrészt pedig azokat a lépéseket mutatjuk be, amelyekkel a gazdaságpolitika ezen kockázatok csökkentésére törekszik.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E61, P21

**Kulcsszavak:** Kína, új makrogazdasági egyensúly, stabilitási kockázatok, soft landing

## 1. Bevezetés

*Kína politikai vezetése számára kulcskérdés a gazdasági növekedés, illetve az azt övező kockázatok mértéke, mivel a hatalom legitimációjának ez az egyik sarokköve. Folyamatos egyensúlyozás zajlik tehát a rövid távú növekedési célok elérése és a hosszú távú fenntarthatóság között, utóbbit szolgálják a hatékonyság fokozását célzó szerkezeti átalakítások és a kockázatmérséklő intézkedések (Székely-Doby 2018). Az időközben felhalmozódott kockázatok miatt azonban újra és újra felmerül a kérdés, sikerül-e megvalósítani egy válságjelenségektől mentes átmenetet (soft landing), vagy már elkerülhetetlen a hirtelen korrekció, és a Minsky-pillanatnak<sup>1</sup> már csak az időpontja, illetve következményeinek súlyossága kérdéses.*

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Komlóssy Laura a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: komlossyl@mnbb.hu  
Vargáné Körmenyi Gyöngyi a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: kormendigy@mnbb.hu

A magyar nyelvű kézirat első változata 2018. december 20-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.18.3.114134>

<sup>1</sup> Azt a pillanatot jelenti, amikor egy gazdaságban számos, rejtett kockázat hirtelen egyszerre manifesztálódik, és az eszközárak összeomlanak, amit csődhullám követ.

Tanulmányunkban áttekintjük a fenntartható növekedéshez kapcsolódó témaköröket: egyrészt azokat az irányokat, amelyek ennek biztosítására hivatottak, másrészt a megvalósítást nehezítő kockázatokat – külön kiemelve a válságszerű korrekció veszélyére figyelmeztetőket –, harmadrészt pedig azokat a lépéseket, amelyekkel a gazdaságpolitika igyekszik ezeket a kockázatokat mérsékelni. Ennek megfelelően bemutatjuk a gazdasági szerkezet átalakításából fakadó kockázatokat, a demográfiai és környezetvédelmi kihívásokat, a felhalmozódott adósság miatti problémákat, az eszközárakban, ezen belül az ingatlanárakban rejlő kockázatokat, illetve az új modell pénzügyi rendszerre vonatkozó kihívásait. Igyekszünk átfogóan megvilágítani az egyes témákat és a köztük lévő összefüggéseket, tekintettel azonban a témák sokszínűségére, e tanulmány kereteiben a részletes kifejtésre nincs módunk.

## 2. Növekedési célok és szerkezeti reformok

*A kínai reformoknak és a gazdasági szerkezetátalakításnak legfőbb célja* immár négy évtizede *a hatékonyság folyamatos növelése*. A tervgazdaságról a piacgazdaságra való részleges áttérés ennek csupán egyik eszköze<sup>2</sup>, ezért Kínában nem zajlott le a kelet-közép-európai országokban látotthoz hasonló, gyors és teljes gazdasági rendszerváltás, hanem mindig csak a politikai vezetés által aktuálisan kijelölt területeken történt és történik liberalizáció. Az, hogy aktuálisan mit értünk dinamikus növekedésen, jelentősen változott az elmúlt évtizedekben. Míg *korábban a kétszámjegyű növekedést célozták meg, ma már lényegesen mérsékeltebb bővülés mondható reálisnak*. Ennek a belátása és elfogadtatása a központi vezetés számára igen fontos lépés volt. Amikor 2012-ben meghirdették a 2020-ra vonatkozó növekedési célt<sup>3</sup>, abból nemcsak az derült ki, hogy az átlagos növekedés lényegesen alacsonyabb lesz, mint korábban, de az is, hogy *a kijelölt új szint elérését illetően a központi vezetés erősen elkötelezett*.

*A növekedési stratégia* az aktuális lehetőségek, a felhalmozódott kockázatok és a nemzetközi környezet hatására *többször jelentősen változott*. Kezdetben a vidéki vállalkozások alapítása, majd a külföldi befektetések és technológiák felé való nyitás indította meg a munkaerő-átcsoportosítást a mezőgazdaságból az iparba. Mindez a munkaerő hatékonyságának jelentős növekedését eredményezte (*Hu – Khan 1997*), és növelte a tőkeszintet is. A 2000-es évek első éveiben egyre inkább kiteljesedett az exportorientált növekedési stratégia, ami azonban a 2007–2008-as gazdasági válság után már nem volt tartható. A gyengülő külső keresletet ekkor az

<sup>2</sup> A Kínai Kommunista Párt ideológiai alapjaként ma is hivatkozik többek között a marxizmus-leninizmusra és a maoizmusra. <http://english.cpc.people.com.cn/206972/206981/8188424.html>. Letöltés ideje: 2018. december 14.

<sup>3</sup> Hu Jintao elnök 2012. november 8-án a Kínai Kommunista Párt 18. nemzeti kongresszusának megnyitóján tűzte ki célul a 2010-es GDP és az egy főre jutó jövedelem 2020-ig történő megduplázását mind a városi, mind a vidéki népesség tekintetében. <http://en.people.cn/90778/8010379.html>. Letöltés ideje: 2018. november 10.

addig is erőteljes beruházási arány további növelésével igyekeztek pótolni. Ennek korlátai és kockázatai azonban néhány éven belül nyilvánvalóvá váltak, sürgetővé téve az áttérést egy új stratégiára. *Az új irány a belső fogyasztás fokozásán keresztül kívánja biztosítani a tartós növekedést*, erősítve a szolgáltatási szektort és a modern iparágakat, háttérbe szorítva a nehézipart. *Erre a mennyiségiről minőségi növekedésre való strukturális korrekcióként* (structural adjustment from high-speed growth to high-quality growth) *hivatkozik* újabban *a központi vezetés*<sup>4</sup>. Az áttérés, valamint a korábbi modellekből felhalmozódott problémák kezelése komoly kihívást jelent. Mindezt tovább bonyolítják a nemzetközi környezet kihívásai, a demográfiai folyamatok és a környezetvédelemmel kapcsolatos kérdések.

## 2.1. Az új makrogazdasági egyensúly keresése

*A kínai gazdaság növekedése az elmúlt négy évtized gazdasági sikertörténetének tekinthető.* Ahogy gazdasági mérete és a globális gazdaság felé való nyitottsága egyre jobban növekedett, úgy jelentősége is egyre nagyobb mértékben nőtt. Az elmúlt négy évtized során Kína a gazdasági nyitáshoz köszönhetően könnyebben jutott külföldi tőkéhez, elmélyítette szerepét a globális értékláncokban, és gazdasági növekedése is jelentősen emelkedett – különösen 2001-től, amikor is az ország csatlakozott a Kereskedelmi Világszervezethez (WTO), ami együtt járt az életszínvonal fokozatos javulásával és a szegénységi ráta markáns csökkenésével (Gyuris 2017). Az elmúlt négy évtized alatt Kína a világ egyik legszegényebb országából a második legnagyobb gazdasággá nőtte ki magát, és mára a világgazdaság teljesítményének harmadrészét adja.

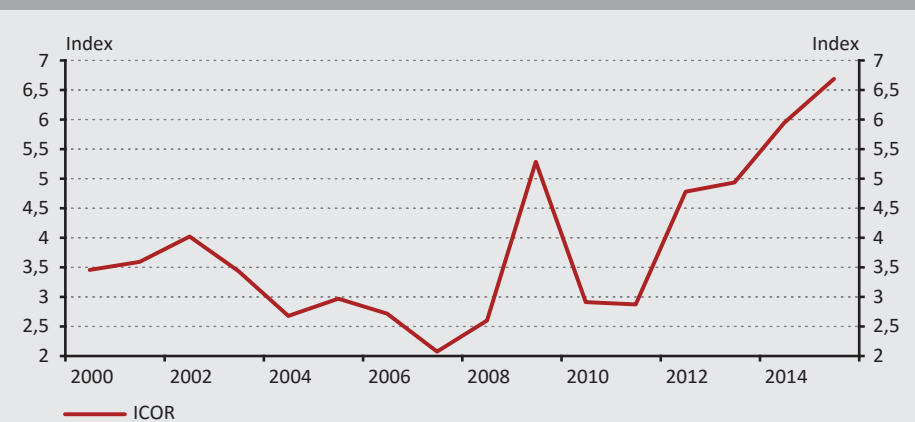
*Mára azonban Kína egyre inkább két, egymással összekapcsolódó kihívással szembesül: a növekedés lassulásával és az egyenlőtlenségek növekedésével.* Míg 2007-ben a reál-GDP növekedése meghaladta a 14 százalékot, addig az elmúlt években megfeleződött, és 2017-ben már csak 7 százalék körüli volt. *A lassulás hátterében nagyrészt strukturális tényezők állnak*, mivel a korábbi gyors konvergenciát támogató tényezők hatása fokozatosan elhalványul. Az egyke-politika hatására a munkaképes korú lakosság 2010 óta fokozatosan csökken, így a fejlett országokhoz hasonlóan Kína is *a társadalom elöregedésével szembesül.* A túlzott beruházások eredményeként felépült *felesleges kapacitások és a növekvő tőke/kibocsátás arány* (incremental capital output ratio, ICOR)<sup>5</sup> *a tőkehozam csökkenését okozza*, valamint *a beruházásoknak a gazdasági növekedéshez való csökkenő impulzusát jelenti* (1. ábra).

---

<sup>4</sup> Például a jegybank sajtóközleménye: <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3656521/index.html>. Letöltés ideje: 2018. december 7.

<sup>5</sup> A beruházási ráta és a GDP növekedési ütemének a hányadosa. A mutató emelkedése a beruházási hatékonyság csökkenését jelzi.

**1. ábra**  
Az ICOR-mutató alakulása



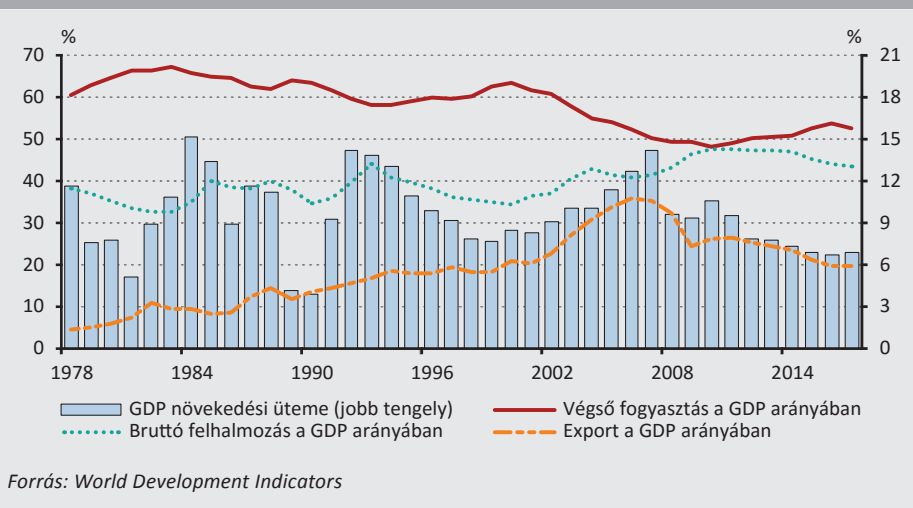
Forrás: OECD Economic Surveys: China 2017

Ráadásul a teljes tényezőtermelékenység (TFP) is jelentősen lelassult. A szakirodalom szerint az 1990-es és 2000-es évek 10 százalékos körüli átlagával összehasonlítva a potenciális növekedés 7–8 százalékosra csökkent<sup>6</sup> az elmúlt években, és az előrejelzések szerint az elkövetkező időszakban 6 százalékos alá lassulhat (Dieppe et al. 2018).

A válság előtti növekedési modell elsősorban az ipari termelésen és az alulértékelt jüannak köszönhető exportteljesítményen alapult, ami jelentősen megnövelte a külső egyensúlytalanságokat. A válság előtti években Kína folyó fizetési mérlegének többlete a GDP 10 százalékát is elérte, azóta ugyanakkor jelentősen csökkent. A külső egyensúly helyreállása részben az elmúlt évtized reálárfolyam-felértékelődésének köszönhető, másrészt a kereslet jelentős változását is tükrözte. 2008-tól kezdődően, a külső kereslet visszaesésével párhuzamosan elsősorban a beruházások szerepe értékelődött fel (2. ábra), ugyanis a válság negatív következményeit a központi kormányzat a beruházások növelésével ellensúlyozta, ami a vállalati eladósodottság nagyarányú növekedéséhez vezetett. A beruházási ráta a válság utáni években a hasonló szinten iparosodott ázsiai országokhoz képest is kimagaslott, és tartósan 47 százalék felett alakult, ami a külső mellett a belső egyensúlytalanságok fokozódásához vezetett. Ahogy a befektetések megtérülési rátája sokat esett az elmúlt években, a hozzájuk kapcsolódó hitelek visszafizetése problémásabbá vált.

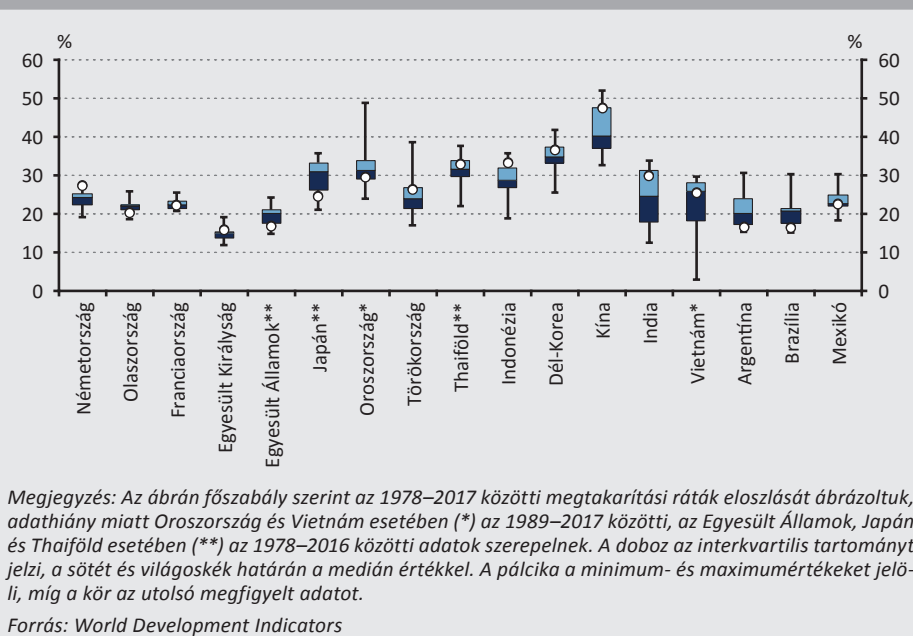
<sup>6</sup> Lásd részletesebben Alberola et al. (2013), Albert et al. (2015), Maliszewski – Zhang (2015) és IMF (2014).

**2. ábra**  
A növekedési ütem alakulása és a GDP felhasználás szerinti összetétele Kínában



A kínai gazdaságot jellemző egyensúlytalanságok összekapcsolódnak egymással. A korábbi magas külső egyensúlyhiány és a jelenlegi belső egyensúlytalanságok hozzájárultak a lakosság nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedően magas megtakarítási rátájához (3. ábra).

**3. ábra**  
A GDP-arányos megtakarítási ráta nemzetközi összehasonlításban



A magas megtakarítási ráták az egyke-politikában és a szociálpolitikában mutatózó demográfiai trendeket tükrözik, ide sorolandó a gyenge jóléti és korlátozott egészségügyi ellátás (Choukhmane et al. 2016), valamint a magas jövedelmi és jóléti egyenlőtlenségek (IMF 2017). Ugyanakkor a megtakarítási ráta emelkedését a pénzügyi elnyomás (financial repression) és a (nagyrészt) zárt tőkeerleg is kikényszerítette. Ugyanezen politikák a megfelelő kockázatértékelést és tőkeallokációt is hátráltatták, ami lehetővé tette a beruházások felfutását és az adósság felhalmozódását (Huang – Tao 2011, Pettis 2013). Így, bár a kínai egyensúlytalanságok formája változott az elmúlt években, a kiváltó okok hasonlóak voltak: az aktuális gazdaságstratégia és a politikai berendezkedés következményei (Dieppe et al. 2018). A belső folyamatok mellett számos más tényező, külső kereskedelmi vagy akár geopolitikai esemény is befolyásolhatja a kínai gazdaság teljesítményét. Mindezek a tényezők a Trump-adminisztrációval előtérbe kerültek, és egyelőre nehéz megállapítani a hosszú távú következményeiket. Az egyik ilyen jelentősebb tényező a 2018-ban kezdődött sino-amerikai kereskedelmi háború. 2018-ban az Egyesült Államok három körben emelt vámot, összesen 250 milliárd dollárnyi kínai termékre. Emellett Donald Trump amerikai elnök mintegy 267 milliárd dollár értékű kínai termékre helyezte kilátásba az újabb vámok kivetését, amennyiben a jelenleg is zajló tárgyalások zátonyra futnak. A kínai kormány hasonló mértékű vámokkal reagált az Egyesült Államok szankcióira, a tavalyi évben mintegy 110 milliárd dollárnyi amerikai termékre vetett ki vámot. A két ország kereskedelmi kapcsolatát továbbra is jelentős bizonytalanság övezi. Elemzői értékelések szerint, bár a vámok kivetése mindkét ország GDP-növekedését negatívan érinti, Kína esetében a kereskedelmi háború negatív hatása leginkább a reformfolyamat lassulásában mutatkozhat meg<sup>7</sup>.

*A rendszer fenntarthatatlanságát a 2013-ban Kína elnökének választott Xi Jinping is felismerte. Az elfogadott tizenharmadik ötéves terv a „gazdasági és társadalmi fejlődés” érdekében tűzött ki célokat a 2016 és 2020 közötti időszakra. A célok között többek között 2020-ig a 2010-es GDP megduplázása, a K+F tevékenység növelése, környezetvédelmi megfontolások, szociális intézkedések, például az egyke-politika lazítása, a városi jóléti szolgáltatások kiterjesztése és az állami vállalatok racionalizálása, valamint a jüan teljes konvertibilitásának elérése szerepel<sup>8</sup>.*

*A gazdasági szerkezetváltásban központi szerepet kapott a háztartások fogyasztásának a növelése. A kormányzati intézkedéseknek köszönhetően az elmúlt években sikerült elérni a GDP-arányos fogyasztás emelkedését. A bővülést számos állami intézkedés támogatta, csökkentették a béreket terhelő járulékokat, progresszívebb személyi jövedelemadó rendszert vezettek be, illetve növelték a szociális, egészségügyi és oktatási kiadásokat. Az egyensúlytalanságok oldódását azonban*

<sup>7</sup> <http://www.geopolitika.hu/hu/2019/03/12/kereskedelmi-haboru-az-usa-es-kina-kozott/>. Letöltés ideje: 2019. április 9.

<sup>8</sup> <http://en.ndrc.gov.cn/newsrelease/201612/P020161207645765233498.pdf>. Letöltés ideje: 2018. december 6.

a háztartások magas megtakarítási rátája gátolhatja. A szociális háló (nyugdíj- és egészségbiztosítási rendszer) hiányosságai, az egyke-politika következményei, a saját lakástulajdon preferálása, illetve a nagyvárosokban máig érvényben lévő „hukou”-rendszer mind-mind megtakarításra ösztönzi a lakosságot. A társadalmi mobilitást gátló „hukou”-rendszer jelentős mértékben járul hozzá az országon belül fennálló regionális egyenlőtlenségekhez. Bár a nyugati és középső területek gazdasági teljesítménye az elmúlt időszakban felzárkózást mutatott, az egy főre eső GDP szintje továbbra is jóval magasabb a keleti, tengerparti régiókban. A tartományok közötti kelet-nyugati eltérés a városok és falvak közötti jövedelemegyenlőtlenségben is tetten érhető (Gyuris 2017). Az országos szinten magas jövedelemegyenlőtlenség – a Gini-együttható az elmúlt években nem mutatott javulást – az elmaradottabb nyugati országrészben halmozottabban jelentkezik.

A korábbi gazdaságszerkezetből fakadó visszafogott *termelékenység javítását, valamint az iparban felhalmozott túlzott kapacitások leépítését* a 2013-ban meghirdetett *Övezet és Út* kezdeményezés, valamint a 2015-ben bemutatott *Made in China 2025 koncepció segítheti*. Az Övezet és Út koncepció keretében a jelentős kapacitásfelesleggel küzdő nehézipari és építőipari vállalatoknak a nagy volumenű infrastrukturális beruházások biztosítanának munkát. *Az infrastrukturális fejlesztések segítik* a megfelelő mennyiségű és minőségű nyersanyag Kínába áramlását, illetve a kínai termékek és szolgáltatások exportját. A munkaerő, a tőke és a technológia áramlása komoly hatékonyságjavulással járhat, a szállítási infrastruktúra fejlődése pedig versenyképességet javító tényezőként jelentkezhet. A hatékonyságjavulás elengedhetetlen a magasabb hozzáadott értékkel bíró termékek előállításához, ami a fenntartható és kiegyensúlyozott gazdasági növekedés alapja. A háztartások fogyasztásának további bővüléséhez elengedhetetlen a keleti és nyugati régiók gazdasági és jövedelmi egyenlőtlenségének csökkentése. Ennek enyhítésére is hivatott a kezdeményezés, hiszen Közép-Ázsiába a nyugati területeken keresztül vezet a szárazföldi út. Tizenöt keleti- és közép-kínai régióban már megindultak a teherszállítást érintő vasútfejlesztések, illetve több városban hoztak létre gazdasági övezeteket és logisztikai központokat (Brown 2017). *A Made in China 2025 kezdeményezés a feldolgozóipari termelés minőségének javítását tűzte ki célul*, mivel – bár a feldolgozóipar teljesítménye az elmúlt években nagy mértékben járult hozzá a kínai gazdaság élénk növekedéséhez –, a szektorra alacsony hozzáadott értékű és munkaintenzív termelés jellemző. A program középpontjában egy olyan minőségre és hálózatos integrációra épülő innovatív és fenntartható feldolgozóipar megteremtése áll, amellyel Kína a legjelentősebb feldolgozóipari gazdaságok sorába emelkedhet (HKTDK 2016). A bejelentett programokon felül a termelékenység növeléséhez elengedhetetlen lenne az állami vállalatok reformja és a jelentős veszteséggel működő zombi cégek megszüntetése. A hatékonyság tekintetében az állami vállalatok érdemben elmaradnak a magánvállalatoktól, ennek ellenére vagyonuk és a beruházásokból

vett részesedésük továbbra is jelentős (Székely-Doby 2018), ami késlelteti a belső egyensúly további javulását.

## 2.2. Demográfiai folyamatok

Az 1970-es évek végén bevezetett *egy gyermek politika jelentős torzulásokhoz vezetett a népesség korstruktúrájában és a nemek arányában* (NBSC 2016). A termékenységi ráta drasztikus csökkenése miatt Kína a fejlett országokhoz hasonlóan *a népesség elöregedésével szembesül*. A 2000-es évek közepe óta az időskori népesség folyamatosan növekszik, és az ENSZ előrejelzése<sup>9</sup> szerint a 65 év felettiiek száma 2050-re a jelenlegi 131 millióról 371 millióra, míg ezen belül a 80 év felettiiek száma 22 millióról 121 millióra emelkedik. A medián életkor növekedésével a munkaképeskorú lakosság száma is jelentősen csökken, aminek eredményeként az időskori függőségi ráta is jelentősen emelkedhet. A kínai társadalom elöregedésének megdöbbentő üteme a társadalmi-gazdasági fejlődésre is nagy nyomást gyakorol. A központi kormányzat számára hatalmas kihívást jelenthet egy országos szintű nyugdíjrendszer felállítása, amely megfelelő pénzügyi támogatást nyújt a gyorsan növekvő idős népesség számára, emellett szintén kihívásokat tartogat az egészségügyi rendszer megszilárdítása és továbbfejlesztése.

A társadalom elöregedése mellett a *nemek közötti egyenlőtlenség* szintén jelentős probléma. Az egy gyermek politika idején főként a fiúgyermeket részesítették előnyben, aminek eredményeként 2017-ben több mint 30 millióval több férfi élt Kínában, mint nő. Bár a nemek aránya közti torzulás javult az elmúlt időszakban, ugyanakkor továbbra is messze van az ideálisnak tartottól.

*A problémák leküzdésére a központi kormányzat számos intézkedést jelentett be az elmúlt időszakban, kezdve a családtervezés támogatásától a szexuális megkülönböztetés tilalmának szigorú betartásáig.* A társadalom elöregedésének lassítása érdekében az egygyermekes családmodellrel is lazítottak, aminek eredményeként már két gyermeket vállalhatnak a kínai családok. Emellett a kormány hangsúlyozza az otthoni ellátáson alapuló öregségi ellátórendszer megszilárdításának szükségességét, amelyet a közösség és a kormány által biztosított öregségi ellátó intézmények egészítenek ki és támogatnak. A népesség elöregedésével járó pénzügyi nyomás csökkentése érdekében a kormány a nyugdíjkorhatár fokozatos növelését is javasolta. A fentiekén túl a központi kormányzat az elmúlt években jelentős erőforrásokat áldozott az ország oktatási színvonalának emelésére, különösen a természettudományos képzések tekintetében. Érdemben bővítették a felsőoktatásba felvettek arányát is 2010 és 2014 között (Losoncz 2017). Ennek segítségével sikerült elérniük, hogy ma már nemcsak külföldi termékek másolásával, hanem saját fejlesztésű, sokszor csúcstechnológiát képviselő termékek gyártásával is jelen vannak a világpiacon.

<sup>9</sup> [https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key\\_findings\\_wpp\\_2015.pdf](https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf). Letöltés ideje: 2018. december 6.



Ennek a tendenciának a fennmaradása jelentősen hozzájárulhat majd ahhoz, hogy a munkaképes korú népesség számának csökkenése ne jelentse automatikusan a GDP növekedésének jelentős visszaesését.

A demográfiai problémák mellett *további kihívást jelent a nagymértékű városi-vidéki migráció*. Kína városi lakossága két fő típusból áll: azokból, akik rendelkeznek helybeli regisztrációval, úgynevezett „hukou”-val, illetve azokból, akik nem. A vidékről városokba áramló munkavállalók közül sokan már hosszú évek óta dolgoznak a városokban, ugyanakkor még mindig „ideiglenes bevándorlóknak” számítanak, és azzal a kockázattal szembesülnek, hogy visszaküldhetik őket oda, ahova a származási hely szerinti regisztrációjuk szól.

Ez a bizonytalanság, illetve a regisztrációval nem rendelkezőket sújtó korlátozások sok család feloszlását eredményezik, mivel az ingázó munkavállalók hátrahagyják vidéki, idős szüleiket, kisgyermeküket vagy akár a házastársukat. Az utóbbi évtizedben több száz millió kínai mezőgazdasági dolgozó indult útnak a városokba dolgozni a jobb megélhetés reményében. Ezek az emberek jelentős mértékben járultak hozzá a kínai gazdaság növekedéséhez és a városfejlesztéshez, ugyanakkor alapvető jogukat gyakran nem megfelelően védik a kínai törvények. Bár a központi kormányzat 2016–2020-re vonatkozó öt éves tervében<sup>10</sup> szerepel a „hukou” 100 millió ingázó munkavállalóval való bővítése, ugyanakkor ez a jelenlegi „lebegő népességnek” csak a 40 százalékát érintené<sup>11</sup>. A nagyra törő urbanizációs terv megvalósítása érdekében a központi kormányzat számos stratégiát javasolt, többek között a városi és vidéki területek összehangolt fejlődésének, valamint az urbanizációnak az előmozdítását, a kis- és közepes méretű városok fejlesztését és a vidéki lakosok városokban való letelepedésének elősegítését.

### 2.3. Környezetvédelmi kérdések

*A környezetvédelmi kérdések több szempontból sem kerülhetők meg, amikor hosszú távú egyensúlyi növekedésről beszélünk. Amint azt Székely-Doby (2017) is kiemeli, a környezetszennyezés és környezetrombolás jelentősen megnövekedett mértéke miatt mind gazdasági, mint társadalmi, mind pedig politikai szempontból kritikus kérdés. A környezetszennyezés és a környezetpusztítás jelentős egészségügyi és gazdasági károkkal jár, de emellett a már kialakult állapotok javítása, illetve megszüntetése szintén igen költséges. Mindezeket túl a hatékonyságnövelésnek egy kiemelten fontos formája az energia- és a nyersanyagfelhasználás hatékonyságának javítása, ami – tekintve az erőforrások végeességét és kitermelésük környezeti hatásait – feltétlen szükséges ahhoz, hogy a gazdasági növekedés ne járjon az igényelt nyersanyagok és energiahordozók mennyiségének, illetve a szennyezés*

---

<sup>10</sup> <http://en.ndrc.gov.cn/newsrelease/201612/P020161207645765233498.pdf>. Letöltés ideje: 2018. december 6.

<sup>11</sup> A kínai központi statisztikai hivatal adatai alapján a „lebegő népesség” 2017-ban 244 millió főt tett ki. [http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201802/t20180228\\_1585666.html](http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201802/t20180228_1585666.html). Letöltés ideje: 2018. december 12.

mértékének arányos növekedésével. A növekedés és a környezetvédelem közötti választási kényszerben korábban sokszor az első kapott prioritást, a szennyezések mértékének növekedésével azonban ez egyre kevésbé volt tartható. A fokozatos javulás már megkezdődött jelentős anyagi források felhasználásával<sup>12</sup>, ugyanakkor igen jelentős kötöttségek vannak, így a legtöbb esetben csak igen lassú és fokozatos átmenettel érhető el eredmény. A javuláshoz ugyanis nem elegendő a már meglévő szennyezési források kibocsátásának csökkentése, a dinamikus gazdasági bővülés okozta számottevő mértékű új kibocsátással is számolni kell.

*A környezetvédelem már évtizedek óta fontos témája a politikai vezetésnek:* az alkotmányban és törvényekben fektették le az alapelveket, és az ötéves tervekben is külön fejezetben részletezik a követendő stratégiát. Ezekben többek között megjelenik a természet és a biodiverzitás védelme, a nyersanyagfelhasználás hatékonyságának növelése, a szennyeződéskibocsátás csökkentésének elvárása, a szemét- és szennyvízkezelés kiterjesztésének szándéka, a termőföld védelme és a globális éghajlatváltozással kapcsolatos kérdések. A célkitűzéseket általában területi egységekre lebontva központilag határozzák meg, a megvalósítás részletes kidolgozása és végrehajtása azonban jelentős részben a helyi hatóságokra hárul. A mennyiségi korlátozások és a szabványokon, tilalmakon alapuló szabályozás mellett pénzügyi ösztönzőkkel is segítik a célok teljesítését. A bankfelügyelet például iránymutatásokon keresztül (window guidance) korlátozza az erősen szennyező és nagy energiaigényű vállalatok hitelhez jutását, míg a jegybank (People's Bank of China) a Medium-term Lending Facility (MLF) program keretében fedezetként befogadja a zöld hiteleket és kötvényeket<sup>13</sup> (PBC 2018), ami ösztönzi a környezetvédelmi beruházások finanszírozását.

### 3. Növekedési modellek vetületei a pénzügyi rendszerben

A vegyes gazdasági struktúra és a *korábbi növekedési modellek jelentős kockázatok felhalmozódásához vezettek a pénzügyi rendszerben*, amelyeket reformokkal és a szabályozás fejlesztésével igyekszik orvosolni a központi vezetés. Bár a hitelezési tervek 1998-as megszüntetése óta a bankok döntően önállóan, a teljes felelősséget viselve döntenek a hitelezési politikájukról, a központi vezetés még mindig igen erőteljesen támaszkodik növekedési céljai megvalósításakor az egyébként többségi

<sup>12</sup> Míg 2007-ben a központi és helyi kormányzatok költségvetéséből környezetvédelemre a GDP 0,37 százalékát fordították, addig 2015-ben 0,70 százalék, 2016-ban pedig 0,64 százalék volt ugyanez az érték. Ezalatt a nyolc-kilenc év alatt a GDP megduplázódott. Az elért eredmények tekintetében a légszennyezettség csökkentését érdemes kiemelni, mivel erre különösen nagy hangsúlyt fektettek az elmúlt években. A Kínai Statisztikai Hivatal adatai alapján 30 nagyvárosból 23-ban sikerült csökkenteni a kettes fokozatú szennyezettségi szintet elérő napok számát, ugyanakkor láthatjuk, hogy még jelentős tér van a javulásra.

<sup>13</sup> A zöld kötvények Kínában igen népszerűek, a nemzetközi definíciók alapján a második legnagyobb kibocsátó volt világszinten 2017-ben a maga 22,9 milliárd dolláros értékével. A kínai szabályozás ugyanakkor a nemzetközínél tágabb definíciót alkalmaz az ország adottságaihoz igazodva, ezzel további 14,2 milliárd dollárnyi kötvényt sorolva zöld kategóriába. Egyrészt a kínai definíció nem zárja ki a fosszilis tüzelőanyagokhoz kapcsolódó projekteket, másrészt nemcsak új projektek finanszírozását, hanem hitelkiváltást és működőtőke-finanszírozást is megengednek (CBI – CCDC 2018).

állami, illetve helyhatósági tulajdonban lévő hitelintézetekre. Az állami vállalatok hitelgényléskor továbbra is jelentős előnyben részesülnek<sup>14</sup>, mivel a hitelnyújtók implicit állami garanciát feltételeznek esetükben. A helyhatóságok is jelentős hitelfelvételt, illetve kötvénykibocsátást hajtottak végre, beruházásaikkal, infrastruktúra-fejlesztési projektjeikkel pótolva a globális pénzügyi válság miatt kieső külső keresletet. *A beruházásra alapozott növekedési modellt tehát egy igen dinamikus hitelbővülés segítségével valósították meg (4. ábra)*. Emiatt azonban az állami vállalatok gyenge hatékonyságú beruházásai is finanszírozáshoz juthattak, az eredetileg feltételezettnél lényegesen kockázatosabb hitelekkel terhelve meg a bankrendszert.

*Ez a folyamat a bankok mérlegein kívül is lejátszódott, némileg más szereposztásban. Az árnyékbankrendszeren keresztül szintén implicit állami garancia feltételezésével – csak ezúttal nem a hitelfelvevő, hanem a közvetítőként eljáró állami és helyhatósági tulajdonban lévő bankokra vonatkozóan – nyújtottak hitelt magánbefektetők olyan projektek megvalósítására, amelyeknek kockázatosságát nem mérlegelték kellő alapossgal. Így ez a közvetítési forma is nagy mennyiségben hozott létre olyan ügyleteket, amelyek megtérülése jóval kockázatosabb, mint amilyenre a befektetők számítottak, rontva ezzel a makrogazdasági forrásallokáció hatékonyságát. A bankrendszer mérlegét megkerülő hitelezés hosszú éveken át tartó működését több tényező is segítette: egyrészt az így létrejött hitelek támogatták a központi kormányzat növekedési célját, másrészt a pénzügyi liberalizáció folyamatát információval segítette az árnyékbankrendszer, a piaci mechanizmushoz közeli ármeghatározásával. Miután az utóbbi funkcióra már nincs szükség, a növekedéstámogató jelleget pedig jelentősen mérséklék a realizálódó kockázatok, a központi vezetés az árnyékbankrendszer szigorúbb szabályozása és visszaszorítása mellett döntött<sup>15</sup>.*

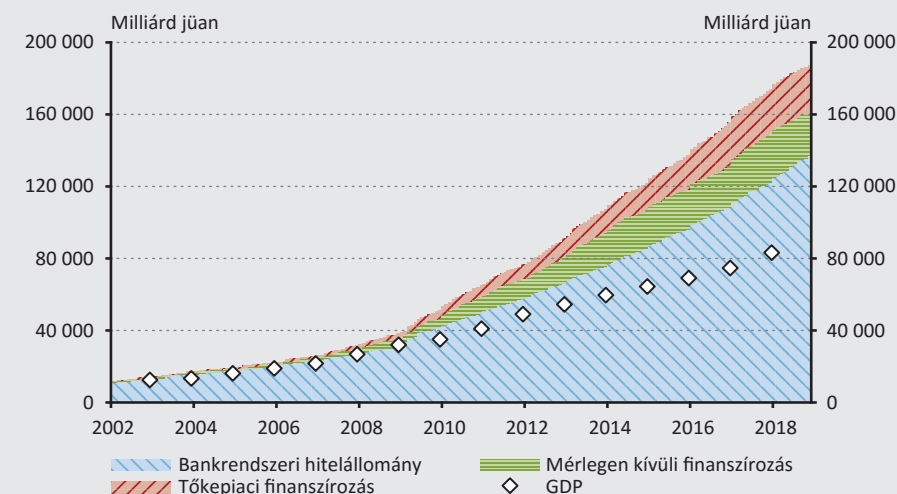
---

<sup>14</sup> Ezt megerősíti a jegybank alelnökének, Pan Gongshengnek 2018. november 6-án elhangzott beszéde: <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3660929/index.html>. Letöltés ideje: 2018. december 6.

<sup>15</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-23/china-s-15-trillion-shadow-banking-edifice-showing-more-cracks>. Letöltés ideje: 2018. december 17.

4. ábra

A reálgazdaság aggregált finanszírozása



Megjegyzés: a bankrendszeri hitelállomány a renminbiben és a külföldi devizában denominált hiteleket jelenti. A mérlegen kívüli finanszírozás a trust és az entrusted hiteleket, valamint az idegen váltókat (undiscounted banker's acceptance) foglalja magában. A tőkepiaci finanszírozás a vállalati kötvény- és részvénykibocsátást aggregálja.

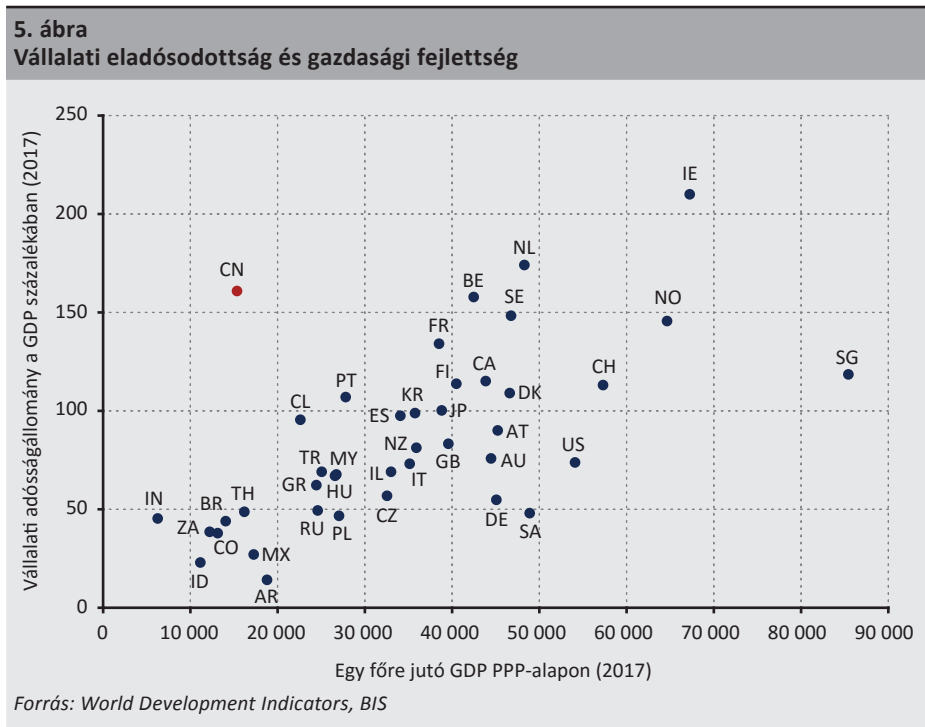
Forrás: Macrobond, World Development Indicators

A régi növekedési modell öröksége mellett az új modell is tartogat kihívásokat a bankrendszer számára. A fogyasztásra alapozott bővülés a korábban túlnyomórészt az állami nagyvállalatok hitelezésére berendezkedett bankok helyett egy kiegyensúlyozottabb, a magánvállalatokat, a lakosságot, a kisvállalkozási szektort és az agráriumot is hitelező stratégiával lenne összhangban. A *retail piac kiteljesedéséhez* azonban a bankok folyamataiban jelentős változtatásokra van szükség a potenciális ügyfélkör elérése, a hiteligénylések megfelelő elbírálása és a kockázatok kezelése érdekében. Az új piacokon való növekedés a bankok kockázatainak szélesedésével jár: a jelzáloghitelezés miatt az ingatlanpiaci dinamikáknak való kitettségük erősödik, a kisvállalkozások és a mezőgazdasági termelők esetében pedig a nagyvállalatoktól teljesen eltérő működés és jellemzők miatt jelennek meg korábban nem tapasztalt kockázatok.

A növekedést – a makrogazdasági stratégiaváltás mellett – a pénzügyi közvetítői szerep hatékonyságának növelésével is támogatni kívánja a központi vezetés, amit hosszabb távon az elmúlt évek liberalizációs folyamata segíthet elő. A reformintézkedéseknek azonban nemcsak a bevezetése telt hosszú évekbe, de a hatásuk kiteljesedése is hosszú időt vesz igénybe. A liberalizáció a kamatmarzsok várható szűkülésével és a volatilibb piacokhoz való alkalmazkodás kényszerével állítja újabb feladat elé a hitelintézeteket.

### 3.1. A régi modell öröksége: a túladósodás különböző formái

A vállalati eladósodottság – akár bankrendszeri, akár árnyékbankrendszeri forrásokból finanszírozva – Kína esetében *világviszonylatban is igen magasnak számít* (5. ábra). Korábbi válságtapasztalatok alapján ez komoly aggodalmakra ad okot, mivel a dinamikus hitelkiáramlás általában gyengébb forrásallokációval jár, emelve ezzel a megtérülés kockázatát.



A nagybankok az állami nagyvállalatok hitelezőiként erőteljesen érzik azok hatékonysági problémáit. A vállalati reformok évek óta húzódnak, érdemi előrelépés kevés vállalat esetében történt eddig (Székely-Doby 2018). A meglévő hitelállomány csökkentését az állam eddig sem segítette, a problémás hiteleket egyelőre csak az adott bank konszolidációs körén belül működő eszközkezelőbe tették át, vagyis azok kockázatai és veszteségei továbbra is terhelik az adott bank tőke megfelelését. Állami javaslatra működik a hitel-tőke csere (debt-to-equity swap) program, ez azonban a vállalatok érdemi reformjának hiányában nem segíti a helyzet megoldását. A nagyobb bankok nemteljesítő hiteleinek aránya látszólag továbbra is kifejezetten alacsony<sup>16</sup>, ugyanakkor a szabályozó által elvárt értékvesztéssel való fedezettség

<sup>16</sup> A Kínai Bank- és Biztosítási Szabályozási Hatóság 2018. szeptemberi adatai alapján az öt legnagyobb állami tulajdonú nagybanknál átlagosan 1,47, a részvénytársasági formában működő nagybankok esetében 1,7 százalék, a városi bankok esetében 1,67 százalék volt a nemteljesítő hitelek aránya.

rendkívül magas, ami a hitelek „örökzöldítésére” (evergreening) ösztönzi az intézményeket. A kisebb, vidéki kereskedelmi bankok helyzete ettől némileg eltér. Ezek az intézmények kevésbé specializálódtak a nagy ügyletekre, eltérő ügyfélkörük miatt azonban magasabb, 4,23 százalékos nemteljesítési arányt mutattak ki. Ez nemzetközi összehasonlításban nem számít ugyan magasnak, ugyanakkor utal az intézményi kör sérülékeny voltára. A nagyobb intézményekhez képest itt az értékvesztéssel való fedezettség sokkal alacsonyabb, azonban még így is 100 százalék felett van<sup>17</sup>.

A nemzetközi szakmai közösségben rendszeresen visszatérő aggodalom, hogy *a túlzott hitelkiáramlás és a hitelkockázatok realizálódása* – a korábbi hitelválsághoz hasonlóan – *a bankrendszer jelentős erőforrásokat igénylő feltőkésítését teszi majd szükségessé. A felügyelet rendszeres kemény fellépésével, szigorú ellenőrzésekkel, a jegybank pedig egyre szélesebb információs bázisra építő makroprudenciális politikával igyekszik elejét venni a probléma eszkalálódásának.* Emellett a központi vezetés érdemi beavatkozásának eddigi hiánya értelmezhető az implicit állami garancia mítoszának felszámolására tett erőfeszítésként is, ami pozitív hatással lehet a későbbi hitellelbíráásokra. Arra is láttunk példát, hogy a központi vezetés iránymutatása alapján az eladósodás megfékezése céljából időlegesen, mintegy másfél évre a GDP növekedésénél alacsonyabb mértékben korlátozták a vállalati hitelállomány növekedési ütemét<sup>18</sup>. Ugyanakkor a már meglévő problémákat mindezek nem oldják meg, így amennyiben a nemteljesítő hitelek jelentős mértékét érnek el, szükségessé válhat az állami feltőkésítés. Ezt az állam mint tulajdonos viszonylag gördülékeny módon megteheti, amennyiben rendelkezik a megfelelő erőforrásokkal, így a piaci turbulenciákat és a reálgazdasági áldozatokkal járó hitellefagyást (credit crunch) elkerülheti. Egy jelentős tőkeemeléssel járó szituáció azonban hozhat csendes, de határozott fordulatot a hitelciklusban, hiszen az a vállalati hitelezés dinamikájának mérséklődéséhez vezetne, ha az állami vállalatokkal szemben is a magánvállalato- kéhoz hasonló követelményeket állítanának a bankok.

*Az árnyékbankrendszeren keresztül létrejött hitelállomány igen változatos minőségű.* Bár statisztikai adatok nem állnak rendelkezésre ennek bemutatására, a hitelfelvevők heterogenitása miatt ez törvényszerű. Egyrészt vannak olyan vállalatok, amelyek azért fordultak efelé a finanszírozási forma felé, mert magánvállalatként nem sikerült hitelt szerezniük a hagyományos bankrendszer kereteiben belül. Valószínűleg közöttük számos alacsonyabb kockázatú is akad. A hitelfelvevők között azonban előfordulnak olyanok is, akik direkt a kockázatértékelés hiányosságai miatt választották ezt a finanszírozási formát, hiszen reális értékelés esetén esélyük sem lett

<sup>17</sup> A Kínai Bank- és Biztosítási Szabályozási Hatóság 2018. szeptemberi adatai alapján az öt legnagyobb állami tulajdonú banknál átlagosan 205,94, a részvénytársasági formában működő nagybankok esetében 190,47 százalék, a városi bankok esetében 198,85 százalék volt a nemteljesítő hitelek értékvesztéssel való fedezettségének aránya, míg a vidéki kereskedelmi bankok esetében ez 125,6 százalékot tett ki.

<sup>18</sup> A BIS adatai alapján 2016 második félévében és 2017 egészében csökkent a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos hitelállománya.

volna finanszírozáshoz jutni. A hitelfelvevők egy speciális típusa azért nem jutott banki hitelhez, mert azt valamely szabályozás korlátozza, ide tartoznak például a környezetszennyező iparágak vállalatai is. Esetükben a környezetvédelmi szabályozás alakulása, illetve az esetleges kibocsátás-visszafogások lecsapódnak a hitelkockázatban, annak emelkedését eredményezve.

Mivel az árnyékbanki hitelek esetében a hitelintézet csak közvetítő szerepet játszik, a hitelkockázatot elvileg a befektetők viselik. Eddig is előfordultak csődesemények, azonban a befektetők kártalanításának mértéke jellemzően nem került nyilvánosságra. Mivel nincs intézményi keretrendszer, ami ezekben az esetekben bármilyen megtérülést garantálna a befektetőnek, valószínűleg *egyedi alkuk eredményeként alakul ki a veszteségmegosztás*. Ennek megfelelően az állam által esetlegesen viselendő veszteségek mértéke is bizonytalan.

*Az árnyékbanki tevékenységgel kapcsolatban a korábbi megengedő hozzáállást egyre fokozódó szigorítás váltotta fel.* A bankszabályozási hatóság előbb a vagyonnevelési termékek, majd a trösztalapú hitelezés kapcsán is újabb és újabb szabályokat fogalmazott meg (Varga 2017), látványos eredményt azonban az új vezető, Guo Shuqing 2017 februári hivatalba lépését követően sikerült elérni. Az új előírások bevezetésével jelentősen visszaszorult ez a szegmens, ami a kockázatok további halmozódásának elkerülése szempontjából rendkívül fontos és pozitív fejlemény. Ugyanakkor több vállalat számára kihívást jelent az új környezetben a finanszírozás megteremtése, így a növekedési áldozatok csökkentése érdekében még a korábbiaknál is fontosabb a magánvállalatok megfelelő mértékű banki finanszírozáshoz jutása, amit a jegybank már hosszú ideje szorgalmaz.

Az árnyékbankrendszer intézményi és termékstruktúrája azonban nem minden esetben egyszerű. Az évek során több, igen bonyolult termék vagy intézményi felállás is kialakult, sok esetben azért, mert azzal – a felügyeleti hatóságok széttagoltsága és az egyes területek eltérő szabályozása miatt – megkerülhetővé váltak egyes felügyeleti szabályozások<sup>19</sup>. Először a felügyeleti szervek koordináltabb fellépésével, majd 2018-as részleges integrációjával került a probléma forrása kezelésre, azonban a már létrejött, átláthatatlan struktúrák ettől még nem szűntek meg. Továbbra is jelentkehetnek veszteségek olyan intézményeknél, ahol arra a legkevésbé számítanak, illetve kifejezetten nehéz a felügyeleti és szabályozási kérdések rendezése, hiszen sokszor nem mérhető fel előre egy-egy új szabályozás vagy korlátozás minden lényeges következménye.

Az eladósodottság kapcsán a vállalati szektor mellett a *helyi hatóságok* is figyelmet igényelnek. A 2007–2008-as gazdasági világválság kitörését követően a csökkenő exportkeresletet a helyi hatóságok is új, főként infrastrukturális beruházások

---

<sup>19</sup> Guo Shuqing 2017. március 2-i sajtótájékoztatójában legfontosabb céljai között említette a szabályozások egységesítését: „a különböző szabályozók, eltérő törvények és szabályok káoszt okoznak”.

indításával igyekeztek pótolni, hitelből finanszírozva. A helyi kormányzatok jellemzően a hitelintézeteken, illetve az állami nagyvállalatokon keresztül juthattak forrásokhoz (Wu 2014), illetve finanszírozási alapjaikon keresztül (local government financial vehicles) vettek fel hitelt árnyékbanki befektetőktől (Csanádi 2014). A beruházások által generált bevételek azonban sok esetben nem nyújtottak fedezetet a törlesztéshez, a hitel végeredményben a helyi hatóság költségvetését terhelte meg, akadályozva a további helyi fejlesztéseket. Az IMF becslése szerint (IMF 2018:47) a közvetlen adósság a GDP 20, a közvetett adósság pedig a GDP további 24 százalékát tette ki 2017 végén.

*A központi kormányzat* – felismerve a probléma súlyosságát – egyre szigorúbb intézkedésekkel igyekezett kezelni a kialakult helyzetet, és elejét venni a helyi hatóságok további adósságfelhalmozásának. A már meglévő adósság költségeinek csökkentése érdekében 2015-ben hároméves programot indított, amelynek keretében lehetővé vált a korábbi hitelek kötvényekkel való kiváltása<sup>20</sup>. Az új hitelek felvételét több irányból is szigorították. Egyrészt a helyi hatóságok hitelfelvételét korlátozták, másrészt megtiltották az állami vállalatoknak a hitelnyújtást, valamint a bankok is csak kötvényesített formában kaptak erre lehetőséget. Mindezek hatására a helyi hatóságok új hitelfelvelele jelentősen csökkent: mind az újonnan kötött ügyletek tekintetében, mind pedig az azon belül nem refinanszírozási célú állomány tekintetében. Az intézkedések hatására a helyi kormányzatok beruházási aktivitása csökkent, fejlesztési projekteiket elhalasztották. Ezért a központi kormányzat egy új finanszírozási forma elterjedését ösztönzi. Az új típusú helyi kormányzati kötvények legfontosabb jellemzője, hogy az elvégzett beruházásból származó jövedelemnek kell fedeznie a kötvény kamatait és törlesztését. A kötvényeket a bankok vásárolhatják meg, a legnagyobb, állami tulajdonban lévő intézmények erre külön keretet is elkülönítettek, hogy teljesíthető legyen a központi kormányzat kibocsátásra vonatkozó, igen ambiciózus 2018. évi terve<sup>21</sup>. Kérdés azonban, hogy sikerül-e gazdasági szempontból is megfelelő megtérülési mutatókat hozó projektekké kitölteni a központilag meghatározott keretet, vagy a központi tervek teljesítésével újabb, gyenge megtérülésű projektek valósulhatnak meg, ezáltal egyértelműen a bankrendszert terhelve.

*Az eladósodás kapcsán tehát a már felépült állományok kockázatai jelentik a legnagyobb problémát*, ezek eszkalálódása jelentős veszteségeket okozhat, ami növekedési áldozattal jár. *A kormányzat egyre intenzívebben foglalkozik a kialakult helyzet megoldásával*, próbálva ezzel elejét venni a kockázatok további halmozódásának. Mindezek alapján a későbbiekben is komoly terhet jelentenek majd a kialakult kockázatos állományok, de megfelelő kormányzati politikával kevésbé valószínű, hogy az kontrollálatlan módon, válságszerűen eszkalálódna.

---

<sup>20</sup> [https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201817\\_6/](https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201817_6/). Letöltés ideje: 2018. december 12.

<sup>21</sup> [https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201836\\_6/](https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2018/vw201836_6/). Letöltés ideje: 2018. december 12.



### 3.2. Az új modell kihívásai

A belső fogyasztásra épített új növekedési modell a túladósodott állami vállalati szektor finanszírozása felől egy kiegyensúlyozottabb, a *magánvállalatokat és a lakossági szektort is hitelező stratégia* felé terelné a hitelintézeteket. A felügyelet éves jelentésében (CBRC 2017) javasolta, hogy a bankok fordítsanak kiemelt figyelmet az innovatív magánvállalatok finanszírozására, és javítsák a KKV-szektor hitelhez, illetve más banki szolgáltatásokhoz való hozzáférését. A lakossági hitelezés kapcsán eddig elsősorban a jelzáloghitelezés terjedt el, támogatva ezzel a középosztály saját lakáshoz jutását, a jelentés ugyanakkor a mikrohitelket emeli ki, amelyek segítségével a hitelintézetek segíteni tudják a szegénység elleni küzdelmet. A *hitelezési korlátok oldódása* mindegyik említett terület esetében *új lendületet adhat a növekedésnek*, miközben a banki közvetítő bevonásával lehetőség van kontrollált keretek között tartani a hitelezési kockázatokat. Bár a személyközi (peer-to-peer) hitelezés terjedése látszólag kínált alternatív megoldást, valójában a kockázatok felhalmozódásához és piramisjátékok létrejöttéhez vezetett, megkárosítva a befektetőket<sup>22</sup>.

A KKV-szektor esetében nemcsak a vállalatvezetők számolnak be elégtelen hitelkínálatról, de a bankok is érzékelik, hogy szigorú hitelezési feltételeiknek nem képesek a vállalkozások megfelelni<sup>23</sup>. Ezek alapján lenne még tér potenciálisan jó megtérülésű beruházásokra ebben az ügyfélkörben. Nehézséget jelent ugyanakkor a bankok számára, hogy korlátozott információval rendelkeznek a KKV-szegmens hitelképességével kapcsolatban, az állami nagyvállalatokkal kapcsolatos tapasztalataikra kevésbé támaszkodhatnak ebben a szegmensben. Ráadásul a jelentősen kisebb ügyletméret miatt a portfólióépítés időigénye is nagyobb, dinamikus bővülést a prudens magatartás megőrzése mellett nehéz elérni. A *szektor finanszírozáshoz jutását a gazdaságpolitika minden ága erőteljesen ösztönzi és támogatja*<sup>24</sup>.

*A lakossági hitelkorlátok oldódása segíti a fogyasztás simítását, és növeli a lakáspiaci keresletet, ezáltal támogatja az új növekedési modellt.* A lakossági szegmensben belül a jelzáloghitel adják a hitelállomány nagy részét, a fedezetlen banki hitelek közül a hitelkártya a domináns termék<sup>25</sup>. A kisebb összegű kölcsönök esetében a hagyományos bankoknak komoly versenytársai vannak: az online kereskedelmi

<sup>22</sup> A kínai peer-to-peer hitelezés néhány év alatt túlnőtt a világ többi részének peer-to-peer hitelezésén. Bár mérete így is eltörpül a bankrendszer hitelállományához képest – annak mindegy 1 százaléka –, mivel széles befektetői és hitelfelvevői réteget ér el, a nemteljesítések – részben piramisjátékok miatti – meredek emelkedése jelentős szabályozói szigorítást eredményezett. Az új szabályozásnak csak a platformok kis része képes megfelelni, ezért a közvetítési forma drasztikus zsugorodása várható.

<sup>23</sup> <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-policy-smallfirms-analy/lost-in-transmission-chinas-small-firms-get-more-loans-on-paper-but-not-in-reality-idUSKCN1MQJIT> Letöltés ideje: 2018. december 17.

<sup>24</sup> A kínai jegybank MLF-programjában hosszabb távon nyújt finanszírozást a bankrendszer számára, ugyanakkor a források felhasználására hitelezési szempontból preferált területeket határoz meg. A programban résztvevő bankokat az agrárszektor, illetve a KKV-szektor hitelezésére ösztönzi (PBC 2014). A kis- és középvállalatok hitelezését szintén támogatja, hogy a kötelező tartalékráta csökkentéséből felszabaduló likviditás egy részét a bankoknak a szektor finanszírozására kell fordítaniuk: <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3567947/index.html>. Letöltés ideje: 2018. december 12.

<sup>25</sup> A CBRC adatai alapján 2016. év végén a lakossági bankhitel 73 százaléka volt jelzáloghitel és 17 százaléka hitelkártya (CBRC 2017:211).

vállalatokhoz kapcsolódó hitelezők az ügyfél kereskedési adatainak hasznosításával jelentős információs előnnyel rendelkeznek ezen a piacon. A jelzáloghitelek iránti erőteljes igényt a kínaiak saját lakástulajdonhoz való ragaszkodása alapozza meg. Emellett megjelent ugyan a befektetési célú lakásvásárlás is, azonban ennek banki finanszírozása – makroprudenciális megfontolásokból – részben korlátozott. A lakossági hitelezés dinamikusan, a vállalati hitelezést és a GDP bővülését meghaladó mértékben növekedett az elmúlt években.

Bár a bankok az építési projektek finanszírozóiként korábban is *ki voltak téve az ingatlanárak változásának*, az ezzel kapcsolatos *kockázataik a jelzáloghitelezés terjedésével bővültek*. Ugyanakkor a lakossági eladósodottság szintje nemzetközi összehasonlításban egyelőre nem számít magasnak, a jegybank, a bankszabályozási hatóság és a helyi kormányzatok pedig a hitelezési feltételek korlátozásával igyekeznek elejét venni jelentős kockázatok felépülésének. Az ingatlanárak változásának való kitétséget a szükséges önrész-előírásokon keresztül, illetve az egy személy által tulajdonolható lakások számának korlátozásával a hatóságok számos esetben mérsékeltek. Ezekkel a makroprudenciális intézkedésekkel nemcsak a bank által vállalható kockázatokat korlátozták, hanem az ingatlanárak volatilitását is csökkentették. Azokban a városokban, ahol különösen erőteljes áremelkedés ment végbe – évi 20–40 százalékos emelkedés is előfordult egyes nagyvárosokban –, a hatóságok rendszerint beavatkoztak az árak mérséklése érdekében. Ehhez hasonlóan keresletélénkítő intézkedésekre is sor került azokon a helyeken, ahol érzékelhető áresés kezdődött meg<sup>26</sup>. Az árak megtorpanására, esésére 2006 óta háromszor került sor a legnagyobb 70 város statisztikai alapján<sup>27</sup>, legutóbb 2015-ben. Emiatt is jogos a kérdés, hogy a jelenlegi árakban van-e jelentősebb túlértékeltség. Amennyiben igen, úgy az eddigi tapasztalatok alapján a válságszerű végkifejlet elkerülése érdekében nagy a valószínűsége annak, hogy az állam újra beavatkozik probléma esetén. Így a gazdasági növekedést mérsékelhetik ugyan az ingatlanpiaci turbulenciák, éles válsághelyzetre azonban kicsi az esély.

A *pénzügyi liberalizáció* miatt nem csak az eszközárak mozgásai növelik a bankok által kezelendő volatilitást. A kisebb bankok a jegybanki eszköztárhoz való hozzáférés híján kiszolgáltatottabbak a bankközi piacnak, ezért likviditáskezelésükben alkalmazkodniuk kell a piacon előforduló nagyobb ingadozásokhoz. Ezenkívül a renminbi árfolyamának hektikusabbá válása is nagyobb odafigyelést igényel az intézményektől, erre a jegybank többször is felhívta a hitelintézetek figyelmét. A liberalizált kamatok miatt megnyílt a lehetőség az intézmények közötti versenyre, ezért a későbbiekben a kamatmarzsok szűkülhetnek, ami kihívást jelent jövedelmezőségi szempontból. *A folyamathoz való alkalmazkodás, az erre való felkészülés kulcskérdés mind a bankok, mind az egész pénzügyi rendszer szempontjából.*

<sup>26</sup> [https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2016/vw201614\\_4/](https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2016/vw201614_4/). Letöltés ideje: 2018. december 17.

<sup>27</sup> BIS-statisztikák alapján 70 nagyvárosra aggregáltn: [https://www.bis.org/statistics/pp\\_selected.htm?m=6%7C288%7C596](https://www.bis.org/statistics/pp_selected.htm?m=6%7C288%7C596). Letöltés ideje: 2018. december 12.

Bár a pénzügyi közvetítés elsődleges formája Kínában továbbra is a bankrendszer, *a tőkepiacok is dinamikusan fejlődnek, méretük és jelentőségük is egyre növekszik.* A lakásárakhoz hasonlóan a *tőzsdei árfolyamok* túlfutásával és korrekciójával kapcsolatban is rendelkezik Kína tapasztalatokkal: meredek emelkedés után 2007-ben és 2015–2016-ban is hatalmas korrekciót láthattunk a tőzsdei árfolyamokban. Az áresésre a kormányzat összehangolt fellépéssel reagált mindkét esetben, többek között részvényvásárlással, élénkítő gazdaságpolitikai lépéssel, de szabályozói eszközökkel is igyekezett fékezni a korrekciót. Hasonló szituációkban a későbbiekben is a kormányzat aktív közbeavatkozása várható, ezért az esetleges újabb turbulenciák következményeinél a tompított hatások mellett a közbeavatkozás költségeire is érdemes számítani.

#### 4. Összegzés

Az elmúlt évtizedekben alkalmazott növekedési stratégiák jelentős makrogazdasági és pénzügyi egyensúlytalanságokhoz vezettek a kínai gazdaságban. A rendszer fenntarthatatlanságát a központi kormányzat is felismerte, és legfontosabb céljaként a mennyiségiről minőségi növekedésre való áttérést tűzte ki, amit reformok sorozatával igyekszik biztosítani mind a reálgazdasági, mind a pénzügyi szektorban. Bár a szakmai közösségben megoszlanak a vélemények arról, hogy a központi vezetésnek sikerül-e megvalósítania egy válságjelenségektől mentes átmenetet, vagy a felhalmozott kockázatok miatt a hirtelen korrekció már elkerülhetetlen, ugyanakkor figyelembe véve a korábbi válságtapasztalatokat és a központi kormányzat eddigi elkötelezettségét a problémák megoldásában, az egész gazdaságra tovagyűrűző összeomlás nem valószínűsíthető.

Az egyensúlytalanságokat és kockázatokat számba véve a leginkább beavatkozást igénylő területnek az állami vállalatokhoz kapcsolódó problémakör tekinthető. Gyenge hatékonyságukkal erőforrásokat vonnak el a gazdaság többi területéről, emellett túlzott mértékű adósságállományukon keresztül növelik a hitelintézetek kockázatait. Ráadásul mindaddig, míg átfogó reformokkal nem sikerül alapjaiban felszámolni a nem hatékony működést okozó mechanizmusokat, a rövid távú növekedési célok továbbra is elsőbbséget élvezhetnek a növekedés fenntarthatóságát célzó reformokkal szemben, esetlegesen tovább súlyosbítva a problémát. Az állami nagyvállalatok reformja ezért mindenképpen szükséges ahhoz, hogy a beruházás vezérelt növekedéstől sikerüljön a fogyasztásra alapozott növekedés felé elmozdulni.

Sürgős és jelentős változásokra az állami vállalatok reformja mellett az árnyékbankrendszeri hitelezés, illetve a helyi hatóságok adósságállománya kapcsán is szükség van. Ez utóbbi két területen azonban már történtek jelentős szabályozói lépések, amelyeknek sikerült megtörniük a korábbi trendeket. A megkezdett folyamatok folytatása, kiteljesítése elengedhetetlen a felhalmozódott kockázatok érdemi

mérsékléséhez. Emellett a kedvezőtlen demográfiai folyamatok ellensúlyozása, a környezetszennyezés jelentős mérséklése, illetve a magánvállalatok és a retail szektor hitelezési korlátainak oldódása is szükséges ahhoz, hogy az új, fenntartható növekedés a lehető legdinamikusabban valósuljon meg.

## Felhasznált irodalom

Alberola, E. – Estrada, A. – Santabarbara, D. (2013): *Growth beyond imbalances. Sustainable growth rates and output gap reassessment*. Banco de España Working Paper, No 1313. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2338504>

Albert, M. – Jude, C. – Rebillard, C. (2015): *The Long Landing Scenario: Rebalancing from Overinvestment and Excessive Credit Growth. Implications for Potential Growth in China*. Banque de France Working Paper Series, No 572. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2671760>

Brown, F.J. (2017): *China Paves the Way for a New Silk Road*. <https://worldview.stratfor.com/article/china-paves-way-new-silk-road>. Letöltés ideje: 2018. december 12.

CBRC (2017): *Annual Report 2016*. China Banking Regulatory Commission.

CBI – CCDC (2018): *China Green Bond Market 2017*. Climate Bonds Initiative – China Central Depository & Clearing Company.

Choukhmane, T. – Coeurdacier, N. – Jin, K. (2016): *The One-Child Policy and Household Savings*. [https://personal.lse.ac.uk/jink/pdf/onechildpolicy\\_ccj.pdf](https://personal.lse.ac.uk/jink/pdf/onechildpolicy_ccj.pdf). Letöltés ideje: 2018. december 12.

Csanádi Mária (2014): *Állami beavatkozás, lokális eladósodás, túlfűtöttség és ezek rendszerbeli okai a globális válság alatt Kínában*. *Tér és Társadalom*, 28(1): 113–129. <https://doi.org/10.17649/TET.28.1.2592>

Dieppe, A. – Gilhooly, R. – Han, J. – Korhonen, I. – Lodge, D. (eds.) (2018): *The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area*. ECB Occasional Paper Series, No 206. European Central Bank.

Gyuris Ferenc (2017): *A kínai gazdasági csoda okai és korlátai*. *Földrajzi Közlemények*, 141(3): 275–287.

HKTDC (2016): *China's 13th Five-Year Plan: The Challenges and Opportunities of Made in China 2025*. Hong Kong Trade Development Council. <http://economists-pick-research.hktdc.com/business-news/article/Research-Articles/China-s-13th-Five-Year-Plan-The-Challenges-and-Opportunities-of-Made-in-China-2025/rp/en/1/1X000000/1X0A6918.htm>. Letöltés ideje: 2018. december 12.

Hu, Z. – Khan, M. S. (1997): *Why Is China Growing So Fast?* IMF Economic Issues 8. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781451940916.051>

- Huang, Y. – Tao, K. (2011): *Causes of and Remedies for the People's Republic of China's External Imbalances: The Role of Factor Market Distortion*. ADB Economics Working Paper Series, No 279. Asian Development Bank. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1810682>
- IMF (2014): *People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report, No 14/235. International Monetary Fund, Washington DC. <http://dx.doi.org/10.5089/9781498308571.002>
- IMF (2017): *People's Republic of China: Selected Issues*. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781484314722.002>
- IMF (2018): *People's Republic of China: 2018 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report, No 18/240. International Monetary Fund, Washington DC.
- Losoncz Miklós (2017): *A növekedési pályaváltás és a gazdasági kormányzás dilemmái Kínában*. Hitelintézeti Szemle, 16(Különszám): 21–49. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/losoncz-miklos.pdf>
- Maliszewski, W. – Zhang, L. (2015): *China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?* IMF Working Paper, No 15/113. International Monetary Fund, Washington DC. <https://doi.org/10.5089/9781513504643.001>
- NBSC (2016): *China Statistical Yearbook 2016*. National Bureau of Statistics of China. <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2016/indexeh.htm>. Letöltés ideje: 2019. április 29.
- PBC (2014): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2014*. People's Bank of China.
- PBC (2018): *China Monetary Policy Report Quarter Two, 2018*. Peoples' Bank of China.
- Pettis, M. (2013): *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring*. Carnegie Endowment for International Peace.
- Székely-Doby András (2017): *A kínai fejlesztő állam kihívásai*. Közgazdasági Szemle, 64(június): 630–649. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2017.6.630>
- Székely-Doby András (2018): *Why Have Chinese Reforms Come to a Halt? The Political Economic Logic of Unfinished Transformation*. Europe-Asia Studies, 70(2): 277–296. <https://doi.org/10.1080/09668136.2018.1439453>
- Varga Bence (2017): *A kínai pénzügyi felügyelést érintő aktuális kihívások és kezelésük*. Hitelintézeti Szemle, 16(Különszám): 126–139. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/varga-bence.pdf>
- Wu, Y. (2014): *Local government debt and economic growth in China*. BOFIT Discussion Papers 20/2014. The Bank of Finland Institute for Economies in Transition.