

Út a piacorientált monetáris politika felé és a „New Normal” új monetáris politikai rendszere Kínában*

Komlóssy Laura – Körmendi Gyöngyi – Ladányi Sándor

Az elmúlt évtizedekben Kína gazdasági reformok egész sorozatát hajtotta végre, melynek eredményeképpen több lépcsőben egy tervgazdasági rendszerből egy piacgazdasági rendszer felé mozdult el. Ennek a folyamatnak a részeként változott a monetáris politika keretrendszere és eszköztára is, illeszkedve az aktuális gazdasági berendezkedéshez. Cikkünkben ezt a fejlődését kívánjuk bemutatni a kétszintű bankrendszer kialakításától kezdve, különös tekintettel a 2008 utáni reformfolyamatra, amely során kialakításra került a jelenlegi, a „New Normal” részeként működő keretrendszer. Ez az új rendszer számos elemében másolja a fejlett piacgazdaságok monetáris politikában megszokott elemeit, de emellett egyedi, az ország sajátosságaira reflektáló jellemzőkkel is rendelkezik. Ezek egyfelől a korábbi monetáris politikai rendszerek lenyomatai, másfelől azonban az új kihívásokhoz való alkalmazkodásként is felfoghatóak: egyes, korábban tisztán monetáris politikai eszközök a 2007-2008-as válság hatására kialakult új terület, a makroprudenciális politika eszközeiként kaptak új értelmet Kína új berendezkedésében.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, N15

Kulcsszavak: monetáris politikai eszköztár, makroprudenciális politika, Kína, „New Normal”, People’s Bank of China

1. A monetáris politikai rendszer fejlődése a tervgazdaságtól a 2007-2008-as gazdasági válságig

A tervgazdaságban a monetáris politikát a hitelezési terv és a készpénzterv jelentette. Míg a hitelezési terv az egyes vállalatoknak a termelési tervek teljesítéséhez szükséges hitelmennyiségeit tartalmazta, a készpénztervben a tranzakciók lebonyolításához igényelt készpénzmennyiséget számszerűsítették. A készpénztervben foglaltak teljesülését, illetve magát a készpénzforgalmat a Kínai Népi Bank (People’s Bank of China – PBC) ellenőrizte. A termékek túlnyomó részének központilag határozták meg az árát, így a pénzkínálat bővülése általában nem az árakban, hanem

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Komlóssy Laura a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: komlossyl@mnb.hu.
Körmendi Gyöngyi a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: kormendigy@mn.hu.
Ladányi Sándor a Magyar Nemzeti Bank kockázatelemzője. E-mail: ladanyis@mnb.hu.

A kézirat első változata 2016. szeptember 30-án érkezett szerkesztőségünkbe.

a fokozódó áruhiányban, illetve a kényszermeztakarításokban csapódott le (*Bléjer et al. 1991*).

A kínai vezetés 1978-ban jutott arra az elhatározásra, hogy a tervgazdaság rendszer-szintű hibáit a rendszer struktúrájának fellazításával, piaci elemek fokozatos bevezetésével reformálja meg. Mivel a legégetőbb probléma a népesség élelmiszerral való ellátása volt, ezért a mezőgazdaság reformjával kezdték meg a folyamatot. Az új rendszerben kettős árrendszer érvényesült: a termékek egy részét központilag meghatározott árakon vásárolta fel az állam, az ezen felüli részt viszont piaci áron értékesíthették a frissen létrehozott családi gazdaságok. Az agrárium átalakításának kiegészítéseképpen vidéken engedélyezték az egyéni és kisebb társas vállalkozások elindítását, ami nemcsak a kisipar fejlődését, hanem a mezőgazdaságban foglalkoztatottak létszámának optimalizálását is segítette. Az 1980-as években megindult az állami vállalatok reformja is, amivel párhuzamosan a monetáris keretrendszer átalakítása is elkezdődött.

A specializált bankok 1984-es újraalapításával formálisan létrejött a kétszintű bankrendszer, az állami vállalatoknak a központi terv teljesítéséhez szükséges hitelállományt innentől kezdve ezeken az intézményeken keresztül biztosították. A hitelezési terv mint a legfontosabb monetáris eszköz területi bontásban meghatározott hitelezési plafonokkal egészült ki, ami alapján a bankok a központilag betervezett vállalati hitelek felül is helyeztek ki hiteleket, melyeknek a vállalatok közötti elosztásában a helyi állami vezetés felől érkező nyomás jelentős szerepet játszott. A hitelezési plafon bevezetésével és változtatásával a monetáris politika hatékonyan befolyásolhatta a folyósított hitelmennyiséget akár területi bontásban is. Az eszköz azonban eltérő módon érintette a vállalati szektor szereplőit, hiszen megszorítások esetén a kicsi, magántulajdonban lévő vállalkozások szorultak ki a hitelezésből, míg a nagy állami vállalatokra ez kevésbé volt hatással (*Bléjer et al. 1991*).

A kétszintű bankrendszer bevezetésével a hitelezési plafon direkt eszköze mellett indirekt monetáris politikai eszközök is megjelentek: a kötelező tartalékráta, a központi banki hitel, illetve a betéti és hitelkamatlábak. A központi banki hitel egyrészt lehetővé tette a banki hitelezés bővítését, forrás oldalról segítve a hitelezési terv megemelt célértékeinek teljesítését, másrészt szerepe volt a likviditás kezelésében is. Ennek megfelelően a jellemző futamidők igen széles skálán mozogtak, a néhány napos hiteltől a több hónapos futamidőkön át az egy-két évesig. A betéti és hitelkamatlábak közül a lakossági betétek kamatlábjának meghatározása bírt nagyobb hatással, mivel a lakosság – kemény költségvetési korlátja miatt – kamatláb-érzékeny volt. Ezzel szemben a nagy állami vállalatok kamatérzékenysége viszonylag alacsony volt, hiszen a tervgazdasági keretrendszerben a terv teljesítéséhez képest másodlagos volt az, hogy a vállalatok nyereséget vagy veszteséget termelnek-e (*Tseng et al. 1994:14–16*).

A monetáris politikai lépésekre az 1980-as évek második felében viszonylag érzékenyen reagált a reálgazdaság teljesítménye (*Bléjer et al. 1991:15*): a szigorítások idején az ipari termelés növekedési üteme érdemben csökkent. Még az infláció is viszonylag jól követte a monetáris kondíciók változását annak ellenére, hogy az árak jelentős része ekkor még központilag került meghatározásra. A hatásmechanizmus elsősorban a vállalatok számára rendelkezésre álló hitelmennyiségen keresztül érvényesült, ennek megfelelően a hitelállományt és a pénzmennyiséget alkalmazták közbülső monetáris politikai célként 1986 és 1993 között. A monetáris politika végső célja kettős volt ebben az időszakban: a deviza stabilitása¹ és a gazdasági növekedés támogatása egyaránt fontos volt (*Laurens – Maino 2007*).

Az 1978-ban megkezdett reformok gyökeres váltást jelentettek a kínai gazdaság külföldi kapcsolataiban is. A korábbi elzárkózást az óvatos nyitás váltotta fel: ösztönözték az exporttevékenységet, lehetővé tették külföldi hitelek felvételét, illetve a külföldiek számára a Kínában való közvetlen tőkebefektetést. A hivatalos árfolyamot a fizetési mérleg alakulása, a költség szint változása, illetve a főbb kereskedelmi partnerek devizaárfolyamainak változása alapján határozták meg. A hivatalos árfolyam azonban nem mindig volt általánosan érvényes minden elszámolásra. Az export ösztönzése és az import visszafogása érdekében 1981 és 1984 között a külkereskedelemmel kapcsolatos tranzakciók országon belüli elszámolásánál a hivatalostól eltérő árfolyamot használtak. Az árfolyam részben piaci mechanizmusok alapján való meghatározására először 1981-ben vezettek be egy viszonylag szűk kör számára hozzáférhető kereskedési rendszert, melyben a részt vevő vállalatok a számukra engedélyezett kvótának megfelelő mértékű devizával kereskedhettek egymás között. Ezt követte az első devizacsere-központok megalapítása 1986-ban, amelyben már külföldi vállalatok is részt vehettek. Ezt a rendszert 1988-ban bővítették, egyrészt területileg, másrészt a résztvevő kínai vállalatok körét illetően. Ugyanebben az évben részben liberalizálták a devizakereskedéssel kapcsolatos kvóták rendszerét (*Mehran et al. 1996*).

A reformok tapasztalatait összegezve a Kínai Kommunista Párt 1992-ben a szocialista piacgazdaság építését tűzte ki célul. Ennek megfelelően 1993 és 1997 között egyrészt újabb programok indultak, másrészt a korábban elkezdett átalakításokat vitték tovább, illetve kristályosították ki. Ebben az időszakban került sor az 1980-as évek bankrendszeri átalakításainak befejezésére, illetve a kialakult új rend törvénybe foglalására (*Okazaki 2007*). Bár arról már 1983-ban döntés született, hogy a Kínai Népi Bank látja el a jegybanki funkciót 1984-től, ennek törvényi kereteit csak 1995-ben rendezték. A két időpont között eltelt bő egy évtizedben megszilárdult az intézmény működési rendje, és döntés született a legfontosabb kérdésekben. Bár az 1980-as években a helyi hatóságok is igyekeztek a jegybank helyi irodáinak működését és

¹ A deviza stabilitása alatt – az állami vezetés, illetve a Kínai Népi Bank későbbi kommunikációja alapján – valószínűleg az árfolyam és az árak stabilitását egyaránt értették.

a monetáris politika megvalósítását befolyásolni, végül a központosítási törekvések győztek a decentralizálás ellenében. Ennek eredményeként a jegybanktörvényben rögzítették, hogy a Kínai Népi Bank kizárólag az Államtanácsnak alárendeltje, tehát a helyi hatóságok nem szólhatnak bele a monetáris politika alakításába (*Mehran et al. 1996:18–20*). Szintén ugyanebben az évben született meg a kereskedelmi bankokról szóló törvény is, amelyet az tett lehetővé, hogy 1994-ben a gazdaságpolitikai célú hitelezést elválasztották a kereskedelmi banki tevékenységtől. Így az 1980-as években újraalapított specializált bankok kereskedelmi bankokká alakulhattak, míg a gazdaságpolitikai célú hitelezést újonnan alapított bankok vették át (*Okazaki 2007*).

A monetáris politika is követte a gazdasági rendszer változásait. Az Államtanács 1993-ban a monetáris politika korábbi kettős végső célját úgy módosította, hogy az elsősorban a deviza stabilitását biztosítsa, és ezen keresztül támogassa a gazdasági növekedést (*Laurens – Maino 2007*). Ezt az irányt tovább erősítette 1995-ben a párt Központi Bizottsága, amely az 1996–2000 közötti időszakra a legfontosabb gazdaságpolitikai feladatok közé sorolta az infláció megfékezését (*Genyou 2001*). Új közbülső célok definiálására is sor került ebben az időszakban. Háromféle pénzkínálati indikátort is definiált a Kínai Népi Bank 1994-ben, 1996-ban pedig mint közbülső célt deklarálta a pénzkínálatot (*Laurens – Maino 2007*).

A monetáris politikai eszköztár is bővült: a nyílt piaci műveleteket (open market operation – *OMO*) 1993-ban alkalmazták először a bankok likviditásának befolyásolására. Az eszköz hatékonysága azonban a bankközi piac fejletlensége és a szabályozott kamatok miatt gyenge volt, így a jegybank 1997-ig csak ritkán és viszonylag kis mértékben használta az eszközt (*Geiger 2008*). A kamatok liberalizálásáról már 1993-ban elvi döntés született, azonban a folyamat csak igen lassan bontakozhatott ki. Először az intézményi piacon tették lehetővé a szabad kamatmeghatározást: a piaci alapú kamatlábak megteremtésének első lépéseként 1996 júniusában a bankközi piacot érintő korlátozások eltörlésére került sor, majd 1999-re a kínai jegybank feloldotta az összes pénzpiaci és kötvénypiaci kamatlábra vonatkozó szabályozást, lehetővé téve, hogy a bankközi kamatok, valamint az államkötvények és a pénzügyi intézmények által kibocsátott kötvények árát teljes mértékben a piac határozza meg. Emellett a devizában denominált eszközök esetében is eltörölték a kamatszint központi meghatározását (*Laurens – Maino 2007*). A kamatliberalizáció széles rétegeket érintő további lépéseire ekkor még nem került sor, így a vállalatok és háztartások renminbi hiteleinek és betéteinek kamatai a következő közel két évtizeden át központilag szabályozottak maradtak.

Az árfolyam-politika tekintetében is érdemi változások történtek az 1990-es évek derekán. A korábban területileg szegmentált devizacsere-központokban meghatározott árfolyamok és az állam által meghatározott hivatalos árfolyam egységes rendszerbe foglalásával 1994 elején új, egységes árfolyamrendszer jött létre, amelyet egy egységes számítógépes kereskedési rendszer bevezetésével is támogattak. Az

egyesítés a korábbi állami árfolyamszinthez képest jelentős leértékelést jelentett. Ezt követően csúszó rögzítéses árfolyamrendszert vezettek be az amerikai dollárral szemben, ami enyhe felértékelődést eredményezett a következő másfél évben (Geiger 2008:3). Az új rendszer bevezetésétől kezdve a kínai vállalatok a központi rendszerben az előző napon kialakult átlagos árfolyamon kereskedhettek az arra jogosult pénzüzetekkel, aznapi elszámolással. Ezzel szemben a külföldi alapítású vállalatok közvetlen hozzáférést kaptak a kereskedési rendszerhez, így ők az aktuális árfolyamon köthettek üzletet, másnapi elszámolással. Az ügyletek adminisztrációja is egyszerűsödött: a hazai vállalatok tranzakcióinak engedélyezését már nem egy központi hatóság, hanem az ügyletet lebonyolító bankok végezték, a külföldi alapítású vállalatoknak pedig elegendő volt egy éves terv benyújtása, azon belül szabadon bonyolíthatták ügyleteiket (Mehran et al. 1996).

Kínának már a külső nyitás megkezdésekor szándékában állt csatlakozni az Általános Vámtarifá- és Kereskedelmi Egyezményhez (General Agreement on Tariffs and Trade – GATT), azonban a tárgyalások a Tiananmen téri események miatt megszakadtak. A folytatásra csak 1995 körül került sor, ekkor azonban már nyilvánvalóvá vált, hogy az időközben Kereskedelmi Világszervezetté (World Trade Organization – WTO) alakult intézmény a csatlakozásnak igen szigorú feltételeket szab, többek között előírta a pénzügyi szektor megnyitását. A kínai pénzügyi rendszer teljesítménye szerkezetéből adódóan ekkor még igen gyenge volt, így a WTO-tagság eléréséhez jelentős átalakítások váltak szükségessé. A politikai vezetés ezirányú elszántságát erősítették az 1997-es ázsiai válság tapasztalatai is. Bár maga a válság nem okozott súlyos problémákat Kínában, felhívta a figyelmet a pénzügyi rendszer állapotának fontosságára, így annak sérülékenysége komoly aggodalmakat váltott ki (Okazaki 2007:17–18).

Bár a gazdaságpolitikai célokat szolgáló hitelezést 1994-től külön intézmények végezték, a kereskedelmi bankok valójában továbbra sem voltak valódi döntési helyzetben az állami nagyvállalatok finanszírozásával kapcsolatban. Mivel nem tagadhatták meg ezek finanszírozását, nem is voltak felelősek a bank eredményességéért. A bankrendszerben felhalmozódott – jellemzően a nagy állami vállalatok hitelezéséhez köthető – nemteljesítő portfólió miatt a bankok inszolvensek voltak, csak a tulajdonos államba vetett bizalom tartotta meg a rendszert működőképesnek. A probléma megoldásához azonban nem volt elegendő a feltőkésítés, illetve a nemteljesítő portfólió kezelése, a rossz hitelek újratermelődését okozó rendszerszintű hibákat is ki kellett javítani. Ezért szükség volt arra, hogy a bankok önállóan dönthessenek a hitelkérelmek megadásáról vagy elutasításáról, és döntésükért felelősséget vállaljanak. Ennek jegyében megerősítették a bankok felügyeletét: a jegybanktól leválva 2003-ban kezdte meg működését a Kínai Bankszabályozási Tanács (China Banking Regulatory Commission – CBRC) (Komlóssy et al. 2015).

A bankok hitelezési döntéseiben megadott önállósága a monetáris politika eszköztárában is átalakításokat tett szükségessé. Míg korábban a hitelezési terv dominált, addig 1998-tól több eszköz is hangsúlyos szerepet kapott a monetáris politika megvalósításában. A hiteltervek és a hitelplafonok eltörlésre kerültek, szerepüket a központi iránymutatás, az úgynevezett „window guidance” vette át. Az új eszköz továbbra is lehetővé tette, hogy a jegybank a hitelezésre vonatkozó mennyiségi útmutatást adjon vagy hitelezési szempontból preferált területeket határozzon meg. Mivel az iránymutatásokat a bankok igyekeztek teljesíteni, az eszköz viszonylag hatékonyan működött. Emellett az 1998 májusában újból bevezetett, a korábbinál hatékonyabb módon megvalósított nyílt piaci műveletek is meghatározó szerepet kaptak (Geiger 2008).

A betéti és hitelkamatok szabályozásában, és ezáltal a monetáris politika kamatszatornájában is változás történt: 2004-től eltörölték a hitelkamatok felső, illetve a betéti kamatok alsó határát, nagyobb teret engedve a banki döntéseknek ezen a téren is (Laurens – Maino 2007). A szabályozás oldásával a kínai jegybank lehetővé tette, hogy a bankok a hitelkamatok megállapításánál figyelembe vehessék az ügyfélhez kapcsolódó hitelkockázatot, ugyanakkor a lépéssel biztosította, hogy a kamatfelárak továbbra is stabilan alakuljanak. A kamatliberalizáció során a hitelkamatok deregulációja elsőbbséget élvezett a betéti kamatkorlátok feloldásával szemben. Ez a megközelítés hozzájárult a banki kamatmarzsok megvédéséhez, valamint megakadályozta, hogy az elkövetkező években hirtelen megnövekedett verseny alakuljon ki a kínai bankok között (FRBSF 2014:1). A kamatszabályozás fokozatos lazítása mellett a kínai hatóságok a bankközi piacot is megreformálták. A kínai pénzügyi referenciakamatláb-rendszer elősegítése, valamint a pénzügyi termékek árának hatékony befolyásolása és a monetáris transzmissziós mechanizmus javítása érdekében 2007 januárjában bevezetésre került az új bankközi kamatláb, a SHIBOR (Shanghai Inter-bank Offered Rate) (Si 2015:7).

Az ázsiai válság az árfolyam-politika tekintetében is változásokat tett szükségessé. A hivatalosan továbbra is dollárral szembeni csúszó rögzítéses árfolyamrendszert a hatóságok árfolyamrögzítésként kezdték alkalmazni, egy igen szűk kereskedési sávot határozva meg a rögzítési árfolyamszint körül (Geiger 2008:3). Ez a rendszer – a kereskedési sáv szélességének további szűkítése mellett – egészen 2005-ig érvényben maradt.

2. Út a „New Normal” felé: újabb reformok és további liberalizáció

A 2007-2008-as világgazdasági válság ugyan jóval mérsékeltebb hatással volt Kínára, mint a világ fejlett országaira, mégis egyértelművé vált, hogy a korábbi kétszámjegyű éves növekedési ütem nem tartható. Egyrészt a válság hatására visszaesett a külső kereslet a kínai termékek iránt, másrészt a gazdaság számos területén egyre fokozódó egyensúlytalanságok alakultak ki, amelyeket nem volt célszerű gazdaságpolitikai lépésekkel még tovább súlyosbitani. A kínai vezetés ezért egy fenntartható

növekedési pálya elérését tűzte ki célul, ami a gazdasági szerkezetváltást és a piacgazdasági mechanizmusok további erősítését tette szükségessé. Az átalakítások azonban a külső feltételek okozta lassuláson felül további növekedési áldozattal járnak, ezért a kínai vezetés a 2010-es GDP megduplázását tűzte ki célként 2020-ra². Ez a korábbi növekedési ütemekhez képest szerényebb a maga átlagosan 7,2 százalékos éves mértékével, de egy stabilabb gazdasági berendezkedés eléréséért cserébe politikailag vállalható szintet jelent. Ezt stabil, 3 százalék körüli infláció mellett kívánják elérni, ami Kína esetében az árstabilitás megvalósulását jelentené. A felvázolt új berendezkedést és növekedési pályát először 2014-ben nevezte Xi Jinping kínai elnök „New Normal”-nak³.

A fenntartható növekedési pálya eléréséhez számos reformot vezettek be: sikerült a már korábban elkezdett, majd félbeszakadt kamatliberalizációt befejezni, ismét módosították az árfolyamrendszert, és az új rendszerhez igazítva számos elemében megújították a monetáris politikai eszköztárat.

2.1. A kamatliberalizáció kiteljesedése és a kamatfolyosó kialakítása

A globális gazdasági válság kitörését követően a kamatliberalizáció folyamata elakadt, mivel a kínai vezetés a lassuló növekedés ellensúlyozására törekedett, így a kamatliberalizációs lépéseket a jegybank csak 2012-ben folytatta. Ennek keretében tovább lazította a hitelkamat alsó, illetve a betéti kamatok felső korlátjára vonatkozó szabályozást, végül 2013 júliusában az összes hitelkamatra vonatkozó korlátozást eltörölte (*PBC 2013c*).

A piacorientált kamatláb rezsim felé való elmozdulás újabb sarokköveként októberben a benchmark egyéves hitel- és betéti kamatláb mellett bevezetésre került egy új referencia-kamatláb, az LPR-mutató (Loan Prime Rate), ami jelenleg kilenc kereskedelmi bank⁴ legjobb ügyfeleinek nyújtott hitelkamatait átlagolja, és iránymutatóként szolgál a többi bank számára a hitelkamatok megállapításában (*PBC 2013b*). Az új referencia-kamatláb bevezetését követően decemberben a kínai jegybank engedélyezte a pénzüintézetek számára a letéti igazolás (certificate of deposit – *CD*) kibocsátását és egymás közötti forgalmazását a bankközi piacon, ami újabb fontos lépést jelentett a kamatok teljes liberalizációjának folyamatában (*Si 2015*).

Többéves előkészítő folyamat után 2015 májusában bevezették a minden betétgyűjtést végző intézményre kiterjedő betétbiztosítási rendszert, amely mind a bankrendszer stabilitása, mind a liberalizációs folyamatok szempontjából mérföldkőnek számí-

² Hu's Goal for China: Double Incomes by 2020. Bloomberg News. Nov. 8, 2012. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2012-11-08/hu-s-goal-for-china-double-incomes-by-2020> Letöltés ideje: 2016. szeptember 11.

³ Xi Says China Must Adapt to 'New Normal' of Slower Growth. Bloomberg News. Máj. 11, 2014. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-05-11/xi-says-china-must-adapt-to-new-normal-of-slower-growth> Letöltés ideje: 2016. augusztus 29.

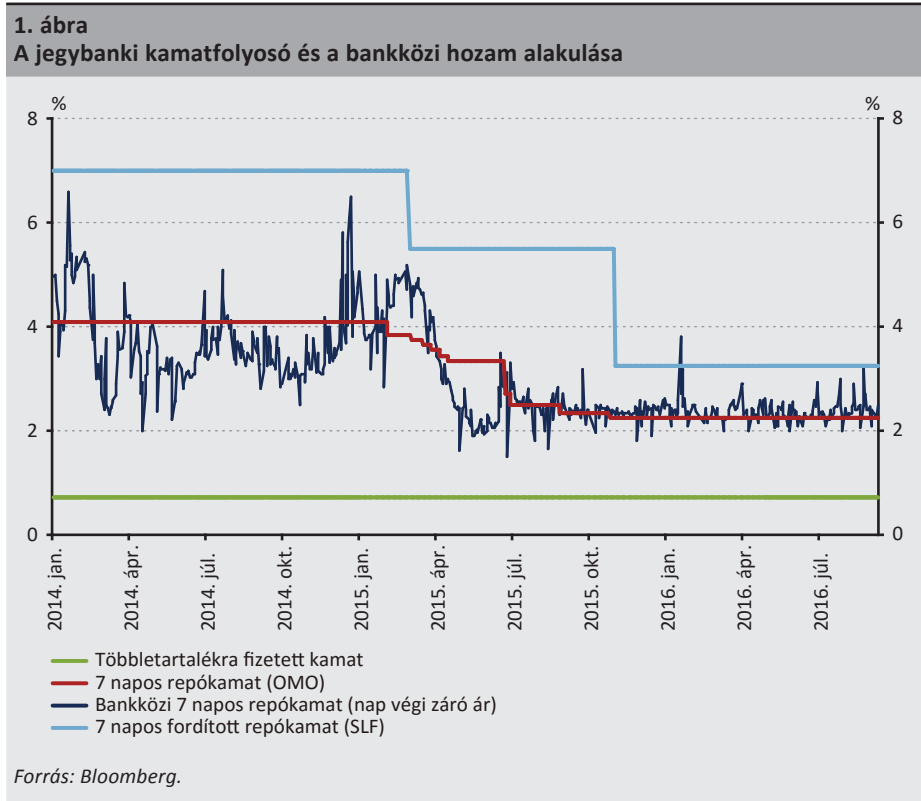
⁴ A referenciacsoportot az Industrial and Commercial Bank of China, az Agricultural Bank of China, a Bank of China, a China Construction Bank, a Bank of Communications, a China CITIC Bank, a Pudong Development Bank, az Industrial Bank és a China Merchants Bank alkotja.

tott (*PBC 2015b*). A betétbiztosítás jelentősége több szempontból kiemelkedő volt. Egyrészt a nem állami bankok piacra lépéséhez is szükséges, másrészt hozzájárul az egyes befektetési módok kockázatának egyértelműbbé tételéhez, ami a kamatliberalizációnak és az árnyékbankrendszer visszaszorításának egyaránt előfeltétele.

A közel két évtizeddel korábban elkezdődött kamatliberalizáció utolsó lépéseként 2015 októberében a Kínai Népi Bank bejelentette a betéti kamatplafon eltörlését, ezáltal teljes önállóságot adva a bankoknak a betéti és hitelkamatok megállapításában (*PBC 2015c*). Ennek ellenére, hogy a teljes kamatliberalizáció lassú folyamat volt, kiemelt jelentőséggel bírt a hatóságok szempontjából, akik óvatos megközelítést alkalmaztak a liberalizáció időzítése és ütemezése során, ezáltal törekedve a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzésére (*FRBSF 2014:1*). Ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban is egyedülálló, hogy a liberalizáció közel 20 évet ölelt fel. A lassú folyamat mögöttes okait több szerző is vizsgálta. *Hu (2014)* tanulmányában megállapította, hogy a 2000-es évek elején a liberalizáció elhúzódnásának hátterében az állam azon törekvése állt, hogy a hitelezési veszteségekből fakadó problémákat részben a betéti kamatok alacsonyan tartásával kezeljék (financial repression). *Song (2001)* szerint a kamatlábak liberalizációját a szegmentált pénzügyi piac, a verseny hiánya, az állami bankok nemteljesítő hiteleinek magas aránya, makrogazdasági megfontolások, valamint a pénzügyi infrastruktúra hiánya is akadályozta. Kínában a nagy állami tulajdonú vállalatok és állami bankok nem támogatták a kamatok deregulációját, mivel az meredeken növelte a finanszírozási költségeiket és erodálta a rugalmatlan kamatlábrendszer által biztosított profitjukat. Emellett a kínai vezetés részéről is visszatartóan hatott, hogy a szabályozás oldása növelte az államháztartás hiányának finanszírozási költségét (*Si 2015*).

A betéti és hitelkamatra vonatkozó korlátozások eltörlése ugyanakkor még nem jelenti a kamatliberalizáció folyamatának lezárulását, az új rendszer ugyanis mind a pénzügyi intézmények, mind a monetáris politika számára új kihívásokat támaszt. A szabad kamatmeghatározással várhatóan növekszik majd a kamatok volatilitása, melyre a jegybank a reformok során rendszeresen fel is hívta a piaci szereplők figyelmét. Emellett várható, hogy az intézmények közötti verseny élénkülésével azok jövedelmezősége csökken, hiszen nem védik már a benchmark-kamatlábak a banki kamatmarzsokat. A monetáris politikai eszköztárban is érdemi változások történnek: egyrészt a benchmark-kamatlábak szerepe csökkent, mivel mára már csak a pénzügyi rendszer egyes, államilag tulajdonolt szereplőinek jelentenek kötöttséget (*Tan et al. 2016*), másrészt a jegybank a mennyiségi alapú kiigazítás helyett egyre inkább a kamatlábak befolyásolásának irányába mozdul el, javítva a monetáris transzmiszió hatékonyságát (*PBC 2014a:50*). Emiatt a piaci alapú kamatlábrendszer további elősegítése céljából számos elemző vélekedik úgy, hogy az elkövetkező időszakban a kínai jegybank áttérhet egy széles körben elfogadott piaci kamatláb, mint például a 7 napos fordított repó vagy a 7 napos repóráta, esetleg a SHIBOR célzására (*Tan et al. 2016:12*). A monetáris politikai keretrendszer átalakítása egy hivatalos ka-

matfolyosó kialakítását is magában foglalja (PBC 2014a). Jelenleg a kínai pénzügyi rendszer egy nemhivatalos kamatfolyosó mellett működik, melyben a kamatfolyosó tetejét a jegybank Standing Lending Facility programjának 7 napos repókamata (lásd részletesebben a 2.3 alfejezetben), míg a kamatfolyosó alját a többlettartalékra fizetett kamat jelenti (Tan et al. 2016). A kamatkorlátozások fokozatos feloldásával és a kamatfolyosó szűkítésével a bankközi kamat volatilitása jelentősen csökkent, továbbá a monetáris transzmisszió is javult az elmúlt időszakban (1. ábra).



2.2. Az árfolyamrendszer további reformja

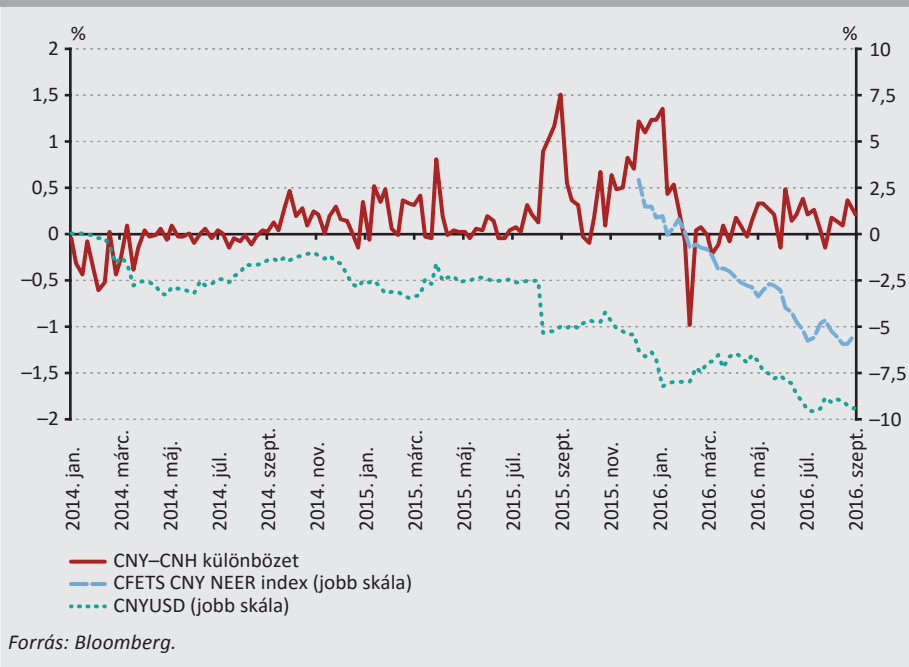
A kínai árfolyamrendszer – ahogyan azt az 1. fejezetben részben már bemutattuk – a tervgazdasági rendszerből elmozdulva csak egyes időszakokban és akkor is csak részlegesen adott teret a keresleti és kínálati viszonyok érvényesülésének a 2000-es évekig. A hatóságok számára az árfolyam stabilitása – az exportorientált ipari fejlesztési stratégiával összhangban – folyamatosan prioritás volt, amelyet jelentős korlátozásokkal és szigorú árfolyam-politikával biztosítottak. Az árfolyamrendszer legutóbbi reformja ezzel szemben végső célként a teljes konvertibilitás és az árfolyam piaci erők általi alakításának megvalósítását vetíti előre. Bár ez egyelőre

még távoli cél, a megvalósításához az elmúlt évtizedben számos reformintézkedést hajtottak végre, jelentősen átalakítva a 2000-es évek elején jellemző rendszert.

A korábbi, hivatalosan dollárral szembeni csúszó rögzítéses árfolyamrendszert 2005 júliusában egy valutakosárral szembeni irányított lebegtetés váltotta fel, amelyben a piaci kereslet és a kínálat figyelembevételével határozták meg az aktuális árfolyamot. A jegybank a bankközi piacon kialakult záróárfolyamot tekintette a következő kereskedési nap központi paritásának, amely körül kereskedési sávot határozott meg, így próbálva egyszerre biztosítani az árfolyam stabilitását és igazodását az egyensúlyi értékhez (*PBC 2005:15–19*). A fokozatosság jegyében a kereskedési sáv szélességét a kezdeti $\pm 0,3$ százalékról 2007-ben $\pm 0,5$ százalékra, 2012-ben ± 1 százalékra, majd végül 2014-ben ± 2 százalékra bővítették (*PBC 2014c*). Az új rendszert a kereskedéssel kapcsolatos fejlesztésekkel, illetve a hozzáférési kör bővítésével is megtámogatták (*Laurens – Maino 2007*). Bár a valutakosárban az amerikai dollár valószínűleg nagy súllyal szerepelt, az új rendszer a korábbinál rugalmasabb árfolyammenedzsmenetet tett lehetővé a jegybank számára.

A 2000-es évektől kezdődően a kínai gazdasági nyitás részeként a renminbi egyre nagyobb szerepet kezdett betölteni a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi elszámolásokban, ám Kína első lépésként egy olyan rendszert szeretett volna felállítani, ahol a renminbi kereskedhető az ország tőkemérlegének megnyitása nélkül. Erre a problémára jelentett megoldást az offshore renminbi-piac létrehozása Hongkongban (*HKMA 2010*). A renminbivel azóta két piacon, eltérő árfolyamjegyzéssel és különböző árfolyam-mechanizmusokkal lehet kereskedni. Míg az onshore, szárazföldi piacon (CNY) a kínai hatóságok továbbra is jelentős mértékben befolyásolják az árfolyam alakulását, a hongkongi offshore piac (CNH) esetében az árfolyamot egyre inkább a piaci erők alakítják. Utóbbi esetében a jegybank jellemzően adott piaci szituációkra reagálva avatkozik be annak érdekében, hogy elkerülje a CNY-CN H különbség tartós megnövekedését. A CNY és CNH árfolyamok együttmozgása egyszerre tükrözi a két piac közötti átjárhatóságot és – mivel a korreláció nem tökéletes – az átjárhatóság korlátozottságát. A szoros együttmozgás annak tudható be, hogy az onshore és offshore deviza árfolyamának nagyobb eltérése az átváltásra jogosult szereplőknek arbitrázslehetőséget ad, aminek kihasználása az eltérés csökkenésének irányába hat (az alulértékelt deviza iránti nagyobb kereslet felhajtja annak árát). Ugyanakkor az offshore és onshore árfolyamok között akár 100 bázispont fölötti eltérések is megfigyelhetők voltak (2. ábra), ez a mérték pedig jóval nagyobb a teljesen konvertibilis devizák esetében jellemző néhány bázispontos eltérésnél.

2. ábra
CNY-CNH különbözet, CNY-USD árfolyam és CFETS CNY NEER index alakulása
 (százalékban)

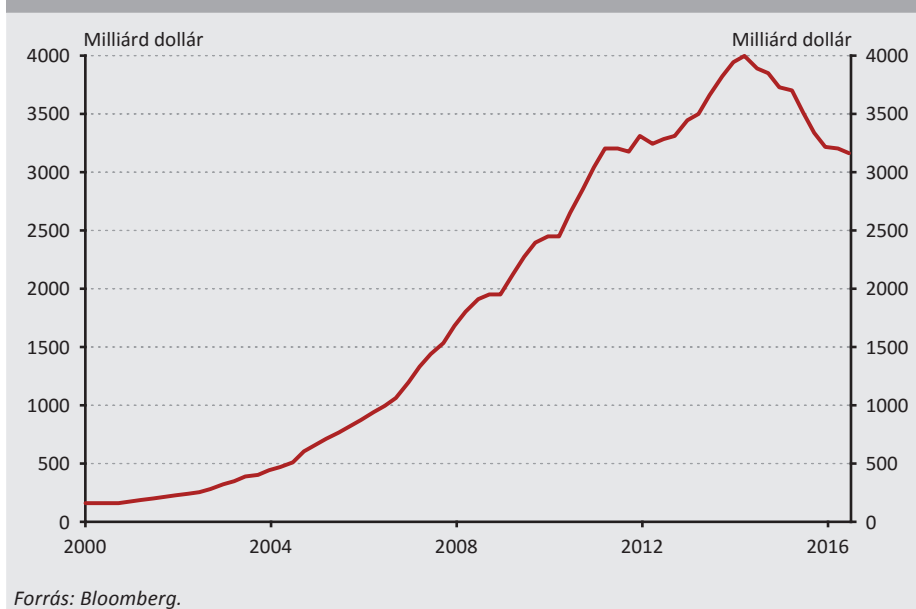


A fokozatos pénz- és tőkepiaci nyitás következményeként a kínai jegybank az úgynevezett lehetetlen hármasság problémájával szembesül, miszerint a fix árfolyamrendszer, az önálló monetáris politika és a szabad tőkeáramlás együttes elérése nem lehetséges. Korábban Kína zárt tőkemérleg mellett szigorú árfolyam-politikát követve valósította meg monetáris politikáját, ugyanakkor a liberalizáció eredményeként a független monetáris politika, a nyitott tőkemérleg és a szabadon lebegő árfolyam hármasa felé mozdult el. Ez a folyamat azonban a korábban központilag szabályozott pénzügyi változók – a devizaárfolyam és a pénzügyi kamatlábak – volatilitásának erősödésével jár együtt, amire a jegybank többször felhívta a pénzügyi szereplők figyelmét. A tőkemérleg nyitásával megindult tőkekiáramlást a kínai jegybank devizapiaci intervenciókkal és az árfolyamrendszer további reformjával ellensúlyozta.

Az onshore árfolyamrendszer rugalmasságának fokozására, illetve a keresleti és kínálati tényezők erőteljesebb érvényesülésének érdekében 2015 augusztusában a jegybank továbbfejlesztette a renminbi fixing számítási módszerét. Az új számítási módszer szerint a központi paritást a Kínai Népi Bank ezentúl az előző napi záróárfolyamot és a fő nemzetközi devizák mozgásait figyelembe véve határozza meg (PBC 2015b). A fixing megváltoztatásával egyidejűleg a renminbit csaknem 2 százalékkal értékelte le a kínai jegybank az előző napi záróárfolyamhoz képest,

amely az 1994-es kettős árfolyamrendszer eltörlése óta a legnagyobb egy napon belüli árfolyamváltozás volt⁵. A kínai jegybank döntésének kommunikációja során kiemelte, hogy a renminbi leértékelése egyszeri eset volt, nem kell folyamatos árfolyamgyengítésre számítani (*PBC 2015d*). A piaci fogadtatás kedvezőtlen volt, számos befektető és elemző a kínai export gyengélkedésével magyarázta a kínai hatóságok döntését, másrészt megjelentek olyan vélemények, melyek a 2014 óta megfigyelhető jelentős tőke kivitel felerősödésétől tartottak a gyengülő árfolyam hatására. A tőkekiáramlás mögöttes okairól eddig nem alakult ki egységes vélemény az elemzők körében. Egyesek a kínai portfóliók globális újraszűzőzésének természetes velejárójaként kezelik, míg mások a kínai vállalatok dollárhiteleinek törlesztésével magyarázzák a folyamatot (*BIS 2016*). A félelmek eddig részben igazolódtak be, az elmúlt egy évben a kisebb-nagyobb leértékelések révén a renminbi csaknem 7 százalékot gyengült az amerikai dollárral szemben. A piaci aggodalmak hatása az onshore-offshore renminbi közötti különbséget tágulásában is megfigyelhető volt. A piaci szereplők egy része jelentős spekulatív, short pozíciókat vett fel a renminbi fokozatos leértékelésére számítva. A piaci folyamatok normalizálása végett a kínai jegybanknak folyamatos intervenciókkal és nyílt piaci műveletekkel kellett reagálnia, ami a devizatartalék rohamos és nagymértékű csökkenésében volt nyomon követhető (3. ábra).

3. ábra
A kínai devizatartalék alakulása



⁵ Lingling Wei: *China Moves to Devalue Yuan*. The Wall Street Journal, Aug. 11, 2015. <http://www.wsj.com/articles/china-moves-to-devalue-the-yuan-1439258401>. Letöltés ideje: 2016. szeptember 5.

Míg a 2000-es évek elején a kínai devizatartalék mérete alig érte el a 200 milliárd dollárt, addig 2003-tól erőteljes felhalmozási időszak vette kezdetét, melynek eredményeként 2014 közepére a tartalék 4 000 milliárd dollár közelébe emelkedett. Hasonlóan számos más, exportvezérelt, fejlődő piaci gazdasághoz, a kínai devizatartalék felépülése elsősorban a folyó fizetési mérleg többletének és a rögzített árfolyamrendszernek a következménye, ugyanis a renminbire nehezedő túlkeresletet a kínai hatóságok devizavásárlással ellensúlyozták. Az így felhalmozott többlet-devizatartalék jelentősen megnövelte a bankrendszer strukturális likviditását, amit a jegybank elsősorban a kötelező tartalékrendszeren keresztül sterilizált.

A folyó fizetési mérleg többletének csökkenésével és a renminbi konvertibilitásának megteremtésével azonban a fenti összefüggésrendszer önmagában is gyengült a 2012-2014-es időszakban, a 2015-ös pénzügyi turbulenciák során pedig a kínai jegybank korábban nem tapasztalt mértékű devizapiaci intervenciókra kényszerült a tőkekiáramlás ellensúlyozása és így a renminbi árfolyamának stabilan tartása érdekében.

A Nemzetközi Valutaalap a kínai deviza növekvő világgazdasági szerepét felismerve és a reformfolyamatokat mintegy elismerve 2015 novemberében az SDR-kosár felülvizsgálatakor a renminbi kosárba vétele mellett döntött. Az IMF álláspontja szerint a renminbi teljesíti az exportkritérium mellett a másik szükséges feltételt, a szabadon használhatóságot is (*IMF 2015*). Mindez azt is eredményezte, hogy az új SRD-kosár 2016. október elsejei bevezetésével a megfelelően magas minősítéssel rendelkező kínai befektetések a hivatalos devizatartalékok részévé váltak. A renminbi az új SDR-kosárban közel 11 százalékos súlyt kapott – főként az euro és az angol font rovására –, ami rögtön a harmadik legnagyobb részesedésnek számít. Mindezek miatt különösen fontos, hogy a renminbi árfolyama az amerikai dollárhoz képest nagyobb rugalmassággal alakulhasson, mivel egy szorosan a dollárhoz igazodó árfolyam a dollár részesedésének emelkedését vonná maga után az SDR-kosárban.

Többek között ezt a nem kívánt hatást próbálják elkerülni a kínai hatóságok a CFETS CNY Nominal Effective Exchange Rate (NEER) index⁶ 2015. decemberi bevezetésével. A devizaindex a renminbi árfolyamát követi egy 24 devizából⁷ álló kosárral szemben, a kosárban szereplő devizákat és súlyaikat a kereskedelmi és befektetési tevékenységek alapján állították össze (2. ábra). A kínai jegybank az új index eltérbe helyezésével támogatja a renminbi–dollár árfolyam szabadabb alakulását, illetve ezen keresztül igyekszik nagyobb mozgásteret nyerni az árfolyam-politikában a jegybanki hitelesség megőrzése mellett.

⁶ A China Foreign Exchange Trading System (CFETS) a kínai bankközi devizakereskedést bonyolító rendszer működtetője és felügyelője, a jegybank részét képező intézmény.

⁷ A devizaindex 2015-ös indulásakor még csak 13 devizát tartalmazott, ám 2016 végén 24-re bővült a devizák köre. Az újonnan hozzáadott 11 deviza között a forint is szerepelt. A bővülés az amerikai dollár részarányának csökkenésével járt együtt.

2.3. A monetáris politikai eszköztár megújulása

Széles kontextusban nézve, a kínai monetáris politika átalakulása az elmúlt évtizedekben a kínai állam azon modernizációs erőfeszítésének tudható be, hogy intézményeit közelítse a nyugati országokban általánosnak tekinthető sztenderdekhez a gazdasági reformok sikeressége érdekében. A kínai jegybank céljai eléréséhez közvetlen, mennyiségi kontrollokon alapuló és közvetett, piacorientált eszközök egyvelegét használja. Az eszköztár vegyes felépítése a gazdasági transzformáció eredménye, ahol a piaci alapú eszközök mellett még mindig szerepet játszik a szabályozásalapú monetáris politika is (Gehring 2015:4). A kínai jegybank sztenderd eszköztárának legfontosabb elemei között a kötelező tartalékrátát, a benchmark kamatozatokat, a nyílt piaci műveleteket, valamint a központi banki hitelt említhetjük. Az egyes eszközök jelentősége a reformfolyamatok, valamint a globális gazdasági válság következményeként az elmúlt évtizedben folyamatosan változott, aminek eredményeként fokozatos elmozdulás történt a mennyiségi kontrollokon alapuló eszközök használata felől a piacorientált eszközök alkalmazása felé (Tan et al. 2016).

A kínai jegybank eszköztárának egyik legfontosabb eszköze a kötelezőtartalék-rendszer. Míg a nyugati jegybankok esetében ennek az eszköznek a funkciója mára leginkább a bankok napi likviditáskezelésének könnyítésében merül ki, Kínában a monetáris politikai közbülső cél – a pénzmennyiség – befolyásolásának alapvető eszköze. 2007-től kezdődően a kínai monetáris politika végrehajtásában egyre hangsúlyosabbá vált a kötelező tartalékráta szabályozása, amelyben a szigorú árfolyampolitika is fontos szerepet játszott, ugyanis a megnövekedett devizatartalékot a Kínai Népi Bank elsősorban a kötelező tartalékrendszeren keresztül sterilizálta. A jegybank szemszögéből mérlegelve a kötelező tartalékráta használata mellett több érv is említhető más eszközökkel szemben. A kötelező tartalékráta kiigazításával a jegybank tartósan szív el likviditást a rendszerből, ellentétben a többnyire rövidlejáratú nyílt piaci műveletek eszközeivel – repókkal és központi banki jegyekkel (central bank bills). Az eszköz másik előnye, hogy a kínai jegybank a jegybanki diszkontpapírokhoz képest jóval alacsonyabb kamatot fizet az elhelyezett tartalékokon. Emellett a tartalékolási mechanizmus változtatása érzékelhető hatással van a bankrendszer likviditására, ugyanakkor nem gyakorol közvetlen és nagymértékű hatást a hitelfelvevők finanszírozási költségeire. Továbbá, klasszikus monetáris politikai szerepe mellett a kötelező tartalékráta egyre fontosabb szerepet kap a makroprudenciális politika alakításában és végrehajtásában is (Ma et al. 2011). A bankrendszer kínai pénzügyi rendszerben betöltött dominanciájának és a konvertibilitás korlátozásának köszönhetően az eszköz igen hatékonyan bizonyult a pénzkínálat szabályozásában (Gehring 2015:6). A ráta számítási módjában érdemi változás történt 2015 szeptemberében: a korábbi napi szintű megfelelés helyett a bankoknak most egy, a napi záróértékek átlagára vonatkozó előírást kell teljesíteniük az adott jelentési időszak alatt. Ez a módosítás

nagyobb mozgásteret enged a bankok likviditáskezelésében, és a jegybank várakozása szerint erősíti majd a monetáris transzmissziót is (*PBC 2015b*).

Míg a válságot megelőző időszakban a jegybanki hitelek voltak hangsúlyosak a bankrendszer likviditásának kezelésében, addig az elmúlt 10 évben ezeket az eszközöket a jegybank már kevésbé használta, melynek háttérében két tényező említhető. Egyrészt a monetáris politika 2006 és 2008 között szigorodott az infláció visszaszorítása, valamint a tőkebeáramlás ellensúlyozása érdekében, ezért nem volt szükség likviditásbővítésre: a gazdasági túlfűtöttség és a tőkebeáramlás eredményeként a bankrendszerben jelentős likviditástöbblet alakult ki. Másrészt a likviditási kondíciók finomhangolása következtében a nyílt piaci műveletek váltak hangsúlyosabbá a jegybank monetáris politikájában (*HSBC 2016*). A nyílt piaci műveleteknek kezdetben csekély szerepe volt a Kínai Népi Bank monetáris politikájának végrehajtásában, ugyanakkor a pénzügyi piacok fejlődésével párhuzamosan ezen eszközök súlya is növekedett a jegybank eszköztárában, mára a nem sztenderd (például a „window guidance”) eszközök és a kötelező tartalékráta mellett az egyik legfontosabb monetáris politikai eszközzé vált. A likviditási kondíciók hatékony finomhangolása érdekében 2016 januárjában a jegybank a nyílt piaci műveletek gyakoriságának napi szintre emelése mellett döntött⁸.

A központilag szabályozott kamatok időszakában a benchmark kamatlábak a pénzügyi rendszer által nyújtott egyéves hitelek és a náluk elhelyezett betétek árait határozta meg, így ez egy más jellegű és jóval szigorúbb kööttséget jelentett a modern jegybanki eszköztáraknál alkalmazott irányadó kamatokhoz képest. A kamatliberalizáció megvalósulásával érthető módon a benchmark kamatlábak szerepe is csökkent, mivel mára már csak a pénzügyi rendszer egyes államilag tulajdonolt szereplőinek jelentenek kööttséget (*Tan et al. 2016*).

Modern eszköztára ellenére a kínai jegybank még mindig erősen támaszkodik a gazdaság hitelezési folyamatainak nem-piaci, nem nyilvános megállapodásokon alapuló befolyásolására, ami a gyakorlatban a „window guidance” segítségével valósul meg. A hivatalos álláspont szerint az iránymutatás pusztán a központi bank tanácsa a pénzintézeteknek, hogy a reálgazdasági szektorok szükségleteinek megfelelő hitelkihelyezést végezzenek. A gyakorlatban a bankok a kínai jegybank iránymutatását kötelező érvényűnek tekintik és ennek megfelelően be is tartják, így a hitelezési kontroll továbbra is fennmaradt (*Gehring 2015*).

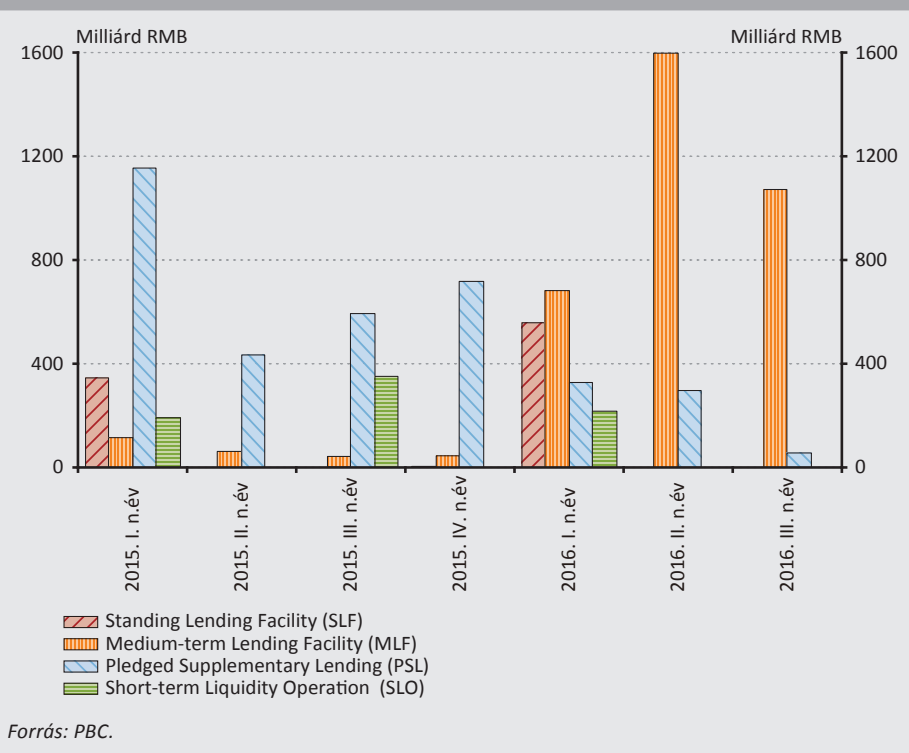
⁸ *China PBOC to Conduct Open-Market Operations Daily*. The Wall Street Journal, Feb. 18, 2016. <http://www.wsj.com/articles/china-pboc-to-conduct-open-market-operations-daily-1455792726> Letöltés ideje: 2016. szeptember 08.

Az utóbbi években tapasztalható gazdasági lassulás következményeként egyre nagyobb nyomás nehezedik a jegybankra, hogy tegyen meg mindent a gazdaság élénkítéséért a rendelkezésére álló eszközök segítségével. A stabilan alacsony inflációs környezetben a lassuló növekedés miatt a hangsúly fokozatosan áthelyeződik a jegybank második mandátumának teljesítése, azaz a gazdasági növekedés támogatására a deviza stabilitásának további biztosítása mellett. A hitelezés serkentése és ezáltal a növekedés ösztönzése, valamint a likviditási problémák kezelése céljából 2013 januárjától a kínai központi bank számos innovatív eszközt vezetett be (4. ábra és 1. táblázat). A jegybank által bevezetett programok nem csupán a bankrendszer likviditáskezelését könnyítik meg a turbulens időszakokban, hanem egyéb gazdaságpolitikai célokat is támogatnak.

A kínai jegybank a *Short-term Liquidity Operation (SLO)* nevű programját 2013 januárjában azzal a céllal indította el, hogy csökkentse a pénzügyi volatilitást azokon a napokon is, amikor nem tart nyílt piaci műveleteket. Az SLO-t olyan, nyílt piaci

4. ábra

A kínai jegybank likviditásbővítő programjain keresztül nyújtott likviditás alakulása



műveletekben részt vevő, elsődleges kibocsátó bankok vehetik igénybe, melyek rendszerszinten is fontosak, magas minőségű eszközállománnyal rendelkeznek, valamint a monetáris politikai transzmisszióban is kiemelt jelentőséggel bírnak (PBC 2013a). A nyílt piaci műveletek gyakoriságának napi szintre emelése miatt az SLO jelentősége az utóbbi egy évben csökkent.

A jegybank *Standing Lending Facility (SLF)* programja szintén 2013 januárjában indult, amelyen keresztül a jegybank legfeljebb 3 hónapos futamidőre nyújt likviditást a pénzügyi intézményeknek (PBC 2013a). Az SLF-program célja a kis- és középméretű pénzügyi intézmény jegybanki likviditástámogatási csatornájának fejlesztése, a szezonális likviditási ingadozások kezelése és a pénzügyi piac stabil működésének támogatása. A programot 2015 februárjában országsszerte kiterjesztették, aminek eredményeként a városi és vidéki kereskedelmi bankok, a vidéki szövetkezetek és hitelszövetkezetek is hozzáférhetnek a forráshoz (PBC 2015a).

A *Medium-term Lending Facility (MLF)* programot a jegybank 2014 szeptemberében mutatta be. A fentebb említett eszközöktől abban különbözik, hogy a programon keresztül a jegybank hosszabb távon nyújt likviditást a bankrendszer számára, valamint a források felhasználására hitelezési szempontból preferált területeket határoz meg. Kezdetben az MLF-programon keresztül legfeljebb 3 hónapos futamidőre jutottak likviditáshoz a bankok, majd 2015 júniusában megjelent a 6 hónapos, 2016 februárjában pedig az első egyéves hitel is. Az MLF-program a résztvevő bankokat az agrárszektor, valamint a kis- és középvállalkozások hitelezésére ösztönözi (PBC 2014b).

A kínai állam urbanizációs projektjeinek támogatására a jegybank a 2014 áprilisában indult *Pledged Supplementary Lending Facility (PSL)* nevű programon keresztül kínál hosszú távú, stabil, alacsony költségű forrásokat a hitelintézetek számára. A forráshoz való hozzáférés ugyanakkor korlátozott, eddig csak a Kínai Fejlesztési Bank, a Kínai Export és Import Bank, valamint a Kínai Mezőgazdasági Fejlesztési Bank kapott hitelt a PSL-en keresztül. Az elfogadható fedezetekben kötvények és magas minőségű banki hitelek is megtalálhatóak.

1. táblázat			
A kínai jegybank főbb likviditásbővítő eszközei			
Likviditásbővítő eszközök	Futamidő	Gyakoriság	Funkció
Rövid távú			
Nyílt piaci műveletek (OMOs)	gyakoribb: 7 és 14 napos repó és fordított repó egyéb: 21, 28 és 91 napos repó és fordított repó központi banki jegyek: 3 hónap, 1 év, 3 év	2016. január 29-től naponta, előtte hetente kétszer	Pénzpiaci volatilitás csökkentése
Short-term Liquidity Operations (SLO)	O/N-től 7 napos lejáratig repó és fordított repó	ad hoc	Pénzpiaci volatilitás csökkentése azokon a napokon is, amikor nem volt OMO
Standing Lending Facility (SLF)	O/N és 7 napos fordított repó 1-3 hónapos hitel	kereslettől függően	Likviditástámogatási csoportna fejlesztése, szezonális likviditási ingadozások kezelése, pénzügyi piac stabil működésének támogatása
Hosszú távú			
Medium-term Lending Facility (MLF)	3 hónapos, 6 hónapos, egyéves hitel	kereslettől függően	A program a résztvevő bankokat az agrárszektor, valamint a kis- és középvállalkozások hitelezésére ösztönzi
Pledged Supplement Lending (PSL)	3-5 éves hitel	ad hoc	A kormányzat urbanizációs programjának támogatása
<i>Forrás: PBC.</i>			

3. Monetáris politikai eszközök makroprudenciális politikai vetülete

A Kínai Népi Bank monetáris és makroprudenciális eszköztára jelentős átfedéssel működik, ezért a monetáris politika és eszközeinek bemutatása nem lenne teljes a makroprudenciális megközelítés említése nélkül. Ráadásul ezen a téren is találunk számos országspecifikus jelenséget, mivel az eszköztár több eleme a tervgazdasági rendszer maradványaiból került kifejlesztésre, így eltér a fejlett országokban a 2007–2008-as válságot követően kifejlesztett eszközrendszerektől. Ez a fejlődésbeli eltérés okozza azt is, hogy a kínai jegybank már a válságot megelőző időszakból is rendelkezik tapasztalatokkal makroprudenciális eszköztárának működéséről, míg a fejlett országokban a makroprudenciális hatóságok jogkörei és eszközei csak a krízis után kerültek kialakításra. Emellett érdemes megemlítenünk, hogy Kínában

a makroprudenciális politika nem kizárólag jegybanki feladat, a Kínai Népi Bank számos eszközt a Kínai Bankszabályozási Tanáccsal együttműködve alkalmaz, illetve a társhatóság rendelkezik jegybankitól független eszköztárral is⁹.

A nemzetközi gyakorlatban a túlzott hitelkiáramlás megakadályozása a makroprudenciális politika céljai között kiemelkedő szerepet kap a válság óta, mivel a rendszerszintű bankválságokat gyakran erős hitelkiáramlás előzte meg, illetve annak folyamányaként jelentős kockázat-felépülés jelentkezett. Kína esetében azonban a hitelállomány növekedésének kontrollja elsősorban monetáris politikai szempont alapján jelent meg: az infláció kordában tartása érdekében a pénzmennyiség és a hitelállomány nyomon követése kitüntetett figyelmet kapott már az 1990-es években is. Bár ez alapján azt gondolhatnánk, hogy a monetáris és a makroprudenciális politika célja megegyezik, aktuális tapasztalataink ezt nem támasztják alá. A válságot követően a gazdasági növekedés preferált szinten való tartása céljából jelentős hitelkiáramlás történt, drasztikusan emelve a magánszektor eladósodottságát. Ez a makroprudenciális megközelítés alapján nem kívánatos, míg a monetáris politika szempontjából jelenleg nem okoz problémát, hiszen az infláció ezzel együtt is stabilan alacsony, ami teret enged a jegybanknak a gazdasági növekedés támogatására. Az azonban nem állítható, hogy a monetáris politikai szempontok, illetve a központi kormányzat növekedésorientáltsága teljes egészében felülírták volna a makroprudenciális politika aspektusait. Bár az erős hitelkiáramlás évek óta fennáll, az ezzel potenciálisan járó kockázatnövekedést igyekszik a jegybank más makroprudenciális eszközök segítségével mérsékelni.

A gyors hitelkiáramlás veszélyességének mértéke szorosan összefügg a hitelállomány minőségével, amire a jegybank kezdetben a hitelezési terveken keresztül közvetlenül, ezek eltörlése óta pedig a „window guidance”-en keresztül közvetve hat. Az iránymutatásokban meghatároznak a hitelezésben preferálandó, illetve kerülendő területeket. Ezek megfogalmazásakor azonban nemcsak gazdaságfejlesztési célok, hanem a rendszerszintű kockázatok csökkentése is szerepet kap. A jegybanki iránymutatás például tiltja a túlzott kapacitásokkal rendelkező szektorok hitelezését. A hitelállomány minőségét jelentős mértékben befolyásolják az ingatlanpiacon keresztül érkező rendszerszintű kockázatok, ezek csökkentését a jegybank és a bankszabályozási hatóság a jelzáloghitelezés feltételeinek szabályozásán, például a minimálisan előírt önrészen, vagy a második lakás vásárlása esetén alkalmazandó szigorúbb kamatszint előírásán keresztül korlátozza.

⁹ Mivel cikkünk témája a monetáris politikának, illetve annak eszköztárának fejlődése, ezért a jegybanktól független makroprudenciális politikai eszközöket itt nem tárgyaljuk.

A makroprudenciális politika hatékonyságát azonban jelentősen rontja, ha a hitelezés nem elhanyagolható része olyan csatornára terelődik át, amire a kérdéses szabályozás nem vonatkozik. Ez Kína esetében is releváns probléma, mivel az elmúlt évtizedben – a mesterségesen alacsonyan tartott kamatok és a bankrendszer szigorú szabályozásának következményeként – jelentős méretűvé vált a bankrendszeren kívüli, úgynevezett árnyékbankrendszeri hitelezés. Bár a hitelezésnek ez a formája a szabályozások legális megkerülésére épül, a kínai hatóságoknak nem volt érdeke a szegmens ellehetetlenítése az ott létrejött árazás információtartalma miatt. Az utóbbi években azonban az árnyékbankrendszer dinamikusan bővült, így mára jelentős méretet öltött. Jellegéből adódóan viszont számottevő többletkockázatot hordoz a bankrendszeri hitelezéshez képest. Egyrészt ez a megoldás tipikusan olyan vállalatok és projektek számára nyújt finanszírozást, amelyeket kockázatosságuk miatt vagy szabályozási okokból a bankok hagyományos módon nem kívánnak vagy tudnak finanszírozni. Másrészt a forrásokat jellemzően privátbanki és vagyonekezelési termékeken keresztül nyújtó befektetők hajlamosak implicit állami garanciát feltételezni a termékek mögé, így valójában nem minden finanszírozási döntés esetében kerülnek megfelelő módon mérlegelésre a kockázatok. Mivel az árnyékbankrendszer mérete mára már rendszerkockázatilag is jelentős, ezért a hatóságok lépéseket tettek a bankrendszeren kívüli hitelezés növekedésének fékezésére. Emellett külön hangsúlyt helyeznek a már kialakult, jogi szempontból sokszor igen bonyolult rendszer minél alaposabb megismerésére és a már felépült kockázatok felmérésére.

Míg a makroprudenciális politika hitelállományhoz kapcsolódó részei elsősorban a kockázatok felépülését kívánják megelőzni, illetve tompítani, addig az eszközök egy másik csoportja a pénzügyi intézmények ellenálló-képességét igyekszik javítani, azok tőkéjére és likviditására vonatkozó szabályozásokkal. A nemzetközi gyakorlatban is elterjedt eszközök, mint a különböző tőkepufferek és likviditási mutatók előírása mellett Kínában a kötelező tartalékráta is fontos szerepet kap ezen a téren. Ezt az eredetileg banki likviditáshoz kapcsolódó monetáris politikai eszközt a fejlett országok gyakorlatához képest Kínában már korábban is sokkal gyakrabban alkalmazták, részben a többi indirekt eszköz nehézsége miatt. Az eredetileg egységes követelményrendszert 2004-től kezdték el differenciálni az intézmények mutatói alapján (*PBC 2004*). A figyelembe vett változók között volt az adott bank tőkemegfelelése, a hitelportfóliójában a nemteljesítő hitelek aránya, illetve az intézmény működésének szabályosságára és kockázatosságára vonatkozó információk széles köre. Minél kockázatosabbnak találtak egy intézményt, annál szigorúbb előírásoknak kellett megfelelnie. Ezzel egyszerre próbálták kompenzálni az aktuális, rendszerszintű kockázatokat, illetve ösztönözni azok csökkentését. Az intézmények méretét is figyelembe vevő differenciálásra 2008-ban került sor először, ekkor több lépcsőben csökkentették a követelményeket, de a legnagyobb betétgyűjtő intézmények esetében ennek csak egy részét érvényesítették (*PBC 2008a, 2008b*). A rendszerkockázati

szempontok mellett gazdaságpolitikai célok mentén is differenciáltak az intézmények között, a vidéki területeket, illetve az épp akkor földrengéssel sújtott térséget finanszírozó intézményeknek alacsonyabb követelményt kellett csak teljesíteni.

A kötelező tartalékráta rendszerét a 2007-2008-as gazdasági válság hatására egyre inkább makroprudenciális szempontok alapján alakították. A differenciált kötelezőtartalék-követelmények rendszerét 2011-ben egy dinamikus alkalmazkodási mechanizmussal egészítették ki, amely a követelmények folyamatos kiigazítását tette lehetővé a makrogazdasági környezet, az egyes intézmények tőke megfelelése, vállalatirányítási rendszerének minősége, illetve a hitelezési politikájukban a gazdaságpolitikai célok érvényesülése alapján (*PBC 2011*). Ezt a rendszert 2016-tól a Makroprudenciális Értékelés (Macroprudential Assessment – MPA) váltotta fel, amely még átfogóbb és rugalmasabb keretrendszert biztosít a követelmény számításához. Jelenleg a tőke megfelelés és a tőkeáttétel mellett a likviditás, az árazási viselkedés, a portfólióminőség, a határokon átnyúló finanszírozás kockázatai és a gazdaságpolitikai célú hitelezési elvek alkalmazása alapján határozzák meg az egyes pénzügyi intézmények kötelező tartalékrátáját (*PBC 2016:28*).

4. Összegzés

Az évtizedek óta tartó reformfolyamatok eredményeként Kína egy szigorúan tervgazdasági rendszerből eljutott egy olyan berendezkedésig, ahol a gazdasági folyamatok meghatározó részét piaci mechanizmusok alakítják. Ez idő alatt az ország a nemzetközi gazdaság és kereskedelem szerves részévé vált, sőt pozícióinak erősítésével törekszik is arra, hogy a világgazdaságot mozgató főbb folyamatok tekintetében az ország méretével közel arányos befolyásra tegyen szert. Bár Kína gazdasági berendezkedése egyre jobban közelíti a fejlett nyugati országokét, a reformfolyamat korántsem ért véget, így még számos gazdasági és pénzügyi kihívás előtt áll az ország.

A gazdasági reformok szerves részeként a monetáris politika is folyamatos átalakulás ment keresztül az elmúlt évtizedekben. A korábbi, jellemzően direkt monetáris politikai eszközöket fokozatosan felváltotta az indirekt eszközökre alapozott működés, és egyre nagyobb teret nyertek a monetáris transzmisszióban a piaci folyamatok. Bár a mai eszköztár már jelentős hasonlóságot mutat a fejlett nyugati gazdaságok monetáris politikájában megszokott elemeivel, Kína továbbra is megtartott néhány speciális elemet, amely nemcsak a monetáris politikában, de még a makroprudenciális politika vitelében is szerepet kapott. A kínai hatóságokra jellemző kezdeményező hozzáállás a monetáris politika területén is tapasztalható, a jegybank sokszor nem csupán követi a gazdasági folyamatokat, hanem saját maga váltja ki azokat. Természetesen egy ilyen nagyszabású gazdasági átalakítás, szerkezetváltás nem járhat zökkenőmentesen. A reformlépéseket számba véve láthattunk

kevésbé jól működő megoldásokat, azonban ezeket a kínai hatóságok igyekeztek orvosolni.

A kamatliberalizáció és az árfolyamrendszer reformja egyre nagyobb teret biztosít a piaci erők érvényesülésének. Mindez a gyakorlatban a korábban megszokott, kontrollált stabilitás feladását is jelenti, ami, bár időnként kedvezőtlen fejleménynek tűnhet, valójában a piacgazdasági berendezkedés természetes velejárója. A jövőben a volatilitás megjelenésével és emelkedésével kell számolnia a piaci szereplőknek és a gazdaságpolitikai döntéshozóknak egyaránt, mind az egyes pénzügyi termékek árazásában, mind pedig a renminbi árfolyamának alakulásában. A gazdasági szerkezetváltásból fakadó kihívások kezelésére az egyre bővülő monetáris politikai eszköztár és a folyamatosan fejlődő makroprudenciális politika nyújthat segítséget a gazdaságpolitika számára.

Felhasznált irodalom

Bank for International Settlements (2016): *Quarterly Review*. March 2016. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603.htm Letöltés ideje: 2016. október 11.

Bléjer, M. – Burton, D. – Dunaway, S. – Szapary, Gy. (1991): *China: Economic Reform and Macroeconomic Management*. International Monetary Fund Occasional Paper 76.

Federal Reserve Bank of San Francisco (2014): *China's Interest Rate Liberalization Reform*. Asia Focus, May. <http://www.frbsf.org/banking/files/Asia-Focus-China-Interest-Rate-Liberalization.pdf> Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.

Gehring, A. (2015): *Monetary policy made in China*. Economic Policy Note 1/7/2015, Flossbach von Storch Research Institute.

Geiger, M. (2008): *Instruments of Monetary Policy in China and their Effectiveness: 1994-2006*. United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers 2008/2.

Genyou, D. (2001): *China's Monetary Policy: Retrospect and Prospect*. China and World Economy 2001/3.

Hong Kong Monetary Authority (2010): *Renminbi Business in Hong Kong*. <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2010/20100719e1.pdf> Letöltés ideje: 2016. szeptember 13.

HSBC (2016): *Why China's money market matters II. The essential guide to liquidity operations*. HSBC Global Research

Hu, B. (2014): *Financial Repression and Interest Rate Liberalization in China*. Indiana University

- International Monetary Fund (2015): *Review of the Method of Valuation of the SDR*. IMF Policy Paper.
- Komlóssy Laura – Kovalszky Zsolt – Körmendi Gyöngyi – Lang Péter – Stancsics Martin (2015): *Kína: a tervezésről a modern bankrendszerig*. Hitelintézési Szemle, 14. évf., Különszám, november, pp. 133–144.
- Laurens, B. J. – Maino, R. (2007): *China: Strengthening Monetary Policy Implementation*. IMF Working Paper 2007/14.
- Ma, G. – Xiandong, Y. – Xi, L. (2011): *China's evolving reserve requirements*. BIS Working Papers No. 360.
- Mehran, H. – Quintyn, M. – Nordman, T. – Laurens, B. (1996): *Monetary and Exchange System Reforms in China. An Experiment in Gradualism*. International Monetary Fund Occasional Paper 141.
- Okazaki, K. (2007): *Banking System Reform in China. The Challenges of Moving Toward a Market-Oriented Economy*. RAND Occasional Paper 194.
- People's Bank of China (2004): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2004*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/130937/2895698/index.html> Letöltés ideje: 2016. szeptember 01.
- People's Bank of China (2005): *China Monetary Policy Report Quarter Two, 2005*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_19506_1.pdf Letöltés ideje: 2016. szeptember 09.
- People's Bank of China (2008a): *Highlights of China's Monetary Policy in 2008*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_20485_2.pdf Letöltés ideje: 2016. szeptember 01.
- People's Bank of China (2008b): *China Monetary Policy Report Quarter Four, 2008*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_20485_1.pdf Letöltés ideje: 2016. szeptember 01.
- People's Bank of China (2011): *China Monetary Policy Report Quarter Four, 2011*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2011Q4.pdf Letöltés ideje: 2016. szeptember 01.
- People's Bank of China (2013a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2013*. [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/13Q1MPR_EN_\[afterNancy\]1.pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/13Q1MPR_EN_[afterNancy]1.pdf) Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.

- People's Bank of China (2013b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2013*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130437/index.html> Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- People's Bank of China (2013c): *Notice on Furthering Market-based Interest Rate Reform*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2868681/index.html> Letöltés ideje: 2016. szeptember 08.
- People's Bank of China (2014a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2014*. [http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q1_MPR_Nancy_\(1\).pdf](http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q1_MPR_Nancy_(1).pdf) Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- People's Bank of China (2014b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2014*. http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/2014Q3%20MPR_EN_nancy.pdf Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- People's Bank of China (2014c): *Deepen Reform and Further Open Up to Facilitate the Internationalization of RMB*. Deputy Governor Hu Xiaolian http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/english/upload/File/hu-RMB%20business%20seminar.pdf Letöltés ideje: 2016. szeptember 08.
- People's Bank of China (2015a): *China Monetary Policy Report Quarter One, 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/2941536/3011555/index.html> Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- People's Bank of China (2015b): *China Monetary Policy Report Quarter Three, 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/130879/2941536/3066734/index.html> Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- People's Bank of China (2015c): *On Removal of the Deposit Interest Rate Ceiling*. Dr. Yi Gang, Deputy Governor. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2969789/index.html> Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- People's Bank of China (2015d): *The PBC Spokesman Answered More Press Questions on the RMB Exchange Rate*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2941618/index.html> Letöltés ideje: 2016. szeptember 08.
- People's Bank of China (2016): *Annual Report 2015*. <http://www.pbc.gov.cn/english/130739/3105326/3105334/2016072210452220636.pdf> Letöltés ideje: 2016. augusztus 24.
- Si, W. (2015): *Interest Rate Liberalization in China*. Institute of World Economy, Shanghai Academy of Social Science, Shanghai.

Song, L. (2001): *Interest Rate Liberalization in China and the Implications for Non-state Banking*. Presented at the Conference on Financial Sector Reform in China, Harvard University Asia Center.

Tan, Y. – Ji, Y. – Haung, Y. (2016): *Completing China's Interest Rate Liberalization*. *China & World Economy*, Vol. 24., No. 2., pp. 1–22.

Tseng, W. – Khor, H.E. – Kochhar, L. – Mihaljek, D. – Burton, D. (1994): *Economic Reform in China. A New Phase*. International Monetary Fund Occasional Paper 114.