

Kecskés András – Bujtár Zsolt

A kínai pénzügyi rendszer árnyéka

Árnyékbankrendszeri kockázatok a kínai gazdaságban¹

The Shadow of the Chinese Financial System

Shadow Banking System Risks in the Chinese Economy



Összefoglalás

A kínai jegybank kormányzója 2017 novemberében szokatlan figyelmeztetést adott a kínai árnyékbankrendszerre vonatkozóan. Zhou Xiaochuan jegybanki kormányzó szerint a magas tőkeáttétel, a nehezen átlátható, fertőző pénzügyi eszközök struktúrái növelik a kínai pénzügyi rendszer sérülékenységét. A cikk erre a szabályozói kihívásra vonatkozóan keres válaszokat. Vajon a világ második legnagyobb nemzetgazdasága – ahogy eddig számos alkalommal – erre a kihívásra is adekvát választ ad, és egy új fejlődési irányt mutat a hagyományos és az árnyékbankrendszer összetett viszonyában? Az árnyékbankrendszer növekedését 2017-re sikerült megfékezni Kínában. Ezt támasztja alá az a tény, hogy az árnyékbankrendszer eszközeinek súlya a GDP-hez viszonyítva a korábbi 87%-os értékről 83%-ra csökkent 2017 első félévében.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: H3, E26, E58, G2

Kulcsszavak: költségvetési politikák, informális gazdaság, földalatti gazdaság, központi bankok, jegybanki politikák, pénzügyi szervezetek

DR. HABIL. KECSKÉS ANDRÁS, PhD, tanszékvezető egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar (kecskes.andras@ajk.pte.hu), DR. BUJTÁR ZSOLT egyetemi tanársegéd, Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar (bujtar.zsolt@ajk.pte.hu).

Summary

The governor of the Central Bank of China made an unusually harsh statement on the Chinese shadow banking system in November, 2017. Central bank governor Zhou Xiaochuan warned the markets citing that high leverage and opaque and complex structures of financial services render the Chinese financial system vulnerable. In this article, answers are sought to this challenge faced by the Chinese financial authorities. Will the second largest economy of the world be able to respond adequately just as it did several times in the past by marking out new directions in the complex inter-relationship between the traditional and the shadow banking system? The growth of shadow banking has already been halted in China this year. This is confirmed by the fact that the ratio of shadow banking assets has decreased from 87 to 83 percent of GDP in the first half of 2017.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: H3, E26, E58, G2

Keywords: fiscal policies, informal economy, underground economy, central banks, central bank policies, financial organizations

AZ ÁRNYÉKBANKRENDSZER MEGHATÁROZÁSA KÍNÁBAN

Az árnyékbankrendszer működésének korai időszakát követően, a kínai hatóságok alkalmazni kezdték azt az értelmezést, mely az árnyékbankrendszert mint a szabályozáson kívüli pénzügyi tevékenységek összességét határozta meg (Gao–Wang, 2014:44). Ez a megközelítés a Financial Stability Board (FSB) által alkalmazott meghatározás alapjain áll, melyet a Kínai Bankfelügyeleti Bizottság (China Banking Regulatory Commission, CBRC) mint felügyeleti szerv az elsők között fogadott el és implementált formálisan 2011-ben.² E gyors adaptáció azonban inkább formai jelleget öltött, mert a meghatározás tartalmát a kínai felügyeleti szervek jelentősen leszűkítették. A definíció alapján a felügyeleti szerv kiemelte, hogy *a nem banki pénzügyi intézmények megfelelően szabályozottak, és így nem képezik az árnyékbankrendszer részét.* A nem banki pénzügyi közvetítők e felügyeleti szempontból releváns köre az alábbi pénzügyi intézményekből áll: a vagyonkezelő társaság (trust company), a független finanszírozási vállalkozás (financial company), a pénzügyi közvetítő (money brokerage company) és a fogyasztási hiteleket nyújtó vállalkozás (consumer finance company). Ezzel a Kínai Bankfelügyeleti Bizottság célja az volt, hogy a bankoknak a fenti pénzügyi intézmények útján folytatott mérlegen kívüli tevékenységét³ kivonja az árnyékbankrendszerből. Ezzel ugyanis a hatóság megelőzhette azt a kritikát, hogy nem megfelelően szabályozta a fent említett pénzügyi intézményeket, és ezzel egyidejűleg a kereskedelmi bankok ilyen típusú mérlegen kívüli eszközeinek nagyságáról sem kell számot adnia a 2011-ben, az FSB irányába megindult adattovábbítás során. A kínai jegybank korábbi elnöke, Xiao Gang azonban 2012-ben visszatért az FSB által először meghatározott definícióhoz, mely szerint *az árnyékbankrendszer a hagyományos bankrendszeren kívüli hiteltranszformációt végző pénzügyi intézmények halmaza.* E definíció szerint vagyon-

kezelési termékek (wealth-management products, WMP)⁴ – így többek között a vagyonkezelő társaságok – is az árnyékbankrendszer részét képezik. A vagyonkezelési termékek mint megtakarítási instrumentumok alig maradtak el a legnépszerűbb árnyékbanki szereplők, az ingatlankezelő alapok (real estate trust) 10,13 billió CNY értékétől, a maguk 9,92 billió⁵ CNY szintjükkel (Gao–Wang, 2014:4). 2013-ra a Kínai Államtanács, azaz a kínai kormány is elismerte, hogy a tágabb meghatározás jobban lefedi az árnyékbanki tevékenységet Kínában. Ezért ettől az időponttól kezdve a kínai kormány is a hagyományos bankrendszeren kívüli hiteltranszformációként definiálta az árnyékbankrendszert. Azt azonban hozzátette, hogy a kínai árnyékbankrendszer a pénzügyi innováció és a hagyományos bankrendszer kölcsönhatásából, annak következményeként jött létre. Az árnyékbankrendszer kínai változatának definíciója 2014-re jutott el arra a szintre, amikor már elég specifikus lett ahhoz, hogy a kínai sajátosságokat is tükrözze, ugyanakkor elég általános maradt ahhoz, hogy a nemzetközi meghatározásokkal is összevethető legyen.

A kínai kormány ugyanis 2014-ben az árnyékbankrendszert a szabályozás felől megközelítve három fő részre osztotta.⁶ Az első csoportba a szabályozáson kívül eső pénzügyi tevékenységek tartoznak: az internetalapú finanszírozási formák,⁷ a közvetlen finanszírozási, úgynevezett P2P-rendszerek⁸ és a földalatti bankok.⁹ A második csoport a pénzügyi engedély nélkül működő és hiányos szabályozási környezetben működő szervezetek: a garantőr társaságok, a zálog-hitelintézetek és a kis összegű hiteleket nyújtó társaságok. Az árnyékbankrendszer harmadik területéhez azok a legális pénzügyintézetek tartoznak, melyek a szabályozás alól szeretnének kibújni, a legtipikusabb változatukat tekintve a vagyonkezelési termékek (WMP) körének értékesítésével.

A kínai árnyékbankrendszer meghatározása szempontjából fontos körülhatárolni annak nagyságát és fő résztvevőit is. Kínában azonban az árnyékbankrendszer méreteinek meghatározása ugyanolyan nehéz feladat, mint az árnyékbankrendszer definíciójának megalkotása volt. A trendek és tendenciák jól láthatóak, de a hivatalos statisztikák alapján nem biztos, hogy pontos képet alkothatunk a valóságról. Többek között éppen amiatt nem, mert a fentiek szerint jelentős meghatározásbeli irányváltások történtek, így meghatározott pénzügyi intézmények időlegesen kiszorulhattak az árnyékbankrendszeri intézmények köréből, vagy éppen bekerülhettek abba. Nem meglepő, hogy a különböző közzétett adatok statisztikailag igen nagy szórást mutatnak. A Kínai Társadalomtudományi Akadémia¹⁰ elemzői a GDP 40%-ára becsülték az árnyékbankrendszer GDP-hez viszonyított nagyságát 2012-ben az év végi adatok alapján (Zhu, 2013). Ebben az időpontban az akadémikusok szerint 20,5 billió CNY volt az árnyékbankrendszer nagysága az 50 billió éves GDP-hez viszonyítva. A kormány által közzétett hivatalos adatok (Zhu, 2013) szerint az árnyékbankrendszer csak 14,6 billió CNY volt, ami csak 29%-a az adott évi GDP értékének. A hitelminősítő intézetek körében a Moody's és a Standard & Poor's mellett kistestvérnek számító Fitch Ratings azonban a GDP 198%-ra becsülte ugyanebben az évben a kínai árnyékbankrendszer nagyságát. A 2010-től dinamikus, évi 30% feletti növekedést (Hong, 2014) elérő árnyékbankrendszeri pénzügyi szegmens egészen 2014-ig szárnyalt ebben az ütemben. Míg a 2010-es évek elején a GDP közel 10%-kal nőtt, addig az árnyékbankrendszer 30%-os ütemben bővült évente.

Ezzel az eltérő növekedési ütemmel az árnyékbankrendszer súlya tovább növekedett, ezért alakulhatott ki az a nézet, mely szerint az árnyékbankrendszer aránya a GDP 20–40%-a között mozgott a 2010-es évek első felében. A dinamikus növekedésének okai két irányban keresendők: egyrészt a gazdaságpolitikában, mint az ingatlanpiac fejlesztése vagy a fokozott mérvű iparosítás, melyet utólag már erőltetett üteműnek tekinthetünk; másrészt a gazdasági változások ütemétől elmaradózó pénzügyi szabályozás, mely ily módon képtelen volt lépést tartani az eseményekkel.

A Moody Investors Service friss adatai szerint az árnyékbankrendszer súlya a kínai GDP-hez viszonyítva, 4%-os csökkenése után, 83% volt 2017. június 30-án. Ez az érték összegben kifejezve 122,8 billió jüan, ami a 18,5 billió USD összegnek felel meg (Bloomberg, 2017). A folyamat megfordítása a kínai pénzügyi vezetés erőfeszítéseinek hatására biztató jel. Ugyanakkor az árnyékbankrendszer nemzetközileg is jelentős nagysága már felveti a nemzetközi pénz- és tőkepiacokra kiterjedő kockázatok mérlegelésének szükségességét. Miután azonban a kínai gazdaság a pénzügyi rendszer tekintetében eddig meglehetősen zárt volt – éppen 2017-ben indultak el olyan folyamatok, mely a nyitást készítik elő –, ezért az árnyékbankrendszer okozta kisebb-nagyobb sokkok hatásait csak közvetett módon, a gazdasági növekedés visszaesésén keresztül érezhetik meg a nemzetközi piacok, ha és amennyiben erre sor kerülne.

A továbbiakban célszerűnek véljük ez utóbbi – gazdasági növekedési – tényező oldaláról vizsgálni a kínai árnyékbankrendszert.

MEGTAKARÍTÁSOK A KÍNAI ÁRNYÉKBANKRENDSZERBEN

A pénz- és tőkepiaci allokációs oldalon¹¹ különbségek jelentkeztek a kínai és a klasszikus nyugati megoldások tekintetében. Míg az amerikai és európai árnyékbankrendszer a teljes lakosság megtakarításait azonos csatornákon keresztül közvetítette és transzformálta, addig a kínai árnyékbankrendszer keretei a nagy tőkeerővel bíró befektetők számára kínáltak több lehetőséget a vagyonkezelési termékek (WMP) szélesedő skáláján keresztül. A kis lakossági befektetők Kínában a megtakarítási lehetőségeknek csak egy szűkebb köréhez fértek hozzá, ahogy a hedge fundok is csak a vagyonosabb ügyfelek számára voltak elérhetők az Egyesült Államokban a 2007–2009-es pénzügyi válság előtt (Lentner–Zéman, 2017).

Ugyanakkor a vagyonkezelő társaságok (trust companies) szerepe dinamikusan nőtt a kínai árnyékbankrendszeren belül. Ahhoz azonban, hogy megértsük e vállalkozási formák működését, fontos megérteni a kialakulásuk körülményeit is. A kereskedelmi banki szabályozás két területről is ösztönözte az ilyen megtakarításokat kezelő társasági formák térnyerését Kínában. E két terület egyike a *betéti és hitelkamatok maximális mértékének meghatározása* volt. A másik terület a *szabályozó hatóságok oldaláról érkezett korlátozás*. E korlátozás miatt ugyanis a mérlegen belüli – azaz leányvállalati – vagyonkezelő cégek mérlegen kívüli tétélekké konvertálása úgy valósulhatott csak meg, hogy a bankok a tartalékképzés megemelésének kötelezettsége miatt inkább csak ügynökként értékesítették a külső vagyonkezelőkké vált korábbi leánycégek megtakarítási termékeit, a különböző vagyonkezelési termékeket.

A betéti és hitelkamatok maximalizálását követően, amíg a hitelkamatok maximumát eltörölték, addig a betéti kamatok korlátozása tartósan fennmaradt, bár egyre szabadabbá vált,¹² és a kamatmaximumtól felfelé eltérve egy növekvő sávot alkotott (először 110%-os, majd 2014-től 120%-os sávon belül) (FSB, 2015:58). Ez a tény alternatív megtakarítási formák megjelenését kényszerítette ki a piacon azáltal, hogy a piac reálisnak tartotta egy ennél magasabb hozamot ígérő termék jelenlétét a megtakarítási igények kielégítésére.

Az ilyen befektetési instrumentumokat¹³ *vagyonmegtakarítási termékeknek* nevezte el a piac. Ez a gyűjtőfogalom a megtakarítási termékek olyan formája, melyeket különböző pénzügyi intézmények működtetnek, és formailag leginkább a pénzpiaci befektetési alapok szerkezetére hasonlítanak. A vagyonkezelő társaság tulajdonosi köre így bankokra, biztosítókra, vagyonkezelő társaságokra, valamint értékpapír- és derivatív alapokra terjed ki (FSB, 2015). A termékek zárt végű befektetesként működnek, ami – ugyanúgy, mint a befektetési alapok esetében is – azt jelenti, hogy az adott megtakarítási csomagra kibocsátott egységek száma zárt, vagyis a futamidő alatt nem változik. A futamidő jellemzően éven belüli (például a 2013. év végén csak egy százalék volt éven túli), és azon belül is a három hónapon belüli lejáratok a meghatározóak (szintén 2013-ban 74%-os részesedéssel).

Első pillantásra is szembeötlő a hasonlóság az Egyesült Államokban 1971-től elterjedt pénzpiaci alapokkal. A vagyonkezelési termékek (WMP) különböző formái esetében is egy jellemzően rövid lejáratú befektetési formáról van szó. A másik jelentős hasonlóság, hogy a kamatplafon 3-3,6%-os szintjét biztosító betétek alternatívája és konkurenciája a jellemzően 5 százalékos hozamot kínáló vagyonkezelési termékek köre lett. Az Egyesült Államokban a pénzpiaci alapok a zéró kamathoz képest (Q szabályozás¹⁴ miatti kamattilalom okán) tudtak az 1%-ot elérő vagy azt meghaladó hozamokkal hozamelőnyt biztosítani, és ezért széles körben versenyképessé válni a látra szóló betétekkel szemben.

Az éven túli lejáratok csak a biztosítók és vagyonkezelő leányvállalatai által kibocsátott megtakarítási termékekre jellemzőek. Azonban ez a forma a vagyonkezelési termékekben belül (1%-os 2013. év végi részesedésével) csak marginális szerepet töltött be a piacon. A biztosítók megtakarítási termékei által összegyűjtött tőke közvetlenül fektethető pénzügyi eszközökbe, például vagyonkezelő társaságok értékpapírjaiba. A biztosítók az ilyen vagyonkezelési termékekben (WMP) összegyűlt tőkét hitelként is kihelyezhetik fix hozamú befektetési tervek (fixed income investment plan) formájában (FSB, 2015:57). Azonban a biztosító vagyonkezelő leányvállalatának összbefektetéseiben belül csak 30%-ot érhet el ez a fajta fix hozamú befektetési terv. Az ilyen hitelezési tevékenységgel a biztosítók által kibocsátott vagyonkezelési termékek átlagos futamideje hét évre nőtt. Fontos megjegyezni, hogy a hiteltranszformációs folyamat a biztosító által ebben a formában megvalósult, tekintet nélkül annak licencköteles jellegére (Li–Zéman–Li, 2016).

A vagyonkezelési termékek jogi szabályozásának kínai története ismét rámutat, hogy a szabályozás jellege milyen hatással van az árnyékbankrendszer működésére. A 2007–2009-es *pénzügyi válság* hatására (Lentner, 2016) ugyanis a kínai jegybank az állami tulajdonú kereskedelmi bankok körében jelentős *hitelnövelési programba* kez-

dett az úgynevezett *window guidance*¹⁵ segítségével. Az így felfokozott hitelezést 2011-re jelentős mértékben vissza kellett fogni, mert a kötelező tartalékráta 18 hónap alatti tizenkétszeri emelésével egészen a 21,5%-os tőkearányos szintre emelkedett. A növekedő infláció a betétek oldalán a 3%-os kamatszint mellett negatív reálkamatot¹⁶ eredményezett. Ez a környezet hiteloldalról is megteremtette a kedvező alapjait a vagyongazdálkodási termékek előretörésének. Így ugyanis a hitelek kihelyezése helyett az értékesített vagyongazdálkodási termékek befektetéseit is hitel formájában tette kihelyezhetővé a piac hitelésége. A túlzott mértékben megdrágult hitelhez a hagyományos bankrendszerrel az egyébként is alacsony hitelezési volumen mellett működő kvv-szektor már egyre kevésbé tudott hozzáférni. Azonban a kvv-k szívesen vettek fel hitelt a szaporodó vagyongazdálkodási termékek forrásaiból. E közvetítő forma a nagyvállalatok szintjén is megjelent az úgynevezett *entrusted hitelek*¹⁷ formájában. Ebben az esetben az anyacég nyújt hitelt a leányvállalatának a hagyományos bankrendszer képviselőinek közbeiktatásával. Ilyenkor azonban a közvetítő pénzügyintézet csak névlegesen veszi át a forrást az anyacégtől, és szintén csak névlegesen helyezi ki, mint saját hitelt. Így ebben az esetben, a vagyongazdálkodási termékekhez hasonlóan, a bank a túlszabályozásból kifolyólag az ügynök, pontosabban a közvetítő szerepét tölti be. Hasonló konstrukció Magyarországon a tagi kölcsönt kiváltó hitel. A magyarországi üzleti viszonyok között a NAV-ellenőrzés elől térhet ki a társaság tulajdonosa a magánbetét-fedezet mellett nyújtott vállalati hitellel. A pénzügyintézet ugyanis a magánszemély tulajdonában lévő társaságnak nyújt hitelt a magánszemély által elhelyezett betét fedezetére, még hozzá a nemzetközi gyakorlatból ismert *entrusted* hitel esetén megszokott ügynöki/közvetítói szerepben.

A SZABÁLYOZÁSI ARBITRÁZS SZEREPE KÍNA ÁRNYÉKBANKRENDSZERÉBEN

Kínában különösen fontos az úgynevezett szabályozási arbitrázs jelensége. A *szabályozási arbitrázs során az adott tevékenységet üzletszerűen végző jogalanyok a kevésbé szigorúan szabályozott vagy nem szabályozott gazdasági területek igénybevételével élnek*, akár az alkalmazott jogi forma, akár konkrét tevékenység tekintetében. A szabályozási arbitrázs jelensége Kína mellett az Egyesült Államokban is érzékelhető, Európában viszont kevésbé meghatározó. A szabályozási arbitrázs alapvetően két esetben alakulhat ki, mégpedig ha nagyon szigorú a szabályozás, vagy ha a piac fejletlensége miatt bizonyos jelenségek még nem kerülnek a szabályozó látószögébe. Míg az Egyesült Államokban főként az előbbi, addig Kína esetében mindkét tényező megfigyelhető.

A kereskedelmi bankok esetében az Egyesült Államokhoz hasonlóan Kínában is a betéti kamatok szigorú szabályozása példázza leginkább azt a helyzetet, amikor a túlzott szabályozás még egy viszonylag kevésbé szabad tőkepiacon is megtalálja az árnyékbankrendszerben az új és innovatív lehetőséget a piac igényeinek kielégítésére. Itt érdemes megemlíteni, hogy az adószabályok nyújtotta lehetőségek kihasználása is egyfajta szabályozási arbitrázsra tekinthető, amely azonban az adózás igazságosságába vetett hitet jelentősen gyengítheti (Szilovics, 2012:121–122).

Az Egyesült Államokban az 1933-as Banktörvényben (Banking Act of 1933)¹⁸ a jelentős Q szabály által meghatározott kamatplafon teremtett megfelelő a piaci környezetet a pénzpiaci alapok létrejöttéhez¹⁹ 1971-re. Kínában a vagyonkezelési termékek széles körű elterjedésének az alapja a hasonlóan limitált, 3%-os kamatplafon²⁰ által determinált szabályozási környezet volt. Ezek a megtakarítások, ahogy említettük, a kínai gazdaságban olyan – jellemzően éven belüli – formák, melyek hasonló piaci igényeket elégítenek ki, mint a pénzpiaci alapok az Egyesült Államokban. A vagyonkezelési termékekről kiállított kötelezvényt csak a megtakarítási termékek 37%-ában (Awrey, 2015:30) garantálják a bankok, a fennmaradó közel kétharmados részben azonban a vagyonkezelési termékek mögött nincs semmiféle pénzügyi intézményi garancia, ahogy *nincs befektetővédelmi vagy jegybanki intézményi garanciarendszer sem*. Azonban az eddigi nemfizetés esetén a kínai kormány beavatkozott (Awrey, 2015:34), például 2012-ben a Huaxia Bank Co. és Citic Trust Co. esetében (Hong, 2014), a befektetők és a piac védelmében. Ezért minden ilyen vagyonkezelési termék és ahhoz hasonló megtakarítási termék – például a betétek – mögött is egyfajta szóbeli jegybanki garanciát feltételeznek a befektetők.

Fontos hangsúlyozni, hogy *Kínában nem működik betétbiztosítási és/vagy befektetővédelmi rendszer* (Awrey, 2015:21), bár már 2013-ban a kínai jegybank a legfontosabb prioritások között említette egy betétbiztosítási rendszer létrehozását (PBOC, 2013). A betétesek kártalanítását a bankcsődök esetében is az állam vállalta fel 2015-ig (Awrey, 2015:26).

Ezzel összefüggésben érdemes külön kiemelni azt a hasonlóságot is, amely az Egyesült Államok központi bankja, a Federal Reserve System (Fed) és a kínai jegybank gyakorlata között tapasztalható. A Fed is hasonló szerepet töltött be a nagy pénzintézetek számára a 2007–2009-es pénzügyi válságot követően azzal, hogy végső menedékként kimentette a bajba került pénzintézeteket, ahogy már megtette 1989-től több alkalommal is. Erre az utolsó menedék hitelező (lender of last resort) szerepre egy külön fogalom is született, mégpedig az úgynevezett *Fed put* vagy *Greenspan put*.²¹

A magyar gazdaságban az állam hasonló szerepet játszott a befektetők védelmében, bár a *betétbiztosítási és befektetővédelmi alap* a magyar gazdaság esetében korlátozta az ilyen jellegű visszaélések kártérítési mértékét, 100 000 eurónak megfelelő forint értékhatár erejéig biztosítva védelmet a megtakarítók számára. A Quaestor Csoport és a Hungária Értékpapír Zrt. esetében azonban az előbbi – nagyobb összegű, 100 000 euró – összegnek megfelelő kárpótlást határozott meg a jogalkotó, ami a Fedhez és a kínai jegybankhoz hasonló kiemelt védelmet feltételez. A magyar jogalkotó megközelítésében is a végső menedék szerepét vállalta fel az állam, hiszen *a befektetők a magasabb hozam érdekében vállaltak többkockázatot*, de tették ezt a kockázat-hozam arány megfelelően alapos mérlegelése nélkül. A média felelőssége sem hagyható figyelmen kívül abban, hogy e befektetők jelentős része döntése meghozatala alkalmával feltételezte a betétbiztosítási rendszer által nyújtott magasabb szintű kárpótlás lehetőségét az értékpapír kibocsátóira vonatkozóan is.

Visszakanyarodva a szabályozási arbitrázs kínai hatásaihoz, arra is rá kell világítani, hogy a kínai árnyékbankrendszer mennyiben speciális, és a gazdasági sajátosságok milyen működési kereteket irányoznak elő. Egyrészt Kínában a kormányzat szigorúan szabályozza a kereskedelmi banki tevékenységet, másrészt a gazdaság tőkeigénye

az elmúlt húsz évben exponenciálisan növekedett az évi 8-10% gazdasági növekedés mellett. A központi forráselosztás,²² ha a piaci elveket figyelembe is veszi, alapvetően a *nagyberuházások látványos támogatására* helyezi a hangsúlyt, mint a pekingi olimpiai játékok, a hadiipari fejlesztések, a nagy környezetátalakító és energetikai beruházások, valamint külföldi befektetések és beruházások gazdasági expanziós jelleggel. Ezzel párhuzamosan, kevesebb forrás jut a belföldi kkv-szektor fejlesztésére, amely ennek ellenére dinamikusan növekszik, és e növekedés finanszírozásához jelentős forrásokat igényel. A bankrendszer a szigorú szabályozási környezet következtében – más indítással, de legalább olyan vehemenciával – igyekezett kialakítani az *alternatív finanszírozás* lehetőségeit, mint az Egyesült Államokban vagy Európában. Kínában a különbség az volt, hogy amíg az amerikai és az európai bankrendszer inkább a lakosság fogyasztási és tőzsdei (vagy derivatív²³) befektetési igényeit hitelezte, addig Kínában (valós) reálgazdasági beruházások finanszírozására került sor.

A kínai pénzügyi rendszer esetében fontos kiemelni azt is, hogy egyfajta *háromszintű bankrendszer* (Awrey, 2015:21) alakult ki a kontinensnyi országban. A hagyományos vagy formális (licenchez kötött) bankrendszerben az állam tulajdonosi szerepe 1978 óta fokozatosan csökken, azonban továbbra is elmondható, hogy bár állami pénzügyi intézetek versenyeznek részben magán- és állami/önkormányzati kézben vagy teljes magántulajdonban lévő pénzügyi intézetekkel, az állam szerepe mégis meghatározó a bankrendszerben. Amennyiben ugyanis figyelmesen vizsgáljuk a bankrendszer egészét, úgy észrevehető, hogy a *három állami, a gazdaságpolitikai célokra létrehozott pénzügyi intézet*²⁴ mellett az öt, részben állami tulajdonú bank²⁵ együttesen több mint 55%-os piaci részesedéssel rendelkezett a bankrendszeren belül 2011-ben is (Awrey, 2015:25).

A részlegesen állami tulajdonban álló öt pénzügyi intézetből négy – annak ellenére, hogy a részvényeik a tőzsdére kerültek – többségi állami tulajdonban maradt, így a vezető tisztségviselők kijelölési joga is a többségi tulajdonosnál (vagyis az államnál) maradt. E tulajdonosi struktúrára alapozva helytállónak tűnik a következtetés, miszerint a részben állami tulajdonú pénzügyi intézetek is a gazdaságpolitikai célokat megvalósító állami bankokhoz hasonló üzleti stratégiát valósítanak meg, amely az állam közvetlen vagy közvetett irányításával megy végbe. A fennmaradó öt bankcsoport-kategóriából a csoportszinten legnagyobb, a részvénytársasági forma is csak 16%-os részesedést tudott elérni (Awrey, 2015:24). A városi és mezőgazdasági bankok a jóval alacsonyabb – 10-20 százalék mértékű – tőkekövetelmény ellenére sem tudtak jelentősebb piaci részesedést elérni.²⁶ Ez azért is különös, mert e pénzügyi intézetek a lehetőségeikkel ágazati szinten voltak képtelenek élni. Térnyerésük hiánya pedig szintén az árnyékbankrendszer növekedési lehetőségeit erősítette. A külföldi bankok leányvállalatainak 2 százalék alatti piaci részesedése (Awrey, 2015:24) a külföldi pénzügyi intézetek működésének gazdaságpolitikai szintű korlátozására utal. A külföldi bankok versenyképességéhez nem járul hozzá a kínai banktörvény ama rendelkezése sem,²⁷ amely szerint a kereskedelmi banki tevékenység engedélyezésekor a tárgyi és személyi feltételek mellett egyéb raciónális feltételek teljesülését is vizsgálja az Államtanács bankszabályozási szerve. Ezzel nemcsak lassíthatja az egyébként is lassú²⁸ – jellemzően fél évig is elhúzódó – engedélyezési eljárást, de a szubjektív feltételrendszer alapján el is utasíthatja a kérelmeket,

függetlenül az objektív – tárgyi és személyi – feltételek teljesülésétől. Jelenleg ez a tény is a nemzetközi verseny hiányát jelzi a kínai pénzügyi szektorban, ami azonban szintén az árnyékbankrendszer növekedési lehetőségeinek kedvezett.

ÖSSZEFOGLALÁS

A kínai árnyékbankrendszer működése a GDP-arányos magas érték miatt számos külföldi és kínai szakértő figyelmét felkeltette. A kínai jegybanki vezető figyelemfelhívása azonban éppen a sikeres intézkedések pozitív eredményének közlésével esett szinte egy időpontra. Így a szerzők arra keresték a választ, hogy milyen speciális tényezők jellemzőek a kínai árnyékbankrendszerre, és azok mennyiben nehezítik vagy éppen könnyítik a szabályozó- és a jogalkalmazó hatóságoknak az árnyékbankrendszert csökkentésére irányuló erőfeszítéseit. Kínában kevésbé valószínű, hogy olyan volumenű értékpapírosítási és tőzsdai derivatív kereskedési hullám jelentkezne, amely nemzetközi szinten az összes piac működését drámaian befolyásolhatja. Másfelől a szabályozási arbitrázs átütő szerepe annál szembeötlőbb, minél koncentráltabb egy gazdasági tér szabályozási és politikai struktúrája. Kína esetében ez a koncentráció jóval magasabb, mint a nyugati típusú kapitalista berendezkedéssel – és az ahhoz járuló, organikus fejlődő gazdasági jogrendszerrel – bíró államoké és föderációké (Egyesült Államok és Nyugat-Európa országai). Emiatt a szabályozási arbitrázs a pénzügyi innováció különösen erőteljes jelenlétére utal, és megkérdőjelezi azt is, hogy a 21. század globális gazdasági berendezkedésében létezik-e egyáltalán olyan mértékű politikai és szabályozási központosítás-modell, amely meg tudja akadályozni a fennálló szabályok kijátszását, esetleg megkerülését.

Azonban a kínai gazdasági és pénzügyi vezetés nemcsak felismerte az árnyékbankrendszer súlyát, de szerepének megfelelően kiemelten is kezeli azt. Ennek hatására az árnyékbankrendszer súlya a kínai pénzügyi rendszeren belül, többéves küzdelem hatására, csökkenni kezdett 2017-ben. Ezzel láthatóvá vált az a tény, hogy a kínai vezetés a gazdaság e kifejezetten – jellegéből eredően – nehezen „megfogható” és szabályozható részét is kontroll alá tudta vonni. Ezzel a korábban akár még megalapozottnak is tűnő félelmek ellenére a bizalom tovább nőhet a kínai pénzügyi rendszerben. Ez különösen éppen napjainkban lehet ismét fontos, amikor a kínai bankrendszer a korábban a külföldiek számára nem elérhető szereplőibe történő befektetéseket tervezi megnyitni a külföldi befektetők számára.

JEGYZETEK

- ¹ Az írás az Emberi Erőforrások Minisztériuma ÚNKP-17-4-IV. kódszámú Új Nemzeti Kiválóság Programjának támogatásával készült.
- ² A Kínai Bankfelügyeleti Bizottság (Chinese Bank Regulatory Commission, CBRC) a Financial Stability Board (FSB) tagjaként, megalakulásától részt vett a testület munkájában.
- ³ A mérlegen kívüli tevékenység (off-balance sheet activities) olyan üzleti tranzakciók összessége, melyek esetében a számviteli elvek és a pénzügyi szabályozás lehetővé teszik, hogy a pénzintézet a saját tevékenységeitől elkülönítve kezelje azokat. Ennek megfelelően, a pénzügyi jelentésében mérleg- és eredmény-

kimutatásában sem kell megjelenítenie e tranzakciókat, így az esetleges veszteségek sem csökkentik az eredményt. Pénzügyi tevékenységek esetében fontos külön kiemelni, hogy más szabályozás vonatkozik rájuk, ezért esetükben nem szükséges tartalékot képezni, de nem részesülnek a betétvédelemben, és a jegybanki pénzügyi segítségnyújtás lehetősége sem áll fenn rájuk nézve.

⁴ A vagyonkezelési termék (Wealth Management Product, WMP) egy olyan kollektív megtakarítási forma, mely többségében egy meghatározott összeg feletti belépés esetén érhető el (jellemzően 50 és 100 ezer CNY, mely 8 ezer és 16 ezer USD közötti összegnek felel meg), és melynek esetében kötelezvény kiállítása szavatolja a befektetett tőke visszafizetését.

⁵ A billió az angol trillion számtani mennyiség megfelelője, amely ezermilliárd egységnyi értékkel egyenlő.

⁶ Lásd a Kínai Államtanács (Chinese State Council) az árnyékbankrendszer megerősítésére hozott néhány intézkedése (a 107. számú szabályozás) dokumentuma alapján.

⁷ Az internetalapú finanszírozási formákat jellemzően pénzintézet útján bonyolítják le. A pénzintézetnél vezetett számlára gyűlnek a forrásgyűjtő (crowdfunding) hitelviszonyt megtestesítő (debt) követelések és részvényjellegű (equity) befektetések ellenértékei. A hitelezést lebonyolító P2P- (peer to peer) finanszírozás is jellemzően egy pénzintézet útján valósul meg.

⁸ P2P (peer to peer) felhasználó és felhasználó közötti közvetlen hálózat. Az internet és a számítógépes hálózatok fejlődésével jött létre. Az egyes felhasználók megosztják erőforrásaikat, és egyenjogú partnerként vesznek részt a hálózat működtetésében. Az első ilyen rendszer a Napster, a zenei file-ok file-megosztó archetípusa volt.

⁹ Földalatti bankok a licenccel nem rendelkező, de kereskedelmi banki jellegű tevékenységet végző szervezetek. Kínában a jellemző formája a család és barátok megtakarításait összegyűjtő hui, ami annyit jelent: összejönni. Ez egyfajta nem hivatalos hitelszövetkezet, ami aztán a megtakarításokat kihelyezi az ismeretségi körben. Vezetője a dong. Esetenként egy-egy étteremben egy vacsora mellett beszélnek meg a hitelkérelmeket, és választanak új vezetőt, a hui dongot. A földalatti bankok két-háromszor akkora kamatok mellett hiteleznek, mint az állami bankok. Alacsony a nemfizetési ráta, hiszen a szerződő felek ismerik egymást.

¹⁰ A Kínai Társadalomtudományi Akadémia (Chinese Academy of Social Sciences) az első és legszélesebb körű tudományos kutatószervezet Kínában. 1977-ben alakult, öt osztálya van, és 3200 tudós dolgozik a 35 kutatóintézetében. Kína legfőbb állami szervével, az Államtanáccsal együttműködve végzi munkáját.

¹¹ Allokáció, mint az elosztás és hozzáférés módja, a megtakarítások gyűjtése és befektetéssé történő átalakítása során egyaránt fontos szerepet tölt be azzal, hogy meghatározza a résztvevők körét a különböző gazdaság (politikai) szempontok figyelembevételével.

¹² A szabadságfok a növekvő mértékű eltérési sávra vonatkozik, mert egyébként a törvényi szabályozás a sávtól való eltéréstől a legmagasabb összegű büntetéssel kíván elrettenteni. (Lásd a Népi Kína Elnökének 11. rendelete. A Kínai Népköztársaság bankszabályozásról és felügyeletről szóló törvénye (The People's Republic of China Law on Regulation and Supervision). Jóváhagyta a 10. Népi Nemzeti Gyűlés Állandó Bizottságának 6. ülészakán, 2003. december 27-én, kihirdetésre került és hatályba lépett 2004. február 1-jén. A Kínai Népköztársaság bankszabályozásról és felügyeletről szóló törvénye. 45 cikk, 4. bekezdése.

¹³ Befektetési instrumentum bármely jellemzően értékpapírformában, de betét- és egyéb formában is elérhető megtakarítás gyűjtőfogalma.

¹⁴ Q szabály (Q regulation): Az 1933-as Glass–Steagall-törvény (Glass-Steagall Act) részeként a Q szabályozásban megtiltotta a kereskedelmi bankoknak a kamat fizetését a betétek és látra szóló számlaegyenlegek után.

¹⁵ A window guidance keretében a Kínai Népköztársaság jegybankja negyedévente ad iránymutatást a hitelezendő ágazatok és kihelyezendő új hitelmennyiség nagyságáról a bankrendszer számára *Negyedéves Monetáris Politikai Jelentésben* (*Quarterly Monetary Policy Report*). Az iránymutatás hatékonysága változó, 2009-ben az iránymutatásban előírányzott 4,6 billió CNY hitelkihelyezési célt 5 billió CNY-vel túlteljesítették.

¹⁶ A reálkamat a szerződésben vagy értékpapíron szereplő nominális kamatláb és az infláció különbsége. Ha egy betét nominális kamata évi 2,5% és az infláció 1,2%, akkor a reálkamat 1,3%. Negatív reálkamat jellemzően magas inflációs környezetben alakul ki, amikor a piaci várakozások az infláció csökkenését vagy stagnálását jelzik előre.

- ¹⁷ Az entrusted hitel vagy trust jellegű hitel olyan hitel, ahol külső megbízott (közvetítő) részvételével valósul meg a hitelügylet.
- ¹⁸ Az 1933-as Banktörvény (Banking Act of 1933) 217. részének 12. fejezetében megtiltotta a kereskedelmi bankoknak, hogy kamatot fizessenek a látra szóló – tehát le nem kötött bankkegyenlegek – után, és korlátozta a kamat mértékét a különböző betéti konstrukciókra vonatkozóan azért, hogy a kereskedelmi bankok a mezőgazdaságot finanszírozzák, és ne a nagy pénzintézetek helyezzenek ki betéteket (kockázatmentesen) az összegyűjtött megtakarításokból. Az intézkedés egyrészt az erős betéti kamatra koncentrált piaci verseny megelőzését célozta, másrészt gazdaságpolitikai célokat próbált megvalósítani a betéti kamatok szabályozása által. A jogalkotó döntését azzal indokolta, hogy meg kívánta előzni ama eseménysorozat megismétlődését, amely az 1929–33-as nagy gazdasági világválság során számos bank csődjéhez vezetett az Egyesült Államokban. Ez a szabályozás egészen 2010. július 21-ig, a *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* hatálybalépéséig állott fenn.
- ¹⁹ Az első pénzpiaci alap az Egyesült Államokban 1971-ben jött létre The Reserve Fund néven. Az 1940-es, a Befektetési társaságokról szóló törvény hatálya alatt az Értékpapír- és Tőzsd felügyelet (Securities and Exchange Commission, SEC) felügyelete mellett, kifejezetten azt a célt szolgálta, hogy megkerülve a Q szabályozást, a látra szóló megtakarításokra is tudjon kamatot fizetni, nem betét, hanem értékpapír formájában.
- ²⁰ A Kínai Népköztársaság törvénye a kereskedelmi bankokról (Law of People’s Republic of China on Commercial Banks). Elfogadta a 13. Kínai Népi Kongresszus Állandó Bizottsága 1995. május 10-én, és hatályba lépett 1995. július 1-jén. 31. §.
- ²¹ A Greenspan put néven elhíresült fogalom egy gazdaságpszichológiai jelenséget ír le. A put egy olyan eladási opció (angolul put option), amely lehetőséget biztosít arra, hogy áresés esetén korlátozza a további veszteséget azzal, hogy a tulajdonosának joga van egy előre rögzített áron értékesíteni a szerződés tárgyát képező terméket. Ebből ered a fogalom magyarázata, mert a Fed is megakadályozza a további áresést a pénzügyi piacokon a sorozatos beavatkozásaival. Ezzel a profitok privatizálása és a veszteségek társadalmi szintű szétterítése valósult meg, mert a sikeres ügyletek nyeresége a befektetési és kereskedelmi bankoknál maradt, a jelentős veszteséget okozó válságok költségei viszont már az adófizetőket terhelték, a költségvetés forrásait megterhelve, az állami segítségnyújtása során, társadalmi szinten szétterítve a költségeket. Így történt ez az Egyesült Államok 1986–89-es takarékszövetkezeti válsága (Savings and loans crisis 1986–89), az öbölháború (1990–1991), az 1994-es mexikói válság (tequilaválság néven is közismert valutaválság), az délkelet-ázsiai valutaválság (1997–1998), a dotkom krízis (2000–2001) és a másodlagos jelzálog-hitelezési válságot (2007–2008) követő globális pénzügyi válság során is. 2006-tól azonban már gyakorlatilag Bernanke putról beszélhetünk. Ettől az évtől ugyanis Ben Bernanke töltötte be a Fed elnöki tisztét 2014-ig. Azonban a Bernanke put fogalom helyett az erkölcsi kockázat (moral hazard) definícióját használja a közgazdasági szakirodalom, és kiemeli a jegybank szerepét azon esetekben, amikor az eszközárak olyan szintre emelkednek, melyet csak a Fed beavatkozása által biztosított kockázati prémium indokol, mert ilyenkor a befektetők arra számítanak, hogy a Fed – mint jegybank – beavatkozása stabilizálja az árakat.
- ²² Központi forráselosztás során az állam meghatározott – jellemzően (gazdaság)politikai – célok mentén, egy intézményből irányítva végzi a források elosztását a piac szereplői között. A központi elosztás alternatívája a decentralizált forráselosztás, amikor a felmerülő igények szintjén döntenek a források elosztásáról, az alternatív igények közül választva.
- ²³ Derivatív (vagy más néven származtatott) befektetés során a befektető egy olyan instrumentumot vásárol, melynek árfolyama a mögöttes termék árfolyammozgásától függ. Ezért a mögöttes termék árfolyamváltozása szerint változik az úgynevezett derivatíva – vagyis a származtatott eszköz – árfolyama is. Ha tőkeáttételt is tartalmaz a derivatív ügylet, akkor a tőkeáttétel nagyságának megfelelően a származtatott eszköz árfolyama a mögöttes eszköz árfolyamváltozásának többszörösével is változhat.
- ²⁴ A három gazdaságpolitikai cél megvalósítására létrehozott pénzintézet a Kínai Agrárfejlesztési Bank (Agricultural Development Bank of China), a Kínai Fejlesztési Bank (Development Bank of China) és a Kínai Export-Import Bank (China Exim Bank).
- ²⁵ Részben állami tulajdonú kereskedelmi bankok (partially state-owned ‘commercial banks’) a Kínai Mezőgazdasági Bank (Agricultural Bank of China), a Kínai Bank (Bank of China), a Kommunikációs Szféra

Bankja (Bank of Communications), a Kínai Építőipari Bank (China Construction Bank) és a Kínai Ipari és Fejlesztési Bank (Industrial and Commercial Bank of China). 1999-ben és 2004–2005-ben 1,4 billió CNY bankkonszolidációs csomag keretében a négy többségi bank (a fentiek a Kommunikációs Szféra Bankja kivételével) rossz hiteleinek a bankok mérlegéből való eltávolításával egyértelművé tette az állami támogatás szerepét.

- ²⁶ Lásd Law of the People of Republic of China on Banking 1995. május 10. Elfogadta a 8. Nemzeti Népi Gyűlés Állandó Bizottsága 1995. május 10-én. Kihirdette 1995. május 10-én a Népi Kína elnöke, és hatályba lépett 1995. július 1-én. A Kínai Népköztársaság Banktörvénye. 13. cikk.
- ²⁷ A Kínai Népköztársaság törvénye a bankokról (1995. május 10.). Elfogadta a 8. Nemzeti Népi Gyűlés Állandó Bizottsága 1995. május 10-én. Kihirdette 1995. május 10-én a Népi Kína elnöke, és hatályba lépett 1995. július 1-jén. A Kínai Népköztársaság Banktörvénye. 12. cikk.
- ²⁸ A Népi Kína Elnökének 11. rendelete. A Kínai Népköztársaság bankszabályozásról és felügyeletről szóló törvénye. Jóváhagyta 10. Népi Nemzeti Gyűlés Állandó Bizottságának 6. ülészakán 2003. december 27-én, kihirdették és hatályba lépett 2004. február 1-jén. A Kínai Népköztársaság Bankszabályozásról és felügyeletről szóló törvénye. 22. cikk 1. bekezdése szerint: az újonnan alapítandó pénzintézet engedélyezéséről a bankfelügyeleti hatóságnak, az Államtanáccsal egyeztetve, a kérelemhez szükséges dokumentumok kézhezvételét követő hat hónapon belül kell döntést hoznia.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Awrey, Dan (2015): Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System. *Cornell International Law Journal*, Vol. 48, No. 1, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2381171>.
- Bloomberg (2017): China's Shadow Banking Halts as Regulation Bites, Moody's Says. *Bloomberg*, www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-06/china-s-shadow-banking-halts-as-regulation-bites-moody-s-says.
- FSB (2015): *Peer Review of China. Review report*. Financial Stability Board, 13 August, www.fsb.org/wp-content/uploads/China-peer-review-report.pdf.
- Gao, Simin – Wang, Qianyu (2014): Chasing the Shadow in Different Worlds: Shadow Banking and Its Regulation in the U.S and China. *Manchester Journal of International Economic Law*, Vol. 11, No. 3, 421–458.
- Hong, Shen (2014): China's Shadow-Banking Boom is Over. Tighter Government Rules, Jump in Stock Market Curb Informal-Lending Sector. *The Wall Street Journal*, December 23, www.wsj.com/articles/china-shadow-banking-growth-slows-1419370402.
- Lentner Csaba (2016): A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre. In: *A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban. Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés*. Szerk. Auer Ádám, Papp Tekla, Nemzeti Közsolgálati Egyetem, Budapest, 45–84.
- Lentner Csaba – Zéman Zoltán (2017): A pénzügyi válság bankszabályozási kontroll elveinek meghatározóbb történeti elvei. *Európai Jog*, 17. évf., 1. sz., 8–13.
- Li, Maohua – Zéman Zoltán – Li, Jing (2016): A vállalatok társadalmi felelősségvállalásának hatása a kínai gazdasági fejlődésre. *Pénzügyi Szemle*, 61. évf., 4. sz., 512–527.
- PBOC (2013): *China. Financial Stability Report 2013*. Financial Stability Analysis Group of the People's Bank of China.
- Szilóvics Csaba (2012): Az igazságosság elveinek érvényesülése a természetes személyek adóztatásában. *Jura*, 18. évf., 1. sz., 119–126.
- Zhu, Grace (2013): Chinese Think Tank Puts Shadow Banking at 40% of GDP. *The Wall Street Journal*, October 9, <https://blogs.wsj.com/chinarealtime/2013/10/09/chinese-think-tank-puts-shadow-banking-at-40-of-gdp/>.