

A nemzetközivé válás kihívásai a kínai fizetőeszköz szempontjából*

Gerőcs Tamás

A cikk a kínai renminbi (jüan) nemzetközi használatának elterjedését vizsgálja, különös tekintettel a nemzetközi pénzügyi rendszer multipolarizációjára és arra, hogy egy új fizetőeszköz elterjedése a nemzetközi pénzügyi forgalomban hogyan befolyásolja a kis, nyitott gazdaságok (pl. a magyar) külső finanszírozási lehetőségeit. A szerző a kínai renminbi (jüan) elterjedése kapcsán két lehetséges forgatókönyvet vázol, és a nemzetközi pénzügyi rendszer egészének fejlődése szempontjából arra mutat rá, hogy a következő években meghatározó lesz az, hogy a kínai gazdaságpolitika melyik modell irányába mozdul el, s vezet-e esetleg út az egyikből a másikba.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G28, G15, H12, H63, N25

Kulcsszavak: renminbi (jüan), hegemonia, multipolaritás, nemzetközi pénzügyi rendszer, konvertibilitás

A dollár nemzetközi tartalékdevizaként szolgáló kvázi monopóliuma az Egyesült Államok gazdasági súlyvesztésével párhuzamosan halványul, és mint arra *Camparella (2014)* felhívja a figyelmet, a nemzetközi pénzügyi rendszerben egy elnyújtott multipolarizációs folyamat megy végbe, amelynek során a nemzetközi fizetési forgalomban és a pénzügyi elszámolásokban a dollár relatív súlyvesztésével párhuzamosan egyre inkább elterjednek az alternatív devizák: a világgazdaságban zajló regionalizálódásnak megfelelően egyfajta pénzügyi regionalizáció is megfigyelhető (*Gerőcs 2016; Feenstra 1998*). Az tehát, hogy milyen irányba fejlődik a nemzetközi pénzügyi rendszer, nagyban függ a világgazdaságban zajló változásoktól. Írásomban arra a kérdésre keresem a választ, hogy e világgazdasági folyamatok közepette a kínai fizetőeszköz, a renminbi (jüan)¹ nemzetközi használatának elterjedése hogyan hat vissza a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésére.²

A renminbi konvertibilitása, vagyis szabad hozzáférhetősége a nemzetközi tranzakciókban 1996 óta van folyamatban, de a nemzetközi fizetési mérleg részét képező

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

Gerőcs Tamás az MTA KRTK Világgazdasági Intézetének tudományos segédmunkatársa.
E-mail: gerocs.tamas@krtk.mta.hu.

A kézirat első változata 2016. november 21-én érkezett szerkesztőségünkbe.

¹ A kínai fizetőeszköz hivatalos elnevezése a renminbi, mértékegysége a jüan.

² A Kínai Népköztársaság gazdasága az IMF által használt vásárlóerő-paritáson számolt GDP alapján 2015-re utolérte az amerikai gazdaság méretét, 2009 óta pedig a világ legnagyobb exportőre (*Medeiros da Silva 2016:2*).

tőkemérleg-liberalizáció még ma sem teljes³. A konvertibilitás és a nemzetköziesedés ugyanakkor egymást csak részben átfedő folyamatok. A szakirodalomban vita van arról, hogy egy csupán „részben konvertibilis” fizetőeszköz mennyiben vehet át globális pénzfunkciókat, a korábbi tapasztalatok alapján ugyanis a nemzetközi használat a konvertibilitás szükséges, de nem elégséges feltétele (*Ausch 1969:162; Eichengreen – Kawai 2014: 16 – 18; Subacchi – Driffil 2010; Laurenceson – Ki Tang 2005*).

A renminbi a regionális tranzakciókban mára az egyik legfontosabb elszámolási eszközzé vált, és ha ez a folyamat a teljes konvertibilitás felé mozdulna el, akkor a renminbiből a következő években nemzetközi kulcsvaluta, világpénz válhatna. E felvetés már csak azért sem érdektelen, mert a kínai kereskedelmi hálózatoktól viszonylag távoli Kelet és Közép-Európában is egyre több kormány tervezi például megújuló adósságát renminbiben denominálni.

A kínai jegybank (*People’s Bank of China*, PBOC) nem véletlenül 2009-ben, az amerikai jelzálogpiacról kiinduló világgazdasági és pénzügyi válság kirobbanását követően hirdette meg a renminbi (jüan) „nemzetköziesedésének” politikáját, s lépéseket téve a konvertibilitás irányába, felgyorsította a tőkemérleg liberalizációját (*Cohen 2012*). A továbbiakban vizsgálom a jüan elszámolási funkcióját a nemzetközi kereskedelemben, a tartalékolási funkciót a jegybanki devizaszámlák esetében, illetve a nemzetközi pénzügyi tranzakciókban (mint a közvetlen tőke- illetve portfólió-befektetésekben) megjelenő szerepét elemzem. Ez utóbbi érinti a tőkemérleg-műveleteket, ezáltal pedig a konvertibilitás kérdését, míg az első két funkció a folyó fizetési mérleghez kapcsolódó műveleteken keresztül inkább a nemzetközi fizetési forgalomban történő használathoz kapcsolódik⁴.

1. A jüan a nemzetközi kereskedelemben

A renminbi (jüan) elszámolások részesedése a kínai külkereskedelemben 2010 óta dinamikusabban növekszik. Míg a jüanban denominált tranzakciók részesedése 2010 első negyedévében alig érte el a teljes kínai külkereskedelmi forgalom 0,5 százalékát, 2014-re ez az arány a SWIFT/Bloomberg adatai szerint meghaladta a 35 százalékos értéket (*Zhang – Tao 2014*). Mivel Kína súlya a nemzetközi kivitelen folyamatosan

³ Konvertibilitáson azt a jogot értem, amely szerint egy ország pénzének birtokosa azt piaci árfolyamon más konvertibilis valutára bármikor szabadon átválthatja. A konvertibilitásnak azonban vannak fokozatai: teljes konvertibilitásról akkor beszélünk, ha az kiterjed a fizetési mérleg minden tételére, beleértve a folyó fizetési és tőkeforgalmi tételeket is. Korlátozott a konvertibilitás, ha az a folyó fizetési mérlegben szereplő műveletekre korlátozódik. Megkülönböztethetünk továbbá külső és belső konvertibilitást, amennyiben a korlátozás csak a devizabelföldi vagy csak a devizakülföldi tulajdonosokra vonatkozik. Jegybanki konvertibilitásról akkor beszélünk, ha kizárólag a jegybankok közötti forgalomban érvényesül maradéktalanul a szabad átváltás (*Ausch 1969:144*).

⁴ Utóbbi kapcsán érdemes megjegyezni, hogy az IMF 2016. októberi hatállyal újrasúlyozta a nemzetközi elszámolási egységként használt SDR-kosár devizaarányát, amibe először került be a renminbi (jüan) is. A 2020-ig tartó finanszírozási periódusra a maga 10,9 százalékos súlyával a dollár (41,7 százalék) és az euro (30,9 százalék) után a harmadik legfontosabb devizatag az SDR-kosárban.

emelkedik, ezért mindennek számos hatása van a nemzetközi elszámolásokban is. A jüanszámlák elterjedésének dinamikájából az látszik, hogy a 2009-es válság fordulópontra jelentett. Ennek oka, hogy a globális likviditási válságban Kína külkereskedelmi partnerei nem jutottak hozzá megfelelő mennyiségű dollárhoz (*Eichengreen – Kawai 2014:18*). A válság által leginkább sújtott hónapokban a bankok leállították a kifizetéseket, így nem lehetett megfelelő mennyiségű hitelhez jutni a kereskedelmi tranzakciók lebonyolításához. Mindez súlyosan érintette a kínai exportot, hiszen az ország hagyományos felvevőpiacai lényegében forrásszűkébe kerültek, nem tudtak nemzetközi számlákat dollárban kiállítani. Az exportpiacok beszűkülése miatt a globális válság erősen érezte hatását a merkantilista növekedési modellt követő Kínában. Emiatt a kínai kormány és a jegybank válságkezelésének egyik első intézkedéseként likviditást biztosítottak a fontosabb kereskedelmi partnereknek. Kína ugyanakkor nem akarta saját devizatartalékait korlátlanul a partnerek rendelkezésére bocsátani, ezért inkább a renminbi (jüan)-kifizetések és a nemzetközi számlakiállítás terén vezetett be könnyítéseket. 2009-ben öt kijelölt tartományi központ⁵ vállalata kapott különleges engedélyt arra, hogy az ASEAN-irányú kereskedelemben jüanban állíthassanak ki és fogadassanak el számlákat. 2010-ben a szabályozást Kína 20 tartományára terjesztették ki, és mára Kína bármely területén működő vállalat nemzetközi kereskedelmi ügyleteihez használhatja saját fizetőeszközét (*Medeiros da Silva 2016:4*). A regionális kereskedelmi integráció szorosabbra fűzése érdekében 2010-ben Kína és az ASEAN tagállamai szabadkereskedelmi megállapodást kötöttek (*Campanella 2014:10*).

A kínai jegybank szerepe ekkortól nő meg igazán a regionális elszámolásokban. Bár még az ACFTA (a Kína és ASEAN országok közötti szabad kereskedelmi övezet) partnerországainak többsége – ahogy maga Kína is – a dollár árfolyamához köti saját devizáját, a legtöbb helyen már tervbe van véve, hogy ha Kína átáll a szabadon lebegő árfolyamrendszerre, akkor a továbbiakban a jüanhoz fogják kötni devizájukat. A cél egy valutakégyő létrehozása a renminbi (jüan) körül, ami a regionális kereskedelmi integrációt kapcsolná össze egy laza kötődésű monetáris együttműködéssel (*Campanella 2014:4 – 11; Eichengreen – Kawai 2014:18*).

A kínai jegybank szerepe tehát fokozatosan növekszik a regionális tranzakciókhoz szükséges likviditás biztosításában. A regionális kereskedelmi integrációt ugyanakkor némi aszimmetria jellemzi. A kínai külkereskedelmen belül a jüan alapú elszámolás főleg az importoldalra jelentkezik, a jüanban kiállított számlák 80 százaléka ugyanis a behozatal során keletkezik, míg a kiviteli súly a számlázáson belül csupán 20 százalék. Ennek elsődleges oka, hogy a számlát kiállító vállalatok többsége kínai cég Hongkongban bejegyezve, amelyek csupán papíron exportálják áruikat dollárért Hongkong felé, majd renminbiért cserébe visszaimportálják Kínába (*McCaughey 2011*).

⁵ Guangzhou, Sencsen, Sanghaj, Zhuhai és Dongguan.

2. A jüan a jegybanki tartalékok között

A kínai jegybank erőfeszítése a renminbi nemzetközi használatára megjelenik a jegybankok közötti együttműködésekben is. A PBOC 2008 óta köt bilaterális devizacsere megállapodásokat más államokkal, közvetlenül biztosítva renminbi-forrást a társ-jegybankok számára (Campanella 2014:7). A bilaterális megállapodások devizacsere (devizaswap)-ügyletekre vonatkoznak, vagyis a megállapodásban részt vevő jegybank saját devizáját – a szerződésben meghatározott keretig és időtávra – renminbire cserélheti⁶. Arról egyelőre nincsenek hivatalos statisztikák, hogy hány állam és mekkora mennyiségben hívott le pénzt a létrehozott keretből, ahogy azt sem tudjuk pontosan, hogy a renminbi mekkora arányt képvisel a jegybanki devizatartalékok között⁷. A bilaterális devizacsere-megállapodások viszont nyilvánosak, ennek köszönhetően, ha ezek pontos pénzügyi hatásait nem is, de a PBOC által kötött megállapodások tartalmát nyomon tudjuk követni.⁸ A megállapodások földrajzi kiterjedtsége kevésbé koncentráliódik a dél-kelet ázsiai régióra, sokkal inkább szolgálja a monetáris likviditás széleskörű elterjedését Latin-Amerikától Európán és Oroszországon át Ázsiáig. Az Egyesült Államokkal viszont nincs érvényben ilyen megállapodás, ami a nemzetközi pénzügyi rendszer multipolarizációjával van összefüggésben.

A PBOC által kialakított globális keret teljes mérete nagyjából 500 milliárd dollár, amiből következtethetünk többek között arra, hogy a világ jegybankjainak teljes mérlegfőösszegén belül a renminbi-tartalékok aránya legfeljebb 5 százalékot képviselhet. A legnagyobb kerettel természetesen a közvetlen kereskedelmi partnerek rendelkeznek, így Dél-Korea és Hongkong⁹.

⁶ A bilaterális devizacsere megállapodásban részt vevő országoknak előnyös, hogy saját pénzükért tudnak külföldi árut vásárolni, ami a barterügyletek fontos alternatívája abban az esetben, ha a konvertibilis kulcsvalutából hiány van a pénzpiacokon. Ez volt a helyzet a 2009-es válság idején a dollár likviditás szűke miatt. A konvertibilis devizatartalékkal rendelkező partnernek, ilyen a kínai jegybank, azért érheti meg ilyen bilaterális megállapodást kötni, mert (1) kiterjesztheti saját pénzének nemzetközi használatát, (2) nem kell attól félnie, hogy visszaesik az exportja azokban az országokban, ahol nem áll rendelkezésre megfelelő mennyiségű konvertibilis deviza, (3) saját konvertibilis devizatartalékait kíméli. Hasonló megállapodások voltak érvényben az 1931-es világgazdasági válságot követően, illetve 1945-50 között, amikor a nemzetközi kereskedelem fenntartásához nem volt elég konvertibilis deviza a fizetési forgalomban (Ausch 1969:146–147).

⁷ Az SDR-kosárba kerülést követően hivatalosan is tartalékdevizának számít a jegybanki mérlegben. Ugyanakkor már most is rendelkezésre állnak becslések a jüan mérlegen belüli arányáról, amit a témával foglalkozó számítások alapján a nemzetközi tartalékok kevesebb mint 5 százalékára becsülhetünk.

⁸ Pl. 2013 szeptemberében kötött a Magyar Nemzeti Bank és a People's Bank of China kétoldalú 10 milliárd jüan (1,6 milliárd dollár) névértékű bilaterális devizaswap (devizacsere)-keretmegállapodást. Mint azt az MNB (2013) tanulmánya kiemeli, két szempont miatt is fontos Magyarország számára a BSA: egyrészt elősegíti a két ország közötti kereskedelmi kapcsolatokat további fejlődését, másrészt a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklődését eredményezi. Utóbbival kapcsolatban az MNB arra hívja fel a figyelmet, hogy a jegybankok közötti devizaswap-megállapodások érdemben javíthatják egy ország kockázati megítélését, mert a jegybankok piaci turbulencia esetén könnyen tudnak külföldi devizaforráshoz jutni. Ráadásul a swap-keretmegállapodás pusztá meglete erős elkötelezettséget jelent a külföldi devizát nyújtó jegybank részéről. Forrás: <https://www.mnb.hu/letoltes/kina-swap.pdf>

⁹ 20 milliárd dollárt meghaladó kerettel rendelkezik Oroszország, Kanada, Svájc, Ausztrália, Brazília, Malajzia, Szingapúr és az Egyesült Királyság is. Az Európai Központi Bankkal egy 56 milliárd dolláros keretről történt megállapodás, ami a közösség világkereskedelemben betöltött súlyát tekintetbe véve nem számít nagyknak.

Felmerülhet a kérdés, hogy a PBOC miért bilaterális alapon szervezi meg a renminbi-tartalékolást a jegybankok számára, és miért nem használja ki jobban a multilaterális intézmények nyújtotta lehetőségeket. A kérdés részletesebb kifejtésére a nemzetközi finanszírozással kapcsolatban érdemes kitérni.

3. A jüan a nemzetközi tranzakciókban

Kína a 2001-es WTO-tagsága óta fokozatosan halad a nyitott tőkemérleg felé, amire az ország egyébként kötelezettséget is vállalt. A liberalizációs folyamat ugyanakkor lassúnak és szerkezetileg aszimmetrikusnak tekinthető. *Kawai (2014)* a „tőkemérleg egyszerű konvertibilitásának” (*basic capital account convertibility*) nevezi azt a komplex szabályozói mechanizmust, amelyben a kínai jegybank a folyó fizetési mérleg konvertibilitásán felül egy kvótarendszeren keresztül korlátozott hozzáférést enged a tőkepiachoz, és amiben a renminbiben jegyzett külföldi befektetéseket egyre inkább elfogadja. A kvótarendszer egyik jellemzője, hogy a hosszabb futamidejű (zöld vagy barnamezős) közvetlentőke-befektetéseket (FDI) preferálják a rövidebb távú – részvénypiaci tranzakciókhoz kapcsolódó – portfólió-befektetésekkal szemben. Az FDI kategórián belül emelkedik a renminbiben denominált állomány súlya¹⁰. Utóbbiakat viszont limitáltabban engedélyezi, azon belül is a forrótőke-mozgásokat igyekszik kiszűrni a jegybank. *Kawai (2014)* szerint Kína egyelőre nem törekszik a teljes konvertibilitásra, mert egy gyors és egyoldalú átállás a jelenlegi gazdasági modelljének alapjait veszélyeztetheti. Hosszabb távon inkább az a kérdés, hogy meddig maradhat fenn a csupán részlegesen nyitott tőkemérleg (amelyben néhány portfólió- és egyéb tőkeműveletet engedélyhez kötnék), illetve hogy belátható időn belül létrejön-e a teljes konvertibilitás a fizetési mérleg (azon belül is a tőkemérleg) liberalizációjával. Mint említettem, a nyitás szerkezetét és lefutását a kínai gazdaságpolitika, azon belül is leginkább a kínai jegybank szabja meg¹¹. A kínai gazdaságpolitika egyik alapvető célja a fejlett országokhoz történő felzárkózás. Ennek érdekében a szabályozó igyekszik a nemzetközi vállalatokkal kialakított kapcsolatokon keresztül szélesíteni a kínai cégek hozzáférését a külföldi tőkéhez és a legfejlettebb termelési technológiákhoz.

A kínai szabályozó képes arra, hogy a méretgazdaságossági előnyökből fakadóan szigorú feltételeket támasszon a nyugati tőkebefektetésekkel szemben, ezáltal elősegítve saját vállalatainak a globális értékláncokon belül egyre magasabb szinten történő szakosodását. Ezek a feltételek legtöbbször arra irányulnak, hogy a behozott technológiát a kínai gazdasági infrastruktúrába kell ágyazni, ami felgyorsítja a hazai és külföldi vállalatok közötti technológiatranszfert. A gazdaságpolitikai eszközök közül

¹⁰ A renminbiben jegyzett állomány a teljes Kínai Népköztársaság területén befektetett FDI-állomány harmadára nőtt 2014-ben (*Eichengreen – Kawai 2014*).

¹¹ Magánpiaci szereplőknek kisebb a befolyásuk, mint a dollár vagy a font nemzetközi elterjedése kapcsán volt történetileg megfigyelhető.

a legfontosabbak a tulajdon megosztására, például vegyesvállalati kooperációra, illetve a kereskedelmi mérlegre vonatkozó piacvédelmi (importkiegyenlítő), illetve a helyi tartalom arányára vonatkozó előírások (Liu – Dicken 2006). A Kínai Népköztársaság azon kevés országok közé tartozik, amely belső adottságainak köszönhetően megteheti, hogy szigorú feltételekhez köti a külföldi közvetlen tőke beáramlását, hiszen belső piacának mérete mellett az infrastruktúra minősége, például a munkaerő képzettségének foka és árának relatív alacsony szintje világviszonylatban is felértékelte a kínai befektetéseket.

Ugyanakkor a külföldi vállalatok kínai beágyazódása sem mentes az egyensúlytalanságoktól. Mivel itt az állami szabályozásnak van meghatározó szerepe, amit Liu – Dicken (2006:1238) „kötött beágyazódásnak” (*obligated embeddedness*) nevez, a tőkemérleg liberalizációs folyamata során aszimmetria alakult ki. A Kínába irányuló tőkebefektetéseket (*RMB-FDI*) szigorúbb szabályok kötik, mint a kínai tőkekihelyezéseket (*RMB-ODI*)¹². Ugyanakkor a féldoldalas liberalizációt a 2015 végén váratlanul kialakult tőkepiaci pánik, illetve az azt követő, hirtelen megugró tőkekiáramlás megzavarta¹³. Mindez megjelent a kínai fizetésimérleg-adatokban, a tőkekimenekítés például a devizatartalékokat közel 500 milliárd dollárral apasztotta. A kínai gazdaságpolitika számára rendkívül fontos tanulsággal szolgált a tőkemenekülés ilyen váratlan és volumenét tekintve a korábbiaknál jelentősebb hatása, ami a tőkemérleg kiáramlási oldalát érintő további reformfolyamat lassítását, esetleges felfüggesztését, illetve a ki- (*RMB-ODI*) és beáramlás (*RMB-FDI*) szabályainak szinkronba hozatalát vetíti előre.

A külföldi befektetők és értékpapír-kibocsátók számára a renminbi (jüan)-alapú deviza- és kötvénypiaci hozzáférés egyelőre limitált. Mind a részvények, mind a kötvények esetében létezik egy anyaországi (*onshore*) és egy anyaországon kívüli, úgynevezett „tengerentúli” (*offshore*) piac. Az *onshore* és az *offshore* piacok eltérő jogi fennhatóság alá esnek, és a két piacon külön árfolyamjegyzéssel, eltérő árfolyamalakítási szabályok mentén történik a kereskedés és kibocsátás. A jegybanksi szabályozás a belföldi *onshore* piacra vonatkozik, amely kapitalizációját tekintve mindkét értékpapír szegmensében nagyobb – egyben likvidebb és mélyebb - mint az *offshore* piac¹⁴, bár a szereplők többsége jellemzően kínai állami intézmény vagy vállalat. A jegybank mindkét piacon nyíltpiaci műveletekkel beavatkozhat. Az *onshore* piac esetében ez szabályozottan működik az árfolyamsáv védelmében, az *offshore* piacon mérlegelés függvénye.

¹² A renminbi használatát mind a Kínából kiáramló közvetlentőke-befektetések (*Renminbi Outward Direct Investment Scheme*, 2011 januárjában), mind pedig a Kínába beáramló FDI kapcsán (*Renminbi FDI scheme*, 2011 októbere) egy egyszerűsített engedélyezési eljáráshoz kötötték.

¹³ 2015 nyarán a sanghaji tőzsde A-részvényei kapitalizációjuk harmadát veszítették el egy hónap leforgása alatt, aminek hatására a belföldi tőketulajdonosok egy része az anyaországon kívülre, főleg Hongkongba vagy más környező pénzügyi központba mentette át eszközeit.

¹⁴ Az *onshore* piachoz képest az *offshore*-piacon kisebb mértékben állhat rendelkezésre renminbi-likviditás, ami az *offshore* renminbi-árfolyamában (az *offshore* rövid kamatok szintjében és az *onshore-offshore* árfolyam különbségben) is megjelenhet (Ladányi et al. 2016: 6)

A külföldi rezidensek jelenleg nagyobb arányban még csak az *offshore* piacon vannak jelen, bár a 2011 óta bevezetett könnyítéseknek (*RMB-FDI*) köszönhetően látványosan nő a számuk a belföldi piacon is. Az *onshore* piacok továbbra is részben zártak, az itteni tranzakciók engedélyhez kötöttek¹⁵. A konvertibilitás ebben a szegmensben tehát nem érvényesül maradéktalanul, a kínai tőkemérleget érintő műveleteket engedélyhez kötik. Az *offshore* piacon viszont értelmezhető a konvertibilitás: itt a jegybank közvetlen joghatóságán kívül történnek a piaci műveletek, amelyek keretében a magánbefektetők szabadon kereskedhetnek renminbi-eszközökkel a tőzsdén, például Hongkongban. A PBOC biztosítja ugyanakkor ehhez is a megfelelő likviditást azáltal, hogy renminbi-forrást biztosít az adott *offshore* központban működő elszámolóbanknak, ami aztán maga bocsáthat ki renminbi-eszközöket és vezethet renminbi-számlát. Ennyiben áttételesen van befolyása az offshore-piaci likviditásra.

A konvertibilitás kialakítása szempontjából fontosak az *offshore* piacok, hiszen az itteni tranzakciók hatással vannak a csak részben nyitott *onshore* piacokra. Minél közvetlenebb a kapcsolat, akár ha a szabályozás, akár ha a befektetői kölcsönhatásokat nézzük, annál inkább kialakul egy árfolyam-konvergencia a fragmentált piacok között. *Sütő (2016)* szerint például a kötvénypiacok esetében tartós egymás mellett működés figyelhető meg már egy ideje.

A kínai tőkepiaci szabályok harmonizációját, vagyis az anyaországba irányuló tranzakciók fokozatos liberalizációját a részvénytőzsdék esetében tekinthetjük a leginkább előrehaladottnak. A hongkongi és sanghaji tőzsdék a két legnagyobb és legforgalmasabb renminbi-eszközök kereskedését lebonyolító platformok, amelyek között 2014-ben indult meg az összekapcsolódás, amihez 2017-re a sencseni tőzsde is csatlakozik¹⁶. Az integrációval a világ második legnagyobb kapitalizációjú kereskedési felülete fog létrejönni. A „Shanghai-Hong Kong Stock Connect” a kínai tőkepiac megnyitása szempontjából mérföldkőnek tekinthető, ennek keretében ugyanis külföldi intézményi befektetők meghatározott kereten belül elérhetik a belső kínai tőkepiacot. Az összekapcsolással külföldi rezidensek hongkongi brókereken keresztül közvetlenül elérik a sanghaji tőzsdén jegyzett kínai vállalatok A-részvényeit, és fordítva, kínai befektetők is könnyebben kereskednek anyaországi brókereken keresztül a Hongkongban bejegyzett nemzetközi vállalatok H-értékpapírjaival. A tavaly indult integráció közvetlen pénzügyi hatása, hogy az A és a H-részvények árfolyamai közelíteni kezdtek, illetve az egyik tőzsdén zajló pénzügyi folyamatok egyre közvetlenebbül kihatnak a másik piacon forgó vállalatokra is. Ez leginkább a belső kínai tőkepiacot érinti, amely a fokozatos nyitással egyre közvetlenebb módon kerül kapcsolatba a nemzetközi pénzügyi folyamatokkal.

¹⁵ Például a kötvénykibocsátás esetében kínai hitelminősítéssel is köteles ellátni a kibocsátó az értékpapírt.

¹⁶ http://www.portfolio.hu/vallalatok/hamarosan_letrejohet_kina_masodik_legnagyobb_tozsdeje.235888.html

A devizapiacinál is közvetlenebb hozamkonvergencia alakult ki tavaly a két egymás mellett működő kötvénypiacon, a külföldiek által használt, Hongkongban kibocsátott Dim Sum (*offshore*) és a belföldi tőkepiacon forgó, adott esetben szintén külföldi kibocsátótól származó Panda (*onshore*) kötvények között. Az *onshore* piac egyelőre mind befektetői, mind kibocsátói oldalról szűkebb kör számára érhető el, ez ugyanis a zártabb. Az *onshore* piacon főleg kínai állami vállalatok, hitelintézetek, sőt akár állami intézmények vannak túlsúlyban a kibocsátók között. Ezzel szemben az *offshore* kötvénypiacon eddig több volt a nem kínai rezidens kibocsátó. Az első nyugati nagyvállalat, amely Dim Sum-kötvényt bocsátott ki 2010 augusztusában, a McDonald's volt, amely a kínai terjeszkedéséhez szerzett be renminbit Hongkongban.

A két piac közeledése mögötti tendencia a 2011-től kezdődő *onshore* piaci nyitásra vezethető vissza. Az *onshore* piacon egyre több külföldi befektető bocsát ki kötvényeket. 2010 előtt főleg szupranacionális intézmények¹⁷, illetve jegybankok voltak a kibocsátók, de 2011 óta a megfelelő engedéllyel rendelkező intézmények használhatják az *onshore* piacot tőkeemelésre. Ennek köszönhetően folyamatosan nő a külföldi kibocsátók jelenléte a pandapiacon, amivel párhuzamosan az *offshore* piacon csökken a külföldi kibocsátások száma (2015-ben 40 százalékkal csökkent). A szuverén kibocsátók közül Dél-Korea jelent meg elsőként pandakötvénnyel 2015 végén, 2016 nyarán pedig Lengyelország is bejelentette, hogy 450 millió dollár értékben pandakötvény kibocsátására adott megbízást. Bár egyelőre még kisszámúak és alacsony értékűek ezek a kibocsátások, a szuverén pandakibocsátások növekedéséből arra következtethetünk, hogy hosszabb távon a renminbi alapú finanszírozásnak nagyobb lesz a jelentősége az államadósság-kezelésben¹⁸.

4. A válságkezelés

Tanulmányomban kikerülhetetlen a kérdés, hogy miért nem fejeződött be eddig az integráció az *onshore* és az *offshore* devizapiacok között, amivel a renminbi tranzakciók teljesen konvertibilissé válhatnának. A kérdést részben már megválasoltam a gazdaságpolitika felzárkózásra vonatkozó intézkedéseinek bemutatásával. Van ugyanakkor egy másik fontos, a geopolitikai érdekektől sem mentes szempont, ami az utóbbi években a nyitás folyamatát lassította, és ami miatt a tőkemerleget érintő szabályok egy része várhatóan fennmarad még egy ideig.

Bár a 2009-es világgazdasági válság a liberalizálás irányába mozdította el a kínai gazdaságpolitikát, az akkori válságkezelés néhány eleme mégis nem kívánt követke-

¹⁷ A Világbank-csoporthoz tartozó *International Finance Corporation* (IFC) és az Ázsiai Fejlesztési Bank (ADB) voltak az első nemzetközi kibocsátók a 2000-es években (*Sütő 2016:2*).

¹⁸ Érdekes, hogy a magyar kötvénykibocsátás 2016. április 14-én Hongkongban történt 140 millió eurónak megfelelő jelképes összeggel (nagyjából 1 milliárd jüan). A tranzakciót követően a hazai kormányzat azt a jelzést adta le, hogy a befektetők tesztelésére szolgáló kis összegű kibocsátást egy nagyobb követheti a Panda piacon a kínai intézményi befektetők megnyerésére.

ményekkel járt, az azóta hivatalba lépett új kínai kormányt a reformfolyam súlypontjainak átgondolására ösztönözve. 2009 és 2013 között a kínai kormányzat egy 586 milliárd dollárnak (4 000 milliárd jüannak) megfelelő gazdaságélénkítő programot indított, amivel párhuzamosan a jegybank is monetáris lazításba kezdett (csökkentette a betéti és hitelkamatokat, valamint extra likviditáshoz juttatta a bankrendszert). A Teng Hsziao-ping által 1979-ben meghirdetett „Reform és Nyitás” négy évtizede óta a legnagyobb monetáris és fiskális lazítás vette kezdetét. Bár az ország nettó külső pénzügyi pozíciója erős maradt ahhoz, hogy a stimulushoz szükséges forrásokat a mintegy 3 300 milliárd dolláros tartalékból fedezni tudják, ennek ellenére a gazdasági szereplők egy részénél, főleg a bankrendszerben, de részben a háztartások és az önkormányzatok, valamint az építőipari vállalatok körében súlyos pénzügyi egyensúlytalanságok alakultak ki.

A megélénkülő beruházásokon keresztül túlfűtötté vált a gazdaság, amiből számtalan társadalmi és gazdasági feszültség keletkezett. A beruházásokat ugyanis az állami intézményrendszer vertikumain keresztül, állami felügyelettel működő hitelintézetek finanszírozták¹⁹, s javarészt állami építőipari vállalatok hajtottak végre infrastrukturális beruházásokat önkormányzatok megrendelésére. Noha erősen ellenőrzött csatornákon keresztül zajlott a folyamat, mégsem alakult ki az az intézményi visszacsatolás, ami a bankokat a toxikus eszközök felhalmozásától megóvta volna vagy racionalizálni lett volna képes az önkormányzati forráselosztást (Csanádi 2013). Emiatt egy területileg rendkívül egyenlőtlen – a politikai alkuhelyzet által meghatározott – infrastruktúrafejlesztési modell jött létre.

Bár a bankrendszerben felgyülemlett tetemes mennyiségű rossz hitel kezelését a jegybank idővel megkezdte, eddigi intézkedései felemás eredménnyel jártak. Például a hitelkihelyezés szigorítása az informális „árnyékbankrendszer” irányába terelte át a tőkeallokáció súlypontját (Komlossy *et al.* 2015:142; Csanádi és Liu 2012). A másik probléma, hogy bár az ország külső nettó pénzügyi pozíciója a tetemes devizatartaléknak köszönhetően stabilnak tekinthető, a gazdasági szereplők többsége – különösen a háztartások, vállalatok és az önkormányzatok – az elmúlt években tetemes adósságot halmozott fel és mindegyikük nettó hitelfelvevővé vált²⁰. Emiatt a teljes belső adósságállomány 2014-re a GDP 300 százaléka közelébe ug-

¹⁹ Az ösztönzőcsomag pénzelosztása kisebb arányú állami központi elosztással és nagyobb arányú állami banki csatornákon és pénzügyminisztériumi költségvetésen keresztül történt. A preferáltak a nagy és állami vállalatok voltak. Ami az elosztás arányait illeti, a központi erőforrások elosztása alacsonyabb, a banki források aránya nagyobb, a helyi banki források aránya még nagyobb volt, és megjelentek az „árnyékbankrendszer” csatornáin keresztül juttatott pénzek (Csanádi – Liu 2012).

²⁰ Főleg a vállalati magánadósság nőtt meg, Garcia – Herrero (2015) számításai szerint a cégek negyedénél az üzemi eredmény (EBITDA) nem fedezi a kamatfizetési kötelezettségeket, ami csődhullámot vetít előre (Garcia – Herrero 2015:11). Bár a közszféra adóssága mérsékeltnak tekinthető (a GDP 55 százaléka), Garcia-Herrero szerint az önkormányzatok esetében komoly kockázatot jelent, hogy rövid lejáratú adósságból finanszíroznak hosszú futamidejű beruházásokat, és az átlagos 4–5 százalékos hitelkamatokhoz képest 6–8 százalékon kénytelenek finanszírozni adósságukat.

rott, ami Japáné után a második legmagasabb szint Ázsiában, s esetleges bedőlése iszonyatos károkat okozhat a gazdaságban²¹.

A válságkezelésből keletkező túlfűtöttség levezetésére, Kína a hiteltúlkínálat miatt kialakult építőipari kapacitásfelesleghez keres, illetve teremt külpiazi keresletet. Ehhez az építőipari vállalatok számára kell új infrastrukturális beruházásokat elindítani, amit a kínai kormányzat – a korábbi területfejlesztési egyenlőtlenségek miatt – igyekszik a belső területek irányába (*Gyuris 2015*), de akár a Kínai Népköztársaság területén kívülre terelni (*Matura 2015*). Utóbbival pedig egyre erősebben jelentkezik a gazdaságpolitikai prioritások között a tőke kivitel kérdése.

A tőkeexport általában összefügg a nemzetközi pénzügyi rendszer működésével, sőt, azon túl, a szélesebben vett geopolitikai érdekekkel. *Matura (2015)* szerint Kína párhuzamos intézményi struktúra kiépítésébe kezdett, mivel a legtöbb nemzetközi fejlesztési alap angolszász és európai befolyás alatt működik. Peking például az ACFTA pozitív tapasztalatai nyomán egy szélesebb szabadkereskedelmi hálózat létrehozását preferálja, amit az Ázsiai és Csendes-óceáni Szabadkereskedelmi megállapodás (*FTAA*) keretében hoznak tető alá 2013 óta, illetve az Egyesült Államoknak a Csendes-óceáni térségben megjelenő törekvéseivel szemben a Regional Comprehensive Economic Partnership (*RCEP*) szabadkereskedelmi megállapodáson keresztül igyekszik más regionális nagyhatalmat, például Indiát érdekszférájába integrálni.

A kínai tőkeexport jellemzően a nyersanyag-kitermeléshez, infrastruktúrafejlesztéshez, logisztikához és a távolsági kereskedelemhez kapcsolódik, vagyis összességében azokhoz az iparágakhoz, amelyeket a 2009-ben beindított válságkezelés egyszer már célba vett. Az egyik legfontosabb infrastruktúrafejlesztési projekt az „Új Selyemút”, vagy más néven, „Egy Út, egy Öv” projekt (*Nolan 2012*). A „Selyemút Alapba” Kína eddig 40 milliárd dollárt fektetett, ennek 65 százalékát a devizatartalékok terhére, a többit pedig a 400 milliárd dolláros alaptőkével létrehozott állami befektetési alap, a China Investment Corp., illetve a kínai Eximbank és a Kínai Fejlesztési Bank fizette be (*Trebitsch 2015*).

A nemzetközi infrastrukturális beruházásokat finanszírozó intézmények közül a két legfontosabb a 100 milliárd dolláros alaptőkéjű Ázsiai Infrastrukturális Befektetési Bank (AIIB), illetve az ugyanakkora alaptőkével 2014-ben a BRICS-országokkal közösen felállított sanghaji központú Új Fejlesztési Bank (BRICS New Development Bank). Ezekon kívül Kína számos egyéb finanszírozó intézményben érdekelt, például a latin-amerikai fejlesztéseket bonyolító Inter-American Development Bankban.²² A pekingi központtal működő AIIB alaptőkéjének felét Kína fizeti, de ennek ellenére

²¹ Egyelőre csak becslések állnak rendelkezésre a nem teljesítő hitelállomány feltételezhetően emelkedő arányáról (*Konlossy et al. 2015:136–139*). A kockázatokat ugyanakkor csökkenti, hogy az adósságállományt nem külföldi devizában, hanem helyi pénzben jegyzik, ezért a jegybanknak széles a mozgástere az adósságkezelés elősegítésére. <http://bruegel.org/2016/04/chinese-banks-the-way-forward/>

²² http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/03/17/uj_selyemut_kina_uj_megaprojektet_keszit_el

nincs az IMF/Világbank döntéshozatalára jellemző vétőjoga. Bár alaptőkéje a washingtoni szervezet alaptőkéjének csak felét éri el, regionális, vagy akár bilaterális összevetésben helyenként komoly konkurenciát képes támasztani. Az AIIB számos infrastruktúrafejlesztéshez kapcsolódó projektet finanszíroz, amivel nem kevés geopolitikai érdekösszeütközést generál. Kelet-Közép-Európában, illetve a Balkánon vasúti, közúti, híd-, sőt kikötőfejlesztéseket bonyolít le.²³

A kínai tőke áramlási iránya földrajzilag továbbra is koncentrált, a tőke kivitel 70 százaléka Eurázsiaán belül marad, Ázsia részesedése 50 százalékos, a maradék Európáé,²⁴ utóbbin belül a kelet-közép-európai régió szerepe növekszik.²⁵

A 2015 végi hirtelen tőkekivonás tapasztalata megmutatta, hogy a nyitott tőkemérleg és a kötött árfolyamrendszer veszélyes kombinációt alkothat, mivel a külső pénzügyi sokkokat leginkább egy rugalmas árfolyammal lehet kivédeni (Kínának pár hónap leforgása alatt nagyjából 500 milliárd dollárjába került a jüant az árfolyamsávon belül tartani). A tapasztalatok szerint a tőkemérleg liberalizációjával lépést kell tartania a lebegő árfolyamrendszerre történő átállásnak. A Mundell-trilemmának megfelelően (*Mundell 1963*) lehetetlen egyszerre megfelelni az önálló monetáris politika, a nyitott tőkemérleg és a rögzített árfolyamrendszer együttes feltételeinek, közülük mindig csak kettő érvényesíthető a harmadik kárára. A nyitott tőkemérleg és a rögzített árfolyam például olyan monetáris mechanizmusokat tart fenn, amelyek a jegybank mozgásterét és ezáltal a gazdasági felzárkózáshoz szükséges támogató képességét szűkítik, elsősorban a devizatartalékok korlátozott felhasználása miatt. Ha a jegybanki mozgáster a gazdaságpolitikai prioritások között szerepel, akkor a konvertibilitással együtt a szabadon lebegő árfolyamcsatorna marad az egyedüli mechanizmus, amely képes a pénzügyi ciklusok hatásait felfogni.

Kína esetében a gazdasági modell szerves részét képezi a PBOC mozgásszabadsága, hiszen aktív szerepvállalásával segíti a kínai exportálók nemzetközi alkalmazkodását. Ebből következik, hogy a PBOC önállóságának megőrzése érdekében előbb vagy utóbb a teljesen lebegő árfolyamrendszerre kénytelen átállni. A PBOC először 2012 áprilisában szélesítette ki a dollárhoz kötött referenciasáv szélét $+/-0,3$ százalékról $+/-1$ százalékra, majd 2014 márciusában $+/-2$ százalékos sávszélre állt át, és várha-

²³ Lásd: a pireuszi kikötő privatizációját Athénban.

²⁴ A kínai FDI-állomány nemzetközi összevetésben továbbra is csekély: míg 1990 és 2012 között a világ FDI-állománya 2 100 milliárd dollárról 23 600 milliárdra nőtt, ennek 79 százalékát a fejlett nyugati országok tőkekihelyezései adták. 2012-es adatok szerint az Egyesült Államok külföldi közvetlentőke-állománya 5 200 milliárd dollár volt, az Egyesült Királyságé pedig 1 800 milliárd dollár, a Kínai Népköztársaság esetében azonban az állomány csupán 509 milliárd dollárt tett ki. Ráadásul Kínába továbbra is több FDI érkezik, mint amennyi elhagyja az országot, a nettó állományi adatok 324 milliárd dolláros negatív pozíciót mutatnak. A kínai közvetlentőke-kiáramlás 68 százaléka 2009-ben Hongkongba (vagy Hongkongon keresztül) történt (*Nolan 2012*).

²⁵ Kína 2010-ben egy 12 pontból álló intézkedési csomagban fogalmazta meg a kelet-közép-európai régióval kapcsolatos befektetési terveit. A főbb lépések között szerepelt egy tíz milliárd dolláros befektetési hitel biztosítása, egy 500 millió dollár keretű befektetési együttműködési alap létrehozása, valamint kereskedelemfejlesztő és befektetés ösztönző missziók telepítése a térség országaiba.

tóan a sávszélesítés a következő években is folytatódni fog.²⁶ Kockázatokat is hordoz ugyanakkor egy hirtelen átállás, aminek veszélyeit legjobban a Triffin-dilemma írja le (Triffin 1964; Maziad – Shik Kang 2012:7). Eszerint hosszú távon a fizetési mérleg egyensúlyát megbonthatja a teljesen nyitott tőkemérleg és a szabadon lebegő árfolyam együttese, mivel rugalmas árfolyamrendszerben az export versenyképességét erodálja, ha a külkereskedelem által megtermelt jövedelemtöbblet a deviza erősödését vonja maga után. A szabad tőke mozgásokkal párhuzamosan a termelő beruházások egy része egyre inkább a nemzetgazdaság határain kívülre kerül, mint történt ez a Bretton Woods-i rendszer 1971-es megszűnését követően az Egyesült Államokkal. A tőkekiáramlás és az export-import arány megváltozása megnöveli a külső finanszírozás szerepét a fizetési mérleg egyensúlyában. A történelmi tapasztalatok ugyanakkor azt bizonyítják, hogy egy ilyen átállás a külső pénzügyi függőségek ellenére sem egyértelműen káros, hiszen egy kulcsvalutával rendelkező gazdaság szinte korlátlanul képes forrásigényét kívülről biztosítani.

Össességében tehát megállapíthatjuk, hogy a pénzügyi sokkok kivédése miatt az árfolyamsáv kiszélesítése a tőkemérleg liberalizációjával párhuzamosan elkerülhetetlen, azonban az átállás egy teljesen nyitott tőkemérlegre és rugalmas árfolyamrendszerre, valamint a vele járó konvertibilitás a merkantilista export-vezérelt gazdasági modell felől a belső felhasználás irányába való elmozdulást, gazdasági szerkezetváltást és új monetáris szerepfelfogást kényszerít ki.

5. Konklúzió

A szakirodalomban nincs egyetértés arról, hogy a renminbi (jüan) nemzetközi használatának kiterjesztése egy vagy többféle forgatókönyv alapján történhet-e meg. Gao és Yu (2011) a világháborút követő pénzügyi tapasztalatok alapján két modellt különböztet meg. Az első típust „német”, avagy merkantilista modellnek nevezik. Ennek a modellnek a legfőbb jellemzője a kereskedelmi és fizetési többlet fennmaradása, s e cél alá rendeli a jegybank a fizetőeszköz konvertibilitását. Hosszú ideig csak részlegesen marad fenn a tőkemérleg nyitottsága, mert sokkal fontosabb a monetáris politika önállósága, amely azt célozza, hogy a felesleges tőkebeáramlás ne erősítse a devizát, vagyis a deviza biztonsági tartalékolási funkciója csak kis mértékben érvényesüljön. A nemzetközi kereskedelmi és termelési hálózatok kiszélesedésével ez a fajta monetáris cél a végtelenségig nem tartható fenn, és mint azt a Bundesbank és vele a német márka példája mutatja az 1970-es éveket követően, a gazdaságpolitikai célkeresztbe a regionális monetáris integráció kerül. Ilyenkor a nemzetközi tartalékolási funkció helyett a deviza „horgonyszerepe” erősödik meg. A konvertibilitás is e regionális monetáris (és kereskedelmi) blokkon belül válik értelmezhetővé, míg a globális (külső) relációban az említett szigorítások maradnak

²⁶ A PBOC 2005-ben egyszer már elengedte a dollárkötést, és egy több devizából álló index körül hagyta lebegni a jüant, de a 2008-as válság idején 6,83-as szinten újra bevezette az árfolyamrögzítést.

sokáig érvényben a tőkemérleg-műveletek kapcsán. Gao és Yu szerint a német modell előnye, hogy fennmarad a növekedés merkantilista alapja, amit egy kiszélesített regionális kereskedelmi integrációval képes fenntartani a gazdaságpolitika, miközben a jegybanki önállóság sem sérül²⁷. Az export versenyképességének a fenntartásához szigorú pénzügypolitikát kénytelen fenntartani a devizakibocsátó állam, ami viszont a fiskális mozgásteret szűkíti be. Ennek a forgatókönyvnek a megvalósulását részben már látjuk a kínai renminbi (jüan) esetében, hiszen a Kína körüli termelési és kereskedelmi hálózatokra elkezdett fokozatosan ráépülni egy laza monetáris együttműködés, amiben a renminbinek már most is horgonyszerepe van. Ennek a modellnek a lehetséges kifejlődésével egy renminbi körüli valutakigyó létrejöttével kialakulhatna egy „ázsiai elszámolási egység” (az euro mintájára).

A német modellel szemben a másik típust „amerikainak”, avagy hegemonnak hívja Gao és Yu. Ezt sokkal inkább a teljes konvertibilitásra történő gyors átállás jellemzi, ami a nemzetközi pénzügyi likviditás fenntartásához és folyamatos biztosításához szükséges. A devizahasználatában a biztonsági szerep válik meghatározóvá, ami folyamatosan növeli a pénzügyi keresletet a fizetőeszköz iránt mind a tartalékolásban, mind a kereskedelemben, mind pedig a pénzügyi tranzakciók terén. Ez az extra kereslet nyilvánvalóan felértékeli a fizetőeszközt, ami miatt csorbul a kibocsátó állam export-versenyképessége, és jegybankjának szerepe sem a merkantilista modell fenntartására, hanem sokkal inkább a nemzetközi pénzügyi rendszer egyensúlyának biztosítására áll át. A modell hátránya, hogy a korábbi merkantilista növekedés helyett a gazdaság szerkezetváltására van szükség, amiben a növekedés motorja más alapokra tevődik át. A devizával párhuzamosan a jegybank szerepköre is nemzetközivé válik, például a nemzetközi pénzügyi rendszer „végső hitelezője” lesz. Előnye, hogy a nemzetközi finanszírozás biztosításával és a globális biztonsági deviza kibocsátásának jogán az állam pénzügypolitikája és vele fiskális mozgásteret kiszélesedik, s növekvő külső adósságát a nemzetközi pénzügyről viszonylag akadálytalanul képes finanszírozni. Ezáltal olyan geostratégiai fontos célok megvalósítására is képesé válhat, amit csak egy valóban globális hegemon engedhet meg magának. A fizetőeszköz nemzetközi használatával megnövekedett fiskális mozgástér kapcsán mindez azt jelenthetné, hogy az exportvezérelt növekedési modell felől a belső felhasználásra, azon belüli is a magán- és közösségi (például katonai) fogyasztásra tevődne át a hangsúly. Az, hogy melyik modell irányába mozdul el a kínai gazdaságpolitika, esetleg az egyikből vezet-e át az út a másikba, a nemzetközi pénzügyi rendszer egészének fejlődése szempontjából is a következő évek egyik legfontosabb kérdése.

²⁷ A Mundell-trilemma alapján ekkor az önálló monetáris politika és a rögzített árfolyamrendszer érvényesül, míg a nyitott tőkemérleg a korlátozások miatt nem érvényesülhet maradéktalanul. Ez jellemezte az európai monetáris együttműködést az 1970-es és 80-as években (Benczes 2011).

Felhasznált irodalom

- Ausch Sándor (1969): *A KGST-együtműködés helyzete, mechanizmusa, távlatai*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Benczes István (2011): *„Az európai gazdasági kormányzás előtt álló kihívások”*. Közgazdasági Szemle, LVIII évf., szeptember.
- Campanella, M. (2014): *The Internationalization of the Renminbi and the Rise of a Multipolar Currency System*, ECIPE Working Paper, No. 01.
- Cohen, J. B. (2012): *The Yuan’s Long March*, New Political Economy, May.
- Csanádi Mária (2013): *„State Intervention, Local Indebtedness, Investment Overheating and Their Systemic Background During Global Crisis in China”*. Discussion Papers, MTA KRTK KTI. MT-DP –Nr. 40.
- Csanádi, M. – Liu X. (2012): *Crisis and selective adaptation in a Chinese prefecture between 2008 and 2010: a survey among industrial enterprises*. MT-DP Nr.35. <http://econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1235.pdf>
- Eichengreen, B.: *Exorbitant Privilege ccc: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York, Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2008): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2004): *Chinese Currency Controversies*, Asian Economic Panel, April.
- Eichengreen, B. (2013): *Renminbi Internationalization: Tempest in a Teapot?* Asian Development Review, vol. 30, no. 1, pp. 148–164.
- Eichengreen, B. – Kawai, M. (2014): *Issues for Renminbi Internationalization: An Overview*, ADBI Working Paper Series, January.
- Feenstra, R. (1998): *Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, No. 4, 31–50. o. Fall.
- Gao Haihong – Yongding Yu (2011): *„The Internalization of the Renminbi”*. Bank for International Settlements Papers, No. 61.
- García-Herrero, A. (2015): *Internationalizing the Currency while leveraging massively: The case of China*, Brueghel Working Paper, Nr. 12.
- Gao, Haihong – Yu, Yongding (2011): *„The Internationalization of the Renminbi”* BIS Papers, No. 61.

- Gerőcs Tamás (2016): *“A polaritással kapcsolatos vita neostrukturista interpretációja”*.
Külügyi Szemle, XV. Évfolyam, 1. szám.
- Gyuris Ferenc (2015): *Területi egyenlőtlenségek és a beruházások földrajzi eloszlása az átmenet Kínájában*. Könyvfejezet: Kínai álom, kínai valóság Typotex/Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Budapest, Szerk: Salát Gergely, 42–65. o.
- He, D. – McCauley, R. (2010): *Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues*. BIS Working Papers. No 320. September.
- Hung-Gay Fung – Chuan-Hao Hsu – Wai Lee – Jot Yau (2015): *Dim Sum Bonds: Do They Whet your Appetite?* The Journal of Portfolio Management, Special China Issue.
- Komlóssy Laura – Kovalszky Zsolt – Körmendi Gyöngyi – Land Péter – Stancsics Martin (2015): *„Kína: a tervgazdaságtól a modern bankrendszerig”*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf., Különszám, 133–144.o. November. <http://www hitelintezetiszemle.hu/%5Cletoltes%5C10-komlossy-kovalszky-kormendi-lang-stancsics.pdf>
- Ladányi Sándor – Sütő Zsanett – Tapaszi Attila (2016): *A kínai devizapiaci nyitás kihívásai*. MNB kiadvány. <http://www.mnb.hu/letoltes/ladanyi-sandor-suto-zsanett-tapaszi-attila-a-kinai-devizapiaci-nyitas-kihivasai.pdf>
- Laurenceson, J. – Ki Tang, K. (2005): *China’s capital account convertibility and financial stability*, East Asia Economic Research Group, Discussion Paper No. 5, October.
- Liu, W. – Dicken, P. (2006): *Transnational Corporations and ,obligated embeddedness’: foreign direct investment in China’s automobile industry*. Environment and Planning A 2006, volume 38, 1229–1247. o.
- Matura Tamás (2015): *Új fejezet a globális hatalmi játszmában - magyar részvétellel*. Kitekinto.hu. április 8. http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/04/08/uj_fejezet_a_globalis_hatalmi_jatszmban_-_magyar_reszvetellel
- Medeiros da Silva, R.: *The “Renminbi Swap Lines” and the emergent role of China as an emergency lender: evidence from Argentina* (megjelenés alatt)
- Mundell, R. (1963): *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*. The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d’Economie et de Science politique Vol. 29, No. 4, 475–485. o. Nov.
- McCauley, R. (2011): *Internationalizing the Renminbi and China’s Financial Development Model*, CGS-IIGG, Nov.
- McCauley, R. (2011): *Renminbi internationalisation and China’s financial development*, BIS Quarterly Review, December.

- Murphy, M. – Jin Yuan, W. (2009): *Is China Ready to Challenge the Dollar? Internationalization of the Renminbi and Its Implications for the United States*. Center for Strategic & International Studies, October.
- MNB (2013): *A Magyar Nemzeti Bank és a People's Bank of China közötti devizaswap keret felállításáról szóló megállapodás*. <http://mnb.hu/letoltes/kina-swap.pdf>
- Nolan, P. (2012): *“Is China buying the world?”* Polity Press.
- Subacchi, P. – Huang, H. (2012): *The Connecting Dots of China's Renminbi Strategy: London and Hingkong*, Chatham House, briefing paper, No. 2.
- Subacchi, P. (2010): *‘One Currency, Two Systems’: China's Renminbi Strategy*, Chatham House, briefing paper, Nr. 1.
- Subacchi, P. – Driffil, J. (edit) (2010): *Beyond the Dollar, Rethinking the International Monetary System*, Chatham House Report, March.
- Sütő Zsanett (2016): *A panda esete a dim sum-mal*. MNB kiadvány. <http://www.mnb.hu/letoltes/suto-zsanett-a-panda-esete-a-dim-sum-mal.pdf>
- Trebitsch Péter (2015): *Új Selyemút: Kína új megaprojektet készít elő*. Kitekinto.hu. március 17. http://kitekinto.hu/kelet-azsia/2015/03/17/uj_selyemut_kina_uj_megaprojektet_ke-szit_el
- Triffin, R. (1964): *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*. Princeton Studies In International Finance. No. 12.
- Zhang, L. – Tao, K. (2014): *The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization*, ADBI Working Paper Series, May.