

Csoma Róbert

A szuverén alapok szerepének felértékelődése a világgazdaságban

ÖSSZEFOGLALÓ: E cikk célja, hogy feltárja azokat az okokat, amelyek a 2000-es években az olajexportáló és a nagy feldolgozóipari exportőr országok hatalmas devizaköveteléseinek felhalmozódásához vezettek és bemutassa azt a folyamatot, amelynek során a 2008-as válság után ezek az országok módosítottak tartalékaikkal kapcsolatos befektetési politikájukon. A rendelkezésre álló statisztikai információk és elemzések alapján a cikk bemutatja, hogy szükségszerű volt ezekben az országokban e követeléseknek az optimális jegybanki tartalékszintet meghaladó részéből nagy állami pénzalapok, úgynevezett szuverén alapok létrehozása és ezek vagyonának részben külföldön történő befektetése. Különösen Kínában bizonyult ez ésszerű megoldásnak, ahol a fiskális okokból is túlfűtöttségre hajlamos gazdaságban az exportkövetelések belföldi valutára történő korlátlan átváltása a pénzállomány gyors növekedése miatt jelentős inflációval járna. Bár hosszú ideig a kis kockázatú, de alacsony hozamú pénzügyi befektetések dominanciája volt jellemző a szuverén alapokra, de a válság óta változtattak befektetési politikájukon és érdeklődésük egyre inkább a magasabb hozammal kecsegtető tőkepiaci lehetőségek felé fordul. Befektetési lehetőséget jelent számukra az is, hogy 2008 után a szigorodó szabályozás miatt kérdésessé vált a bankok korábbi szerepe a projektek – különösen a hosszú megtérülési idejű infrastrukturális projektek – finanszírozásában. Az alapok befektetési tevékenysége révén egyúttal sajátos államosítási folyamat is zajlik a világgazdaságban, amikor magánvállalatok stratégiai döntéseibe külföldi kormányok által tulajdonolt pénzalapok szólhatnak bele.¹

KULCSSZAVAK: szuverén alap, államosítás, Kína–USA gazdasági kapcsolatok, hosszú távú finanszírozás

JEL-KÓD: F02, F32, F34, F62, F63

VAGYONÁTRENDEZŐDÉS A VILÁGGAZDASÁGBAN

Az 1990-es évek végi ázsiai válság idején a feltörekvő gazdaságok kereskedelmi mérlegét még deficit jellemezte. A 2000-es években azonban jelentős vagyonátrendeződés ment végbe a világgazdaságban. A fejlett országok többsége nem tudta hazai megtakarítással finanszírozni beruházásait és fogyasztását. Külső forrásbevonásuk sok fejlett ország fizetési mérlegének romlásával, államaik eladósodásával járt együtt. Emellett a beruházási

ráták általános csökkenése és a beruházások hatékonyságának gyengülése miatt csökkent a globális GDP-növekedés üteme is. A közepesen és egyes gyengén fejlett országok pedig megtakarítási többleteikkel a fejlett országok legjelentősebb finanszírozóivá váltak („perverz tőkeáramlás”). A 2008-tól kezdődő válság időszakában, a még erőteljesebben visszaeső beruházási tevékenység idején a fejlett országok belső finanszírozási hiánya csak kissé mérséklődött. (Farkas, 2011)

E vagyonátrendeződés előzményeként és részben okaként a 2008-as válságot megelőző 20 évben a világkereskedelem megnégyszereződött, a fejlődő országok közötti kereskedelem

Levelezési e-cím: csoma.sos@freemail.hu

megettízszereződött. Kína és India megnyitotta gazdaságát, amelynek nyomán a világgazdaság munkaerő-állománya egy milliárd fővel növekedett. A kínai, nagymértékű nyersanyag-felhasználásra alapozott iparosítás és növekedés előnyösen érintette a nyersanyag-exportáló fejlődő országokat Afrikában, a Közel-Keleten, Latin-Amerikában, de hasznot húztak ebből olyan fejlett országok is, mint Ausztrália vagy Kanada.

A feltörekvő – különösen délkelet-ázsiai – országok megtakarításait a gazdasági növekedéstől lényegesen elmaradó ütemben bővülő belső fogyasztás tette lehetővé. E megtakarítások részben központi banki tartalékként halmozódtak. A tartalékállományok felszaporodása már 1971-től, az arany–deviza-standardrendszer megszűnésétől megkezdődött, de igazi lökést ez a folyamat 2000-tól kapott. Kína tartalékai különösen gyorsan nőttek, 2006-ra már elérték GDP-je 40 százalékát. (Cree, 2008) Egy másik országcsoporthoz, az olaj-exportáló országokhoz, a világpiaci nyersanyagárak, elsősorban a kőolaj- és földgázárak megrugása következtében tett szert nagy külföldi követelésekre.

A cikk további része igyekszik számba venni mindazokat a tényezőket, amelyek a jelenlegi világgazdasági rend mellett szükségszerűen vezetnek a tartalékok felhalmozódásához – elsősorban a feltörekvő országokban. Így egyrészt az olajra – mint domináns energiahordozóra – alapozott termelés miatt a nyersanyagexportőr országok hatalmas bevételei, másrészt a feldolgozóipari exportra alapozó országok, elsősorban Kína gazdasági rendszerének a belső fogyasztást korlátozó működése okozzák a nemzetközi pénzügyi rendszerben kicsapódó hatalmas tartalékokat. Be kívánja mutatni a cikk azt is, hogy 2008 után szükségszerűvé vált a tartalékok befektetésében a hangsúlyeltolódás a hosszabb távú befektetések felé, mivel a hitelezésre alapozott fogyasztás kifulladását követően a nemzetközi pénzpiacok a befektetések

volumentét és hozamát tekintve is egyre kevésbé voltak képesek alternatívát kínálni ezen állami tartalékok elhelyezéséhez.

A SZUVERÉN ALAPOK ELŐRETÖRÉSE

Az optimális jegybanki tartalékszintet meghaladó, külföldi eszközökből elkülönített pénzalapot a szakirodalom általában szuverén alapnak nevezi. (Arra vonatkozóan, hogy mi tekinthető optimális tartalékszintnek, többféle megközelítés is van, lásd erről bővebben például Dani – Törös, 2011). A szuverén alap bővebb definícióját illetően nincs egységes álláspont. Kiindulópontnak elfogadhatjuk *Jen* (2007) meghatározását, aki öt tényezőt tekint a szuverén alapok megkülönböztető jegyének:

- ① szuverenitás, vagyis állami tulajdonban legyen;
- ② nagy külföldi devizakitettséggel, azaz devizakövetelésekkel rendelkezzen;
- ③ ne legyen explicit jövőbeli kifizetési kötelezettsége (például nyugdíj);
- ④ hosszú befektetési horizont (és ebből adódóan);
- ⑤ nagy kockázattűrő képesség jellemezze.

Az állami pénzalapok közül a szuverén alapok közeli „rokonai” az állami nyugdíjalapok és a jegybanki tartalékok. A nyugdíjalapoknál azonban a külföldi eszközök többsége az eszközállományban nem követelmény, viszont természetesen valamilyen explicit nyugdíj-kifizetési kötelezettség kapcsolódik hozzájuk. A jegybanki tartalékokkal összehasonlítva pedig az a legnagyobb különbség, hogy míg a pénzbeli jegybanki tartalékok teljes mértékben külföldi devizákban vannak, addig a szuverén alapoknál ez nem szükségszerű. (Például Szingapúr, Malajzia és Kanada egy-egy szuverén alapjában a külföldi deviza nem kizárólagos pénzeszköz, csak az eszközök többségét teszi ki.) Emellett a folyamatos likviditási igény és a kockázatos befektetések mellőzése miatt a jegybanki tar-

talékokat általában rövid lejáratú, nagy és likvid piacokon forgalmazott állampapírokban tartják, ami éppen ellentétes a szuverén alapok többségének hosszú távú szemléletével.

Meg kell azt is említeni, hogy bár a szuverén alapok eszközeinek forrása alapvetően a nyersanyagkincs eladásából származó vagy a feldolgozóipari exporttöbblet, de vannak olyan, külső egyensúlyi problémákkal küzdő országok is, amelyek szintén működtetnek szuverén alapokat. A szuverén alapok konkrét céljainak osztályozására törekvő elemzések közül (Al-Hassan – Papaioannou – Skancke – Sung, 2013) a következő típusokat különbözteti meg:

STABILIZÁCIÓS ALAPOK: céljuk, hogy a gazdaságot és az állami költségvetést rövid távon mentesítsék a nyersanyagárak volatilitásától és a külső sokkaktól (például Chile, Irán és Oroszország egyik alapja). Befektetési horizontjuk rövid a jegybanki tartalékokhoz hasonlóan. Likvid, túlnyomórészt fix hozamú eszközökbe, elsősorban rövid lejáratú állampapírokba fektetnek. (A jegybanki tartalékoktól lényegében csak elkülönült intézményi formájuk különbözteti meg őket, és részarányuk a szuverén alapok vagyonából kevesebb, mint 10 százalék, ezért a további elemzésben nem foglalkozom külön velük.)

MEGTAKARÍTÁSI ALAPOK: a vagyon generációk közötti átvitele a céljuk, a nem megújuló nyersanyagok exportjából származó bevételeket diverzifikált pénzügyi eszközökbe fektetik. (például Abu Dhabi, Líbia, Oroszország). Magas hozam reményében magas kockázatvállalási hajlandóság jellemzi őket, a portfólió nagy részét részvényekbe és alternatív eszközökbe fektetik.

FEJLESZTÉSI ALAPOK: céljuk társadalmi – gazdasági (rendszerint infrastrukturális) célok finanszírozása (például Egyesült Arab Emírátsok, Irán).

NYUGDÍJ-TARTALÉKALAPOK: jövőbeni nyugdíj-kötelezettségek kifizetésére. Például Ausztrália,

Írország és Új-Zéland részvényekben tartják eszközeik nagy részét annak érdekében, hogy a lakosság elöregedése miatt várhatóan növekvő nyugdíjkiadások fedezésére felkészüljenek. (A nyugdíjfizetési kötelezettség itt még csak implicit módon, várható kiadásként jelenik meg.)

TARTALÉKBEFEKTETÉSI-ALAPOK (TÁRSASÁGOK): jegybanki tartalékként tartják számon a fölös követelést, de a magasabb hozam reményében részvényekbe és alternatív eszközökbe fektetik. (például Kína, Dél-Korea, Szingapúr)

Implicit célként szerepelhet befektetési politikájukban mindezeket túl az úgynevezett „holland kór” – a valutafelértékelődés – elkerülése. Amikor a külföldi valuta beáramlik az országba, azért kerül rendszerint az adott gazdaság központi bankjának tartalékai közé, mert a külföldről származó többletdevizajövedelmek belföldi gazdaságba engedése a pénzállomány megemelkedésével járna együtt, így az infláció felgyorsulhat és/vagy az átváltás során a hazai valuta felértékelődése miatt az adott ország exportágazatainak romolhat a versenyképessége. E hatások elkerülése érdekében célszerű lehet szuverén vagyonalapokba vezetni a biztonságos tartalékszint feletti fölös követeléseket és külföldön befektetni azt.

A szuverén alapok súlya a nemzetközi tőkepiacokon az utóbbi években megnőtt, ahogy újabb felzárkózó gazdaságok – főleg Kína és Oroszország – hivatalos devizatartalékai is hatalmasra duzzadtak az exportbővülés, illetve a magas nyersanyagárak révén. A szuverén alapok tőkevagyonára ma már meghaladja a spekulatív fedezeti alapokét (*hedge funds*), és már 2007-ben is akkora nagyságrendet képviselt, mint Afrika, a Közel-Kelet és Európa együttes vagy Latin-Amerika tőkepiaca. (Santiso, 2008)

E nagyságrend és növekedési dinamika azért is figyelemre méltó, mert míg az első szuverén alapok megjelenése csak az 1950-es évekre tehető, addig például a fedezeti alapok már a XIX. század végétől megkezdték műkö-

désüket, de a bennük kezelt magántőkevagyon lényegesen lassabban növekedett, mint most a szuverén alapokban. A fedezeti alapok, mint magántőkealapok szabályozatlan nemzetközi tőkepiacokon működtek. Tevékenységük, nemzetközi tőkeallokációjuk hozzájárult hosszú fellendülési periódusok létrejöttéhez, a gyors termelékenység növekedéshez a világ-gazdaságban, de szabályozatlanságuk számos válságnak is okozója volt. (Johnson, 2007)

Kifejezetten a szuverén alapok működésének elemzésére szakosodott Sovereign Wealth Fund Institute kutatóintézet 2014. júliusi kimutatása szerint az ilyen alapok összesített vagyona több mint 6600 milliárd dollár volt, az olaj- és földgázfeladásokból származó alapok vagyona ennek körülbelül 60 százalékát tette ki. Növekvő részesedésük ellenére szerepük még nem meghatározó a világ tőkepiacain. Összes vagyonuk a globális tőkepiaci kapitalizációnak megközelítőleg 8 százaléka volt 2012-ben, míg a nyugdíjalapok részesedése körülbelül 47 százalék, a globális befektetési alapoké (*mutual funds*) 42 százalék, a fedezeti alapoké mintegy 3 százalék.

Az 1988–2013-as időszak teljes körű, a szuverén alapokon túlmenően az államok és az állami vállalatok szerepét is figyelembe vevő világgazdasági privatizációs és államosítási folyamatokat szemügyre véve, két időszak különíthető el. 2000-ig a kormányok körülbelül 1 trillió dollár értékű eszközt privatizáltak, ami megközelítőleg háromszorosa volt az ugyanebben az időszakban államosított értéknek. 2000 után e két érték teljesen kiegyenlített 1,6 trillió dolláros szinten. A magánvállalati eszközök megvásárlásának felfutásában maguknak az államoknak, valamint az állami vállalatoknak az eszközvásárlásai tették ki a többséget, de dinamikusan növekedett a szuverén alapok ilyen tevékenysége is. (Megginson, 2013)

A globális pénzügyi válság idején az akvizíciók folyamata a kormányzati kimentésekkel erősödött fel számos iparágban. (A legnagyobb

állami tulajdonba vételek között tarthatjuk számon az USA-ban a 700 milliárd dolláros „Troubled Asset Relief Program (TARP)” keretében a General Motors Corporation 60 százalékának, az American International Group 79,9 százalékos, a Citigroup 36 százalékos és a Fannie Mae és Freddie Mac 79,9 százalékos felvásárlását. Nagy-Britanniában 2008-ban az 500 milliárd fontos banki mentőcsomag részeként a kormányzat 60 és 40 százalékos részesedést szerzett két nagy pénzügyi szolgáltatóban, a Royal Bank of Scotland-ban és a HBOS-Lloyds TSB-ben. Németországban az állami részesedés mértéke közel 46 százalékot ért el a Bayern LB-ben, 25 százalékot a Commerzbankban és a Deutsche Telekom-ban.)

A 2008–2009-es időszak felvásárlásai előtt 1998-ban, az ázsiai válság idején is csúcsot döntött a kormányzati beavatkozás mértéke az előző évekhez képest, de a 2008–2009-es válság mélységét érzékelteti, hogy az 1981–2013 közötti időszak összes kormányzati részesedés szerzésének közel fele erre a két évre esett.

További jellegzetességgé vált, hogy egy-egy ügylet átlagos értéke igen nagymértékben megnőtt 2007 után, különösen Európában (Egyesült Királyság, Hollandia, Németország, Belgium, Írország, Franciaország és Luxemburg), Közép-Ázsiában és Észak-Amerikában. Az állami felvásárlások elsősorban a pénzügyi és az ingatlanszektor vállalatait segítették ki a pénzügyi krízis idején. E két szektorban történt az összes eszközvásárlás 72 százaléka 2008–2013 között, ami több mint négyszerese volt az 1981–2007 közötti akvizíciónak e két szektorban.

Az Öböl-menti gazdag olajállamok pedig szuverén alapjaik révén szereztek jelentős részesedéseket óriásvállalatokban. 2008-ban Abu-Dhabi szuverén alapja megvásárolta a Citigroup részvényeinek 4,9 százalékát, Katar alapja pedig a Volkswagen AG 15 százalékát szerezte meg 2009-ben. 1981–2013 között a

privatizációs üzletkötések 7 százaléka kapcsolódott szuverén alapokhoz, de a megszerzett eszközérték közel 15 százalék volt. A nyílt válság után tevékenységük tovább erősödött, üzletkötéseik száma egyötödét tette ki az összes privatizációs ügyletnek és háromszor akkora összeget fektettek be 2008–2013 között, mint az 1981–2007-es időszakban. Befektetések fele irányult külföldre, így a hazai bajba jutott vállalkozások feltőkésítésében is jelentős szerepet játszottak. Növekvő szerepüket az is lehetővé teszi, hogy a válság utáni években ismét erőteljes privatizációs tevékenységbe kezdett számos állam és a fejlett országok többségében a fiskális deficitek miatt a privatizáció valószínűleg továbbra is központi kérdés marad. (Guedhami, 2013)

Más kormányokhoz hasonlóan a szuverén alapokat tulajdonló kormányoknak is többféle és időben változó gazdasági céljaik vannak a gazdaság és a társadalom helyzetének megítélésétől függően. Nem a profitmaximalizálás jellemző tevékenységükre, de a közpénzügyek egyensúlyának fenntarthatósága, az adóbevételek biztosítása érdekében gazdaságpolitikai eszközökkel támogatniuk kell a gazdasági növekedést. Erre alkalmasak lehetnek a szuverén alapok is, mivel elvileg nincsenek a tulajdonos kormányoktól elkülönült preferenciáik. Mindaddig, amíg befektetések kockázattal súlyozott reálhozama meghaladja az államadósságra fizetett realkamatlábak nagyságát, érdemes lehet tőkét biztosítani számukra, mivel tevékenységük gyarapíthatja a nemzeti vagyont.

A szuverén alapok vagyonának gyors növekedésével kapcsolatos politikai aggodalmakat a 2008-as válság előtt növelte a nyugati világban, hogy az alapok többsége olyan országokban jött létre, amelyek demokratikus berendezkedése megkérdőjelezhető. Ez táplálta a velük szembeni ellenérzéseket a megszerzett befolyásuk jövőbeli gyakorlásának módját illetően még akkor is, ha legtöbb befektetésük

eleinte passzív volt, nem törekedtek döntő befolyással bíró szavazati jogok megszerzésére. (Truman, 2010)

Mivel más, nagy intézményi befektetőkkel – mint például a befektetési vagy biztosítási alapokkal – szemben a szuverén vagyonalapoknak általában nincsenek magánrésztvényesek vagy biztosítottak felé irányuló fizetési kötelezettségei, ezért kevésbé transzparensnek a működésüket és a befektetési stratégiájukat illetően. Transzparenciájuk növelése érdekében az IMF munkacsoportja által kialakított úgynevezett Santiagói Elvek felhívják a szuverén vagyonalapok figyelmét arra, hogy jelentősebb befektetések előtt egyeztessenek a célszág kormányával, tevékenységükről folyamatosan hozzanak nyilvánosságra adatokat. A Santiagói Elvek betartása azonban nem kötelező.

SZUVERÉN ALAPOK A VÁLSÁGBAN ÉS A NYÍLT VÁLSÁG UTÁN

A szuverén alapok befektetéseinek elsődleges célpontjai sokáig a fejlett országok állampapírai, elsősorban a biztonságosnak tartott amerikai állampapírok voltak. Az ott kibocsátott mennyiség azonban elmaradt a feltörekvő országok devizatartalékainak növekedésétől, kínált hozamuk pedig egyre csökkent a kereslet gyors növekedése miatt.

A szuverén vagyonalapok legfőbb befektetési célpontjai ennek ellenére máig a hagyományos észak-amerikai, valamint az európai tőkepiacok, amelyeket nagyfokú likviditás jellemez, s képesek az állami befektetők hatalmas pénzmennyiségeit felszívni. A szuverén alapok ma azonban már gyakran konkrét hozamcélokkal rendelkeznek, és ezért legalább részben a kockázatosabb befektetések felé kezdtek el áttérni portfóliójukat. Befektetési politikájukban a diverzifikálásnak, de egyúttal a nagyobb kockázatvállalásnak is jele, hogy befektetési célpontjaikká váltak a magántő-

ke, valamint a fedezeti alapok is. Részesedést szerezve ezekben a befektető társaságokban, a szuverén alapok az eszközeik egy részét így külső alapkezelőkre bízzák.

A nagyobb hozamok reményében az utóbbi időben lazítottak kockázatkezelési szabályaikon, de részben továbbra is jellemzi őket a kockázatkerülés: számos alap van, amely belső szabályzatai alapján bizonyos eszközosztályokba nem fektethet be, vagy nem használhat spekulációs technikákat. Így tilos lehet a tőzsdén kívüli piacokon való befektetés, a tőkeáttétel használata, vagy csak kockázatfedezés céljából használhatnak derivatívákat.

A pénzügyi válság javította a szuverén befektetési alapok megítélését a fejlett világban, mert a válság alatt a hozzájuk köthető befektetések nagy része stabilizáló jellegű tőkeinjekció volt. A válságidőszak kezdetén befektetéseik a pénzügyi szektor felé irányultak, ami a jó befektetési lehetőségnek tűnő, leértékelődő, olcsón megszerezhető banki részvényekkel volt magyarázható.

A tőkeinjekció során e bankok részvényeik eladásából származó bevétele elérte az értékpapírjaikon realizált veszteségeik nagyságát, tőkemegfelelési mutatóik újra legalább az elfogadott mértékűre emelkedtek. A külföldi befektetők számára pedig úgy tűnt, hogy olcsón jutottak esetenként 10 százalékot is meghaladó részesedésekhez a legnagyobb amerikai bankokban. A szuverén vagyonalapok mellett számos iparvállalatban is jelentős részesedést szereztek. Részesedésük olyan szintet ért el, amikor „kénytelenek” aktívabb részt vállalni a vállalatirányításból (jóvá kell hagyniuk a menedzsment döntéseit) a korábbi passzív pénzügyi befektetői magatartással szemben. (Biedermann, 2013) Tevékenységük révén sajátos államosítás folyik a világgazdaságban, amikor magánvállalatok stratégiai döntéseibe külföldi kormányok által tulajdonolt pénzalapok szólhatnak bele. A közkezbevitel a válságkezelés során sok országban bank- és vállalat-

mentésként megfigyelhető volt, de többnyire a „saját” államok közreműködésével. Válságok során a protekcionizmus is természetes módon megjelenik, sok állami tulajdonosi döntést befolyásol az az érv, hogy inkább maradjon hazai tulajdonban egy-egy vállalat, minthogy külföldi befektetőké legyen. Ezekhez viszonyítva lényeges eltérés, ha egy másik állam (alap) fektet be a bajba jutott cégekbe. A tényleges hatás persze attól függ majd, mennyire lesznek aktív tulajdonosok a szuverén alapok.

Sok szuverén alap rosszul mérte fel a válság mélységét, amikor úgy vélte, hogy sikerült a válság legmélyebb pontján a legolcsóbban eszközöket vásárolnia. A mélypontot többnyire nem sikerült eltalálniuk, így ők lettek az eszközáruk csökkenésének egyik legnagyobb vesztesei. Egyes alapoknál a veszteség vagyona arányosan a 30 százalékot is elérte 2008-ban. Ez sem törte meg azonban a szuverén alapok vagyonának növekedését, 2007 óta minden évben emelkedett a kezelt vagyonuk értéke. A többlet-devizakövetelés felhalmozódásának okai sem a nyersanyagexportőr, sem a feldolgozóipari kivitelre alapozó nagy exportőrök-nél nem szűntek meg, csak a növekedés üteme mérséklődött átmenetileg.

Befektetéseiket a válság hatására átrendezték, a pénzügyi szektor részesedése visszaszorult az elszenvedett veszteségek és a nagy kockázatok miatt. Az ügyletek száma növekedett, de az óvatosabb befektetési politikát jelzi, hogy az egy ügyletre eső tőkeérték csökkent, különösen 2009–2010-ben. (ESADEgeo, 2013)

A pénzügyi szektorba irányuló befektetés helyett jellemzővé vált az infrastruktúrába, ingatlanokba és a nyersanyag-kitermelő vállalatok részvényeibe történő befektetés. Az elemezhető adatok sajátossága, hogy az évente közvetlenül megmozgatott tőke hivatalosan kimutatott nagysága (50–100 milliárd dollár) valószínűleg a szuverén alapok tényleges befektetéseinek csak kis része. Közvetetten erre utal, hogy dinamikusan nő a szuverén alapok által felvett befektetési

szakértők száma, akiket sok esetben a pénzügyi válság során bocsátottak el és most éppen korábbi vállalataik felvásárlásában is segítkeznek. Jellemzővé vált emellett az együttbefektetés: a szuverén alapok úgynevezett menedzselt számlákat nyitnak a magántőkealapoknál, és ezeken keresztül szereznek részesedéseket. Ez a tevékenység természeténél fogva nem jelenik meg közvetlen befektetéseik statisztikáiban. (Ohrenstein, 2013). A menedzselt számlák előnye, hogy érdekazonosság van a számlakezelő és az ügyfelek között, vagyis a magántőkealapok és a szuverén alapok között. A szuverén alapok pénze a saját nevükön lévő számlán van, a számlakezelő magántőkealap a kereskedést végzi speciális szakértelmére alapozva.

Egy legutóbb közölt felmérés szerint (Invesco, 2014) – amelyben több mint 50 szuverén befektetési intézményt kérdeztek meg, amelyek 5,7 trillió dollár eszközértékkel rendelkeznek – a feltörekvő piacok (ezen belül Latin-Amerika, Afrika, Kína, India és a feltörekvő ázsiai országok) részesedése növekedett, illetve növekszik a szuverén alapok befektetése között a 2012–2014-es időszakban. (A közép-kelet-európai országok és Oroszország részesedésének növekedése viszont nem várható a bizonytalan politikai helyzet miatt.)

A kutatók vizsgálták azt is, hogy mennyire tartják vonzónak egyes országok tőkepiacait a befektetők. A legkedveltebb befektetési célpont az Egyesült Királyság és Németország, míg a legkedvezőtlenebb értékelést India kapta. Az Egyesült Királyság vonzereje a politikai és gazdasági stabilitásban, a külföldi beruházások iránti nyitottságban és a sokféle alternatív befektetési lehetőségben keresendő.

A válaszadók szerint az úgynevezett alternatív befektetések minden eszközosztályban (ingatlan, magántőkealap, infrastruktúra, fedezeti alapok, nyersanyagok) növekvőben vannak. Különösen gyors bővülésre lehet számítani az ingatlanba és a magántőkealapokba történő befektetéseknél. Az alternatív befek-

tetések mellett a részvényt piacok is kedveltek voltak 2013-ban, így a befektetések kockázata és időhorizontja növekszik. Bár a megkérdezettek között a hazai piaci befektetések részesedése több mint 40 százalék volt 2013-ban, de e részarány csökkenő – jellemző a szuverén befektetések globalizálódása.

A KÍNAI GAZDASÁG- ÉS MONETÁRIS POLITIKA DILEMMÁI

A 100 milliárd dollárnál nagyobb vagyont kezelő 11 szuverén alap közül – amelyek a szuverén alapokban felhalmozódott vagyon több mint háromnegyedét birtokolják – 4 kínai tulajdonú. A kínai alapok részesedése a szuverén alapok összes vagyonából több mint 25 százalék. (A kínaihoz hasonlóan nem olajexportból származó két nagy alappal rendelkezik még Szingapúr is).

A külföldön befektetett tartalékok ilyen mértékű felhalmozódása is példázza a kínai gazdaság növekvő erejét, amellyel Kína mára a világgazdaság legnagyobb gazdaságává vált és a legnagyobb feldolgozóipari termeléssel és külkereskedelmi volumennel rendelkező ország. Kereskedelmi mérlege 1990 óta lényegében folyamatosan növekvő szufficitet mutat. Mivel tökemérlege is pozitív, így a világon a legnagyobb devizatartalékkal – 2014 közepén közel 4 trillió dollárral – is Kína rendelkezik. Becslések szerint 1979, a gazdasági reformok kezdete óta 500 millió embernek sikerült kitörni a mélyszegénységből. Kína így az egy főre jutó GDP tekintetében mára közepes jövedelmű országgá vált. Fejlődő gazdasága intenzív amerikai gazdasági kapcsolatokkal párosul: az USA számára Kína a második legfontosabb kereskedelmi partner, a harmadik legnagyobb exportpiac, miközben importjában az első helyet foglalja el. A kínai felzárkózási folyamat az 1979-es világgazdasági nyitás óta tart. (Lásd 1. táblázat)

KÍNA NÉHÁNY FELZÁRKÓZÁSI MUTATÓJA

Kína				USA			
Megnevezés	Éves átlagos növekedési ütem (%)			Megnevezés	Éves átlagos növekedési ütem (%)		
	1979–2012	1991–2012	2001–2012		1979–2012	1991–2012	2001–2012
GDP	9,8	10,3	10,1	GDP	2,7	2,5	1,8
Összes állóeszköz-felhalmozás (100 millió jüan)	n/a	22,4	22,6	Összes hazai beruházás (milliárd dollár)	3,2	3,6	1,0
Fogyasztási javak kiskereskedelmi eladásai (100 millió jüan)	15,5	15,8	15,0	Fogyasztási javak kiskereskedelmi eladásai (milliárd dollár)	n/a	4,4	4,1
Teljes külkereskedelmi forgalom (100 millió dollár)	16,6	17,3	19,1	Teljes külkereskedelmi forgalom (100 millió dollár)	7,9	7,2	6,2
Lakossági betétállomány (100 millió jüan)	24,9	20,1	16,4	Lakossági betétállomány (milliárd dollár)	11,5	9,4	11,2

Forrás: Kínai Nemzeti Statisztikai Hivatal, U.S. Bureau of Economic Analyses, Board of Governors of the Federal Reserve System és US Bureau of Census adatai alapján saját számítás

Sajátosan alakultak viszont Kína működőke-kapcsolatai. A hivatalos statisztikák szerint Kína az USA után a külföldi működőtőke-beáramlás második legfontosabb célpontja a világgazdaságban és a harmadik legnagyobb működőtőke-exportőr ország.

Az 1979 óta Kínába áramló működő tőke közel fele Hongkongból származott. (Meg kell azonban jegyezni, hogy több szakértő szerint a tőke egy része tajvani eredetű vagy kínai üzletemberek viszik ki az országból, majd hozzák vissza Hongkongon keresztül, annak érdekében, hogy a preferenciális befektetési politika előnyeit élvezzék.) Az FDI befektetői rangsorában második helyen közel 8 százalékos részesedéssel az adóparadicsomnak számító Brit-Virgin Szigetek állnak, nyilvánvalóan a tőke eredeti forrása itt is többnyire más ország. Ahol valószínűleg megbízhatóbbak a statisztikák és ténylegesen működőtőke-behozatal mutatókat, az Japán és az USA részesedése 6,5, illetve körülbelül 5 százalékkal. (Tekintve a tényleges

befektetők kilétét övező bizonytalanságot, valamint azt, hogy a hivatalos adatok nem tartalmaznak az esetleges tőke kivonások nagyságát, a közel 1500 milliárd dollárnyi tőkebefektetés valószínűleg eltúlozza a ténylegesen külföldiek által befektetett tőke mértékét az 1979–2013 közötti időszakban.) (Morrison, 2014)

A működőtőke-behozatalnál említett statisztikai számbavételi bizonytalanságot erősíti, hogy a kínai működőtőke-kivitel célországainak sorrendje meglehetősen hasonló a behozataléhoz. Hongkong mellett több adóparadicsomnak számító ország jelenik meg a legfontosabb célpontok között (Brit-Virgin Szigetek, Kajmán-szigetek, Luxemburg). USA és Ausztrália számít a rangsorban olyan országnak, ahová minden bizonnyal nem elsősorban adómegetakarítási céllal exportálnak tőkét a kínai vállalatok.

Az adószempontokat is erőteljesen figyelembe vevő működőtőke-befektetésekkel kapcsolatos tőketulajdonosi döntések mellett is

elmondható, hogy egyelőre aszimmetrikus a kínai és az amerikai befektetési gyakorlat. Az Ázsiában és a csendes-óceáni térségben végrehajtott amerikai befektetéseket és e térségnek az USA-ba irányuló tőkeexportját összehasonlítva látható, hogy az ilyen irányú amerikai tevékenység jóval erősebb e térségben és Kínában, mint a fordított irányú befektetések. Sok amerikai vállalat végez továbbra is intenzív összeszerelő tevékenységet az ázsiai országban. (Lásd 2. táblázat)

A kínai gazdaságpolitika eddigiekben változt felzárkózási sikereit több évtizedes exportvezérelt, magas beruházási rátával és az ezt finanszírozó nagy belföldi megtakarítási rátával érte el. A gazdasági növekedés túlzott beruházás- és exportvezéreltsége azonban a gazdaság túlfűtöttségéhez vezetett. 2005-től a világgazdasági válság kirobbanásáig 10 százaléknál feletti GDP-növekedést produkált a kínai gazdaság, ez azonban 2008-ban már közel 8 százalékos inflációval párosult. (A több évtizedes gyors gazdasági növekedés az energiahiány

látványos növekedésével is járt, 1993 óta Kína nettó olajimportőr, az USA után a második a világon az olajbehozatal volumenét tekintve.)

A kínai gazdasági növekedés finanszírozásának sajátossága, hogy az elmúlt időszakban fokozódó mértékben tudott támaszkodni a belföldi megtakarításokra. A városi háztartások megtakarítási rátája például az 1995-ös 18 százalékról 2009-re 29 százalékra nőtt. A vállalatok – különösen az állami tulajdonúak – szintén nagy megtakarítók, mivel nem fizetnek osztalékot a tulajdonosoknak. A nagy megtakarítási rátát és ebből következően a magánfogyasztás és az elköltethető jövedelmek arányának csökkenését a GDP-hez képest nagyrészt két tényező okozza: Kína bankpolitikája és egy megfelelő társadalombiztosítási rendszer (nyugdíjrendszer, egészségügyi rendszer, munkanélküli segély) hiánya.

Kína korlátozza a háztartások tőkeexportját, ezért a kínai háztartások a megtakarítások nagy részét hazai bankokban helyezik el. A kormány határozza meg a betéti kamatlába-

2. táblázat

KÍNA ÉS AZ USA MŰKÖDŐTŐKE-KAPCSOLATAI

Külföldi működőtőke-befektetés az USA-ban (millió dollár)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ázsia és csendes-óceáni térség	204 708	230 231	246 585	269 772	294 976	325 431	323 404	346 605	409 512	427 679
ebből: Kína	284	435	574	785	584	1 105	1 624	3 300	3 729	5 154
Kínai befektetések aránya	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,5%	1,0%	0,9%	1,2%

Amerikai működőtőke-befektetések (millió dollár)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ázsia és csendes-óceáni térség	270 830	374 754	375 689	403 637	444 101	484 796	502 826	570 111	606 174	651 305
ebből: Kína	11 261	17 616	19 016	26 459	29 710	53 927	54 069	58 996	55 304	51 363
Amerikai befektetések aránya	4%	5%	5%	7%	7%	11%	11%	10%	9%	8%

Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis adatai alapján saját számítás

kat, ami gyakran alacsonyabb, mint az infláció. Ez tulajdonképpen jövedelemtranszfert jelent a háztartásoktól a vállalatok felé, amelyek így hasznot húznak az alacsony betéti kamatlábakhoz igazodó alacsonyabb hitelkamatlábakból. Emellett az említett társadalmi biztonsági háló hiánya kényszeríti arra a háztartásokat, hogy jövedelmeik nagy részét megtakarítsák.

A gazdaság túlfűtöttségre való hajlama miatt a kínai jegybank időnként restriktív monetáris intézkedéseket kénytelen alkalmazni. A 2000-es években többször emelték az alapkamatot, illetve a kötelező tartalékrátát annak érdekében, hogy féken tartsák az inflációt.

Emellett a 2006-tól lehetővé tett júanfelértékelődés – kiegészülve a 2000-es évek óta tapasztalt reálbérnövekedéssel – hozzájárult az exportorientáltság némi mérséklődéséhez, lassította a külkereskedelmi többletek képződésének folyamatát, s így némileg fékezte a külföldi tartalékok felhalmozódásának ütemét is. Természetesen a világgazdasági válság maga is átmenetileg visszavetette a kínai export iránti keresletet.

A júanfelértékelődés egyúttal növelte is a kínai politikusok aggodalmát arra vonatkozóan, hogy megmarad-e a kínai termékek árversenyképessége. De a bizakodás eddig – úgy tűnik – nem volt alaptalan. Az amerikai kamatlábak – részben éppen Kína masszív amerikai pénzügyi befektetései miatt is – a válság előtt és a válság időszakában is alacsonyak voltak, ami ösztönözte az amerikai háztartások fogyasztási szintjének fenntartását (akár hitelfelvétellel is), továbbra is keresletet teremtve a kínai termékek iránt is. (Ugyanilyen okból, pénzügyi befektetései révén a kamatokra gyakorolt mérséklő hatás révén Kína – bár nem szándékoltan – maga is hozzájárult a hitelállomány növekedésével megvalósuló ingatlanpiaci fellendüléshez az Egyesült Államokban a válság előtt, ami azután elvezetett a 2008-as eseményekhez.)

A felhalmozott devizakövetelések nagysága mellett jövedelmező befektetésüket az is

nehezíti, hogy azok összetétele sem mondható optimálisnak, kellően diverzifikáltak. Kína számára sokáig magától értetődőnek tűnt, hogy dollárban, a kulcsvalutában denominált befektetéseikben – ezen belül is körülbelül 70 százalékban amerikai kincstárjegyekben – tartsa külföldi devizaköveteléseit. Portfólióbefektetéseinek több mint egyharmadát ma is amerikai állampapírokban tartja – 2013-ban körülbelül 1,3 trillió dollárt –, de az alacsony hozamú kincstárjegyállományt 40 százalékra szorították vissza.

A 2000-es években a gyors eladósodás útjára lépett amerikai gazdaságpolitika miatt a dollár árfolyamának gyengülése kezdte leértékelni Kína portfólióbefektetéseit. Ehhez társult az, hogy az amerikai állampapírok hozama – éppen elsősorban nagy kínai keresletük miatt – még a kínai infláció mértékét sem érte el, ami szintén pénzügyi veszteségeket okozott az ázsiai országnak. Ezért kezdte Kína külföldi befektetéseit fokozatosan diverzifikálni. (Dani – Törös, 2011)

Pénzügyi veszteséget okozott az is, hogy a belföldön az inflációs nyomás mérséklése érdekében kibocsátott sterilizációs kötvényekre fizetett kamatot a lejegyzés érdekében magasabban kellett meghatározni annál, mint amit a dollárban tartott tartalékain Kína – mint befektető – el tudott érni.

A sterilizációs kötvényekre fizetett magas kamat – az alapkamat-emelések hatásához hasonlóan – azzal a következménnyel is járt, hogy további külföldi befektetőket vonzott erre a piacra (akár illegális úton is), ami felértékelődési nyomás alá helyezte a júant. A felértékelődés tényleges bekövetkezésével kapcsolatos várakozások azután még további külföldi tőkeáramlást ösztönöztek, spekulatív spirált kialakítva (Cognato, 2008). A spekulatív célú tőke elmúlt években tapasztalt beáramlásának folytatódása viszont továbbra is szükségessé tenné a valószínűleg újabb pénzügyi veszteségeket okozó erőteljes sterilizációt

(Gábor, 2010). A minősített külföldi intézményi befektetők száma (akik engedélyt kapnak kínai befektetésekre) 2012-re több mint 200-ra emelkedett a 2005. évi 33-ról, ami szintén a befektetések további növekedését vetíti előre. Ezzel is számolnia kell a kínai vezetésnek a monetáris politika kialakításakor.

A külföldi fizetőeszköz spekulatív célú beáramlása eddig arra kényszerítette a kínai jegybankot, hogy felvásárolja a devizát, amivel a pénzkínálatot növelte, így hozzájárult ahhoz is, hogy a bankok növeljék hitelezésüket. Ez okozta a többletkapacitások létrejöttét, például az acéliparban (Selfin – Snook – Gupta, 2011), vagy eszkbuborékok kialakulását az ingatlanpiacon (Martin, 2008). A legfejlettebb országokkal ellentétben, ahol a hitelezés a válság során mérséklődött, Kínában a hitelállomány a válság időszakában a GDP 132 százalékára emelkedett, meghaladva a fejlett országok szintjét is. A hitelek 85 százalékát a vállalatok kapták. A bővülés kontrollálásának igénye gyakran arra kényszerítette az ország vezetését, hogy adminisztratív korlátozásokat alkalmazzon egyes szektorok hitelezésében.

A pénzügyi közvetítés mélysége (a pénzügyi eszközök GDP-hez viszonyított aránya) a vázolt – szabályozási nehézségektől sem mentes – fejlődés ellenére még mindig csak fele a fejlett országok átlagának. A jüan nem konvertibilis, folyó- és tőkeműveleti korlátozások is nehezítik a valuta gyorsabb nemzetközi pénzzé válását. (Dobbs – Lund – Leung, 2013)

A monetáris politikában végrehajtott változtatások mellett a kínai kormánynak fiskális eszközökkel is lépéseket kellett tennie a GDP-növekedés stabilizálása érdekében, amely a válság időszakának mérsékeltebb exportkereslete miatt csak a belső kereslet bővítésével volt elképzelhető. A fiskális élénkítés módja az infrastruktúra-befektetésekre fordított állami kiadások növelése lett, leginkább vasútfejlesztések révén. Ez a politika sikeres volt abban az értelemben, hogy a legfontosabb gazdasági in-

dexek csak 2009-ben mutattak visszaesést. De a költségvetési kiadások agresszív növeléséhez társuló, erőltetetten megnövelt állami beruházások és a hitelkínálat-bővítés ismét túlfűtötte a gazdaságot (Csanádi, 2013), ami azután az infláció felpörgéséhez és a helyi önkormányzatok eladósodottságának növekedéséhez vezetett. Mivel az új kapacitások is hozzájárultak ahhoz, hogy a külkereskedelem újra dinamikusabban bővüljön 2009 után, így visszatért az a probléma is, hogy a duzzadó devizatartalékokat hogyan fektesse be jövedelmezően Kína.

A KÍNAI SZUVERÉN ALAPOK SAJÁTOSÁGAI

A fölös jegybanki tartalékok egy részének menedzselésére szuverén alapként 2007-ben létrehozták az állami tulajdonban lévő Kínai Beruházási Vállalatot (China Investment Corporation – CIC) azzal a céllal, hogy növeljék a devizatartalékok megtérülését. Bár a vagyonalap külföldi kihelyezéseinek körülbelül felét a kezdeteknél követett befektetési politika miatt még mindig amerikai befektetések teszik ki, de mint hosszú távú befektető ma már élen érdeklődik infrastrukturális és környezetvédelmi beruházások, ingatlanbefektetések iránt is. (Rao, 2013)

A CIC külföldi befektetési tevékenysége mellett – amelyre létrehozták a CIC International-t –, a válság idején a hazai bankszektor is feltökésítette, átlagosan 40 százalékot meghaladó részesedést szerezve a kínai állami tulajdonú bankokban. A CIC, befektetési társasága, a Central Huijin-ben tartott befektetési révén közvetve kontrollálja a 4 nagy kínai állami bankot, amelyek a kínai bankpiac 65 százalékát reprezentálják. A befektető társaság legnagyobb tulajdonosa az Államtanács. Míg a külföldi befektetéseit nem tartja politikai természetűnek a CIC, nyíltan vállalja, hogy belső befektetéseit politikai természetűek vol-

tak, nem a jövedelmezőség volt a befektetések elsődleges szempontja, hanem az állami bankok megmentése, tőkehelyzetük rendezése.

A CIC megalapításánál a kínai kormány a devizatartalékokból történő közvetlen fel-tőkésítés helyett kötvényt bocsátott ki 1,6 milliárd jüan értékben, a jegyzésből befolyt összegből 200 millió dollárt vásároltak a kínai jegybanktól, amely összeg a CIC alap-tőkéje lett. A 10–15 éves lejáratú kötvények kibocsátásánál a felajánlott kezdeti hozam 4–5 százalék közé esett, így a CIC befektetése után már kezdetben ezt a hozamot várták el a megtérülés érdekében. Ez nem szokásos eljárás a szuverén alapok indításánál, amelyek általában explicit fizetési kötelezettségek nélkül kezdik meg tevékenységüket. A hozamkövetelményekhez hozzávéve a dollár gyengülését is ebben a kezdeti időszakban, a tényleges elvárás még ennél is magasabb volt. (Santiso, 2008) Ezt nem tudta teljesíteni az alap, 2011-ben még veszteséges is volt, de 2012-ben egy jelentős portfóliódiverzifikáció után már 10 százalék fölötti hozamot tudott elérni. A hosszabb távú, nagyobb megtérülést ígérő befektetések engedélyezett időtávját 5-ről 10 évre növelték 2011-től és ezzel párhuzamosan növelték közvetlen befektetéseiket magánvállalati részvényekbe, magántőke alapokba, fedezeti alapokba és ingatlanbefektetések révén.

Mivel az USA protekcionista magatartást tanúsít Kína amerikai energetikai és telekommunikációs cégekbe irányuló befektetéseit tekintve, ezért Kína érdeklődése Európa irányába fordult az elmúlt években. Leginkább Nagy-Britannia bátorítja a kínai befektetéseket, különösen infrastrukturális és ipari projektekben. Az európai vállalatok kínai tevékenysége számára is mutatkozik ebből előny, hiszen a szorosabb kapcsolatok révén könnyebben meg tudják közelíteni a nagy ország termé- és szolgáltatáspiacait. (Wenbo, 2013) Míg Kína európai befektetéseit főleg a profitmotívumok határozzák meg, a feltörekvő piaci

kínai befektetéseknek stratégiai okai is vannak: az energia- és természetierőforrás-igény hosszú távú kielégítése.

A kezelt vagyont tekintve még a CIC-nél is nagyobb a SAFE (State Administration of Foreign Exchange), amely a kínai devizasabályozásért is felelős. Mindkét alap beruházási tevékenységében a pénzügyi szektorba történő befektetéseken túl egyre jellemzőbb a külföldi nyersanyagtermelő, technológiai, ingatlan-szektorokba történő befektetés. Ezen belül a SAFE az Egyesült Királyság részvénypiacára specializálódott. Jelentős még Hongkong szuverén alapja, valamint a China–Africa Development Fund (2007-ben alakult, elsősorban pénzügyi jellegű befektetésekre Afrikában) és a 2000-ben alapított Nemzeti Szociális Biztonsági Alap (National Social Security Fund – NSSF) is.

A szuverén alapok külföldi befektetésein kívül maguk a kínai vállalatok is erőteljes külföldi beruházási és befektetési tevékenységet folytatnak. Míg a világgazdaság fejlett régióiban a technológia megszerzése a cél, a fejlődő országokba, különösen Afrikába a még kiaknázatlan ásványkincsekért költöznek a kínai vállalatok, hiszen a gyors gazdasági növekedés nagy nyersanyag- és energiahordozó kereslettel jár együtt. A kínai exportőr nagyvállalatoknak szükségük van exportpiacaikon a szolgáltatásokra (szállítás, biztosítás), illetve az ezek fölötti rendelkezés megszerzésére is. A feltörekvő kínai vállalatok igyekeznek ismert nyugati márkanéveket is megszerezni annak érdekében, hogy versenyképességüket így is javítsák, magasabb eladási árakat tudjanak elérni. Arra is van példa, hogy a kínai vállalatok a hazainál olcsóbb munkaerőpiacokat keresnek (például Vietnam). (Artner, 2010)

A reálbérek már hosszabb ideje dinamikusan növekszenek Kínában a gyors gazdasági növekedés körülményei közepette. Ez és a feldolgozóipar export-versenyképessége miatt szükségszerűen felhalmozódó devizatartalékok

és a felértékelődő jüan arra kényszeríti a kínai vezetést, hogy gazdasági transzformációt hajtson végre, az extenzív, túlzottan exportorientált növekedésről térjen át a humán tőkére és a kutatás+fejlesztésre alapozott, a belső lakossági igényeket is jobban kielégítő fejlődésre. Erre a tőkéje rendelkezésre áll, de szuverén alapjai révén egyben valószínűleg a feltörekvő országok legjelentősebb finanszírozója is lehet.

VÁRHATÓ TRENDK A KÖZELJÖVŐBEN ÉS HOSSZABB TÁVON

Az USA egyensúlyi értelemben Kínával ellentétes pályát járt be a 2000-es években. A hatalmas kínai fizetésimérleg-többletekkel és devizatartalékokkal szemben az USA nagy folyó fizetésimérleg-deficittel szembesül, ami-

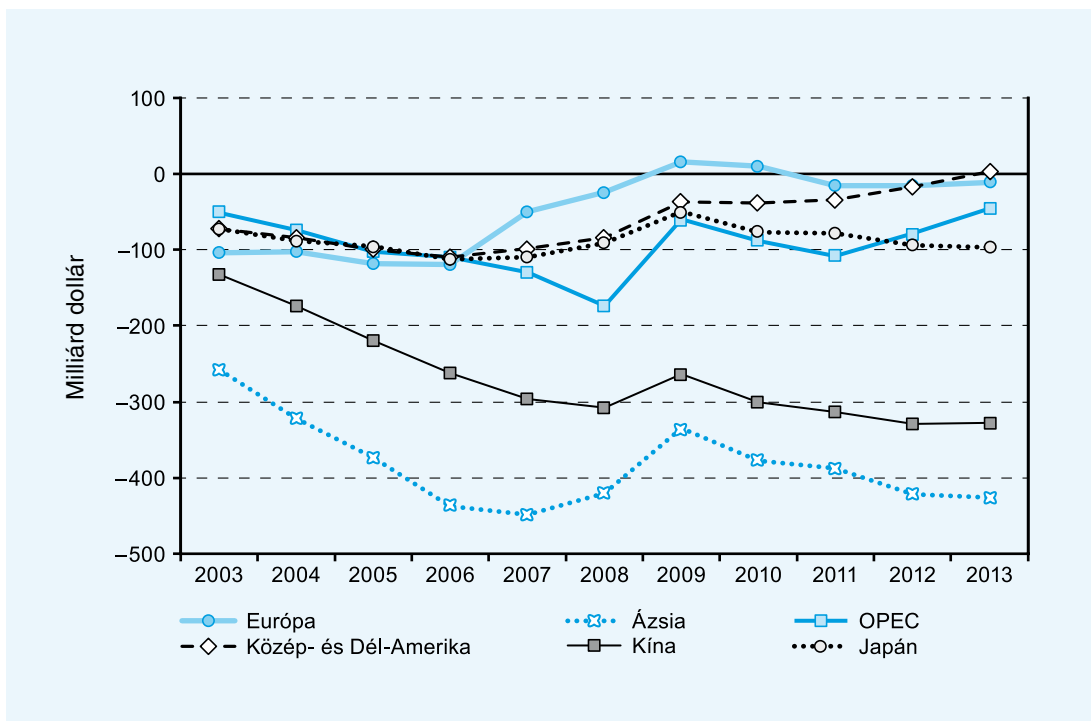
nek elsődleges oka az ázsiai országgal szembeni növekvő kereskedelmi mérleg deficitje. Míg a válság után a világgazdaság számos térségét tekintve javítani tudta külső pozícióit (nagy olajimport függősége ellenére még az OPEC-országokkal szemben is), addig Kínát tekintve a válság idején visszaeső amerikai importkereslet a normalizálódás időszakában ismét növekedésnek indult, így a válság csak átmenetileg fékezte az amerikai külső egyensúlyi pozíció romló trendjét. (Lásd 1. ábra)

Fennmaradt az trend is, hogy a belföldi megtakarítások elégtelensége miatti külső finanszírozást továbbra is jelentős részben a kínai tőkebeáramlás biztosítja. (Lásd 2. ábra)

Az USA-ban az utolsó költségvetési többlettel záró év, 1969 óta jellemző a túlköltekező fiskális politika is. A költségvetési hiány mértékét ugyanakkor nem kizárólag a válságkeze-

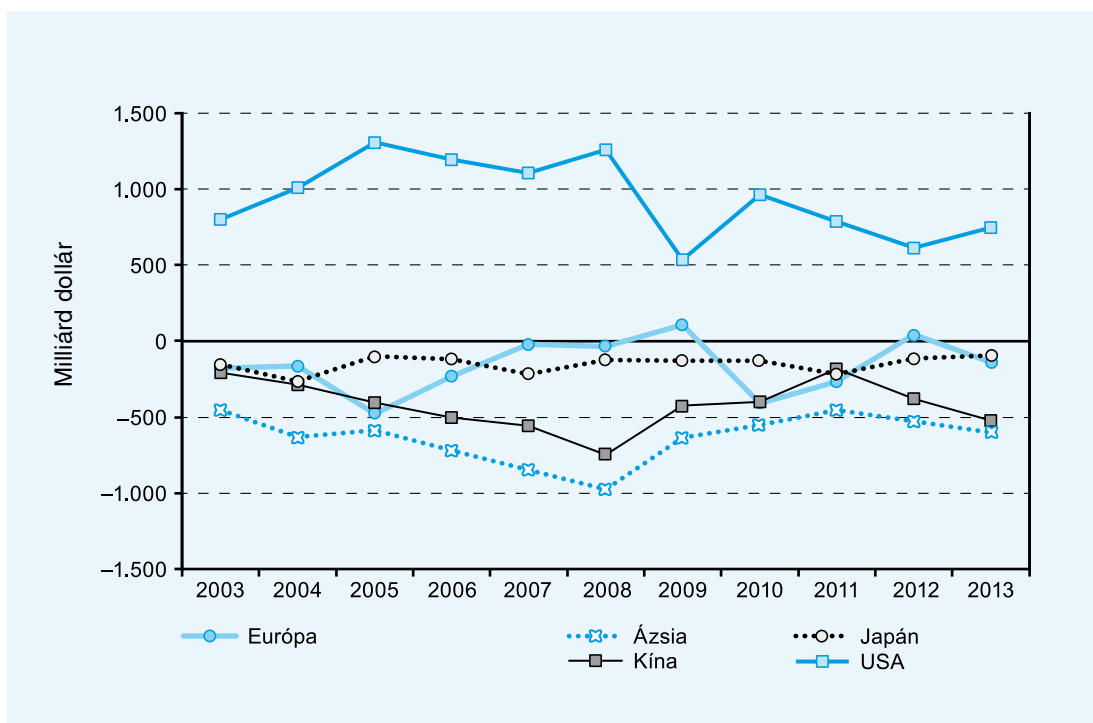
1. ábra

AZ USA FOLYÓ FIZETÉSIMÉRLEG-POZÍCIÓJA



Forrás: US Bureau of Economic Analyses adatai alapján saját szerkesztés

AZ USA KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI IGÉNYE ÉS FŐ FINANSZÍROZÓI



Forrás: US Bureau of Economic Analysis adatai alapján saját szerkesztés

lésre, bankmentésre költött összegek növelték. Egy része olyan társadalmi programokból és reformokból tevődik össze, mint az idősök, illetve a szegények egészségügyi ellátását finanszírozó alapoknak garantált állami támogatások, az egészségbiztosítási rendszer kiterjesztése az abból kimaradó mintegy 45 millió amerikaira, valamint az egészségügyi rendszer és a közoktatás általános finanszírozási feltételeinek javítása. A rendszeres költségvetési deficittekből adódóan az USA másik fő egyensúlytalansága a reagani időszak óta folyamatosan és gyorsuló ütemben növekvő államadósság. A belföldi megtakarítások elégtelenségét mutatja az is, hogy az elmúlt húsz évben több államkötvény került külföldi kézbe, mint hazai befektetőkhez és az amerikai állampapírok mintegy kétharmada külföldi tulajdonban van. (Szilágyi, 2009)

A finanszírozási terheket csak tetézte, hogy az amerikai kormány a pénzügyi válság kirobbanásakor soha nem látott méretű monetáris és fiskális expanzióba kezdett. A bankmentő és a gazdaságélénkítő csomagok tartósították az egyensúlyi problémákat. Ezek várhatóan a közeljövőben sem mérséklődnek jelentősen, ezért az USA mint nagy felvevőpiac és Kína, mint nagy exportőr és finanszírozó sajátos kapcsolata, a két ország egymásra utaltsága a közeljövőben sem fog várhatóan érdemben változni.

Kína bizonyos értelemben túszul ejtette magát ebben a kapcsolati függésben, mert az USA-ban befektetett tartalékainak mérete miatt ragaszkodnia kell azok értékállóságának biztosításához. Nem érdeke a gyenge dollár, mert az leértékelné hatalmas amerikai tartalékait. A dollárárfolyam alakulása –

amelyre Kína maga is hatással van – jelenti az egyik legnagyobb dilemmát a kínai vezetés számára.

Az amerikai jegybank szigorodó politikája, az eszközvásárlások mennyiségének folyamatos mérséklése, valamint a 2015-től várható kamatemelési hullám és az ennek nyomán emelkedő amerikai tőkepiaci hozamok miatt az elemzők középtávon többnyire a dollár erősödését várják. Az USA-ban a válság után a lakosság eladósodottságának csökkenése és a lakossági fogyasztás emelkedése a gazdasági növekedés gyorsulásának irányába mutat.

A Fed 2013 decemberében úgy döntött, hogy eszközvásárlásait 2014-ben fokozatosan megszünteti. A jegybank ezen eszközvásárlások keretében hosszú futamidejű állampapírokat és jelzálogleveleket vásárolt, ezzel segítve az alacsony kamatszint tartós fennmaradását, azon keresztül pedig a gazdasági növekedés gyorsulását. Az USA központi banki rendszere, a Federal Reserve System (Fed) eszközvásárlásainak előző fázisai nagyban hozzájárultak a tőkepiacok bizonyos szegmenseinek – különösen a fejlett országok vállalati részvényei árfolyamának – elmúlt években tapasztalt szárnyalásához.

A Fed iránymutatásában jelezte, hogy nem jöhet monetáris szigorítás addig, amíg a munkanélküliség 6,5 százalék feletti, de ezt az értéket már 2014 első hónapjaiban megközelítette az amerikai gazdaság. Mivel a Fed a gazdasági növekedést még nem tartja elég erősnek, ezért a kedvező munkanélküliségi adat ellenére sem valószínű, hogy a kamatemeléseket gyors ütemben hajtaná végre. (Questor, 2014)

Stratégiai szempontból pedig annak van igen nagy jelentősége, hogy az Egyesült Államok a tervek szerint a következő két évben a világ vezető olajtermelő államai közé kíván kerülni és 2035-re önellátó lehet ebben a tekintetben. A palaolaj- és palagázkészletek nagyságát és kitermelhetőségét illetően az előrejelzések meglehetősen nagy eltéréseket

mutatnak, de ha valóra válnak a tervek, akkor ez az amerikai fizetőeszköz számára hosszabb távon is erősödést hozhat.

Kína várhatóan csak az eddiginél lassabban tudja növelni gazdasági teljesítményét, az éves GDP-növekedés üteme 2014-ben valószínűleg 7,5 százalék alatt lesz. Ha bekövetkezik az a forgatókönyv, amely az USA-ban a dollár erősödéséhez vezetne közép- és hosszú távon, az Kína – mint befektető – számára eddigi befektetései értékállóságának megőrzését jelenthetné. Ennél is jobb pozíciót érhetne el akkor, ha sikerülne az amerikai gazdaság nem pénzügyi szektoraihoz befektetőként jobban hozzáférnie.

ÖSSZEFOGLALÁS

A szuverén alapok súlya a nemzetközi tőkepiacokon az utóbbi években megnőtt, ahogy főleg Kína és Oroszország hivatalos devizataralékai is hatalmasra duzzadtak. A kínai tulajdonú alapok önmagukban a szuverén alapokban elhelyezett vagyon közel negyede felett rendelkeznek. Befektetéseiket a válság hatására részben átrendezték, a pénzügyi szektor részesedése visszaszorult az elszorított veszteségek és a nagy kockázatok miatt, viszont számos iparvállalatban jelentős arányú tulajdonrészt szereztek.

Kína gazdasági sikereit több évtizedes exportvezérelt, magas beruházási rátával és az ezt finanszírozó nagy belföldi megtakarítási rátával operáló gazdaságpolitikával érte el, míg az USA egyensúlyi értelemben a kínaival éppen ellentétes pályát járt be a 2000-es években, nagy folyó fizetésimérleg-deficitekkel szembesül. A globalizálódó világgazdaságban és a pénzügyi piacokon pozícióik szinte egymás tükörképévé váltak, az amerikai deficitek finanszírozásában a kínai tőkebeáramlás vált elsődleges tényezővé. E viszonyba csak az hozna lényeges változást közép- és hosszú távon, ha

az Egyesült Államok a feltárt új készletei alapján a következő években a világ vezető olajtermelő államai közé kerülne, majd később önellátóvá válna.

Az európai bankok nagy összegű dollárkölcsönöket vettek fel a válság előtti időszakban, és ezt hitelezték tovább világszerte. E kölcsönök jelentős részét a feltörekvő országok infrastrukturális fejlesztéséhez kapcsolódó hosszú távú hitelezésre használták. A válság kirobbanása után ebből a tevékenységből – máig is tartóan – elkezdtek visszavonulni, mert maguk is nehezen jutottak forráshoz. Ez sok feltörekvő ország számára – amelyek szuverén alapokkal nem rendelkeznek – nehézséget okoz projektjeik finanszírozásában. A hosszú távú finanszírozás intézményrendszere így jelenleg nem áll rendelkezésre a világgazdaságban és a várható jövőbeni igényeknek megfelelő volumenű hitelezésre sem képes. Pedig az elsődleges nyersanyagokban mutatkozó hiányjelenségek, a környezetszennyezés, a klímaváltozás hatásainak kezelése fenntartja az igényt a megújuló energiát biztosító fejlesztések iránt. Ezzel egyenrangú igényt jelentenek számos feltörekvő országban a gyors lakossági jövedelembővüléssel együtt járó urbanizációt elfogadható életkörülményekkel párosító, elsősorban infrastrukturális beruházások

(Aglietta, 2013). E fejlesztési igények mind tipikusan hosszú távú finanszírozást igényelnek. A pénzügyeknek ezekhez a trendekhez alkalmazkodniuk kell.

A globális pénzügyi krízis rámutatott arra, hogy a nemzetközi pénzügyi piacok nem önszabályozók, de egységes nemzetközi szabályozásuk kiépítése nem várható rövid távon, mert erre nincs közös politikai akarat a meghatározó országok, országcsoportok részéről. A bankok mellett a hosszú távú finanszírozás megfelelő volumenének biztosítására a nagy nyugdíjalapok sem lesznek várhatóan képesek, amelyek az előregedés miatt inkább alultőkésítettséggel küzdenek, és ugyanígy a nagy biztosítársaságok sem, szolvenciakövetelményeik miatt. Leginkább a szuverén vagyonalapok azok, amelyek a finanszírozási úrt képesek lehetnek betölteni, mivel nemzetek devizakövetelésekben megtestesülő többletvagyonát igényelnek lakosságuk jövő nemzedékei számára átmenteni, így igazán hosszú távú befektetési horizontban gondolkozhatnak. A szuverén vagyonalapok részben pótolhatják a banki finanszírozást és a megtakarítási többlettel rendelkező ázsiai országokból a fejlett piaci befektetések mellett a gyorsan növekvő, de finanszírozási hiánnyal küszködő feltörekvő országokba csoportosíthatják át a tőkét.

JEGYZET

¹ A szerző köszönetét fejezi ki Csanádi Máriának és Voszka Évának a cikkhez tett értékes észrevételeiért.

IRODALOM

AGLIETTA, M. (2013): Sovereign Wealth Funds in the mutation of global finance. *CSAF International Conference*

AL-HASSAN, A. – PAPAIOANNOU, M. – SKANCKE, M. – SUNG, C. C. (2013): Sovereign Wealth Funds: As-

pects of Governance Structures and Investment Management. *IMF Working Paper*. 231

ARTNER A. (2010): A kínai direkt tőkeexport legújabb fejleményei. *Statisztikai Szemle*. 9, 932–950. oldal

- BIEDERMANN Zs. (2013): A szuverén vagyonalapokról. *Külgazdaság*. 11–12, 30–47. oldal
- COGNATO, M. H. (2008): China Investment Corporation: Threat or Opportunity, The National Bureau of Asian Research Analysis, Volume 19, Number 1m pp. 9–20
- CREE, A. (2008): Managing China's Sovereign Wealth Fund Development: American strategy for setting rules and norms, *The Journal of International Policy Solutions*. Volume 9, pp. 27–32
- CSANÁDI, M. (2013): State Intervention, Local Indebtedness, Investment Overheating, and Their Systemic Background During Global Crisis in China, MT – DP 2013/40, Hungarian Academy of Sciences, Centre for Regional and Economic Studies
- DANI Á. – TÖRÖS Á. (2011): Kínai szuverén alapok: út a tartós fejlődéshez? *Pénzügyi Szemle*. 2, 237–251. oldal
- DOBBS, R. – LEUNG, N – LUND, N.: China's rising stature in global finance. http://www.mckinsey.com/insights/winning_in_emerging_markets/chinas_rising_stature_in_global_finance
- FARKAS P. (2011): Beruházás, megtakarítás és nettó transzfer a világgazdaság térségeiben. *Statisztikai Szemle*. 7–8, 840–858. oldal
- GÁBOR T. (2010): A monetáris sterilizáció korábbi sikerei és jövőbeli veszélyei Kínában. *Hitelintézet Szemle*. 4, 361–380. oldal
- GUEDHAMI, O. (2013): Characteristics of Government Acquisitions Over Time: International Evidence and Crisis Effect In: The PB Report 2012, A Publication of the Privatization Barometer , 2013 www.privatizationbarometer.net
- JOHNSON, S. (2007): The Rise of Sovereign Wealth Funds. *Straight Talk, a quarterly magazine of the IMF*. Volume 44, Number 3 http://www.economia.pucrio.br/mgarcia/Seminario/Seminario_textos/Theszázalék20Riseszázalék20ofszázalék20Sovereignszázalék20Wealthszázalék20Funds.pdf
- JEN, S. (2007): The Definition of a Sovereign Wealth Fund. <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20071026-Fri.html>
- MARTIN, M. F. (2008): China's Sovereign Wealth Fund. CRS Report for Congress, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34337.pdf>
- MEGGINSON, W. L. (2013): Privatization Trends and Major Deals in 2012 and 1H2013, A Publication of the Privatization Barometer. www.privatizationbarometer.net
- MORRISON, W. M. (2014): China's Economic Rise: History, Trends, Challenges and Implications for The United States, *CRS Report*. June
- OHRENSTEIN, R. (2013): Global trends in sovereign investing, In: KPMG: Emerging trends in the sovereign wealth fund landscape pp. 7–10
- SANTISO, J. (2008): Sovereign wealth funds: Key financial actors of the changing wealth of nations, OECD Emerging markets Network Paper, October 2008, Published In: M. Rietveld, ed. (2008), *New perspectives on sovereign asset management*, London, Central Banking Publications, pp. 173–193
- SZILÁGYI, J. (2009): A válság hatása az Egyesült Államokra. In: *A globális válság: hatások gazdaságpolitikai válaszok és kilátások*, 6. kötet, Világgazdasági Kutató Intézet, Budapest
- RAO, S. (2013): Sovereign wealth funds to hit record \$5.6 trln by year end. <http://uk.reuters.com/article/2013/03/12/financial-funds-sovereign>
- SELFIN, Y. – Snook, R. – Gupta, H. (2011): The impact of Sovereign Wealth Funds on economic suc-

cess. http://www.pwc.co.uk/en_UK/uk/assets/pdf/the-impact-of-sovereign-wealth-funds-on-economic-success.pdf

TRUMAN, E. M. (2010): Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? *Peterson Institute for International Economics*. pp. 1–186

WENBO, Y. (2013): China Sovereign Wealth Fund's Shifting Strategy. <http://www.economonitor.com/blog/2013/04/china-sovereign-wealth-funds-shifting-strategy/>

QUESTOR ZRT. (2014): Tiszta Amerika? Befektetési stratégia, 2014 http://www.quaestor.hu/attachments/penzugyek/vpdf/2014_Befektetesi_strategia.pdf

ESADEgeo (2013): Sovereign Wealth Funds, Editor: J. Santiso. http://itemsweb.esade.edu/wi/Prensa/ESADEgeo_SWF_Report_2013.pdf

Invesco (2014): New Funding For Global Sovereigns Promotes Strategic Asset Allocation To Emerging Markets And Alternatives <http://www.multivu.com/players/English/7254351-invesco-global-sovereign-asset-management-study-2014/>