

A KÍNAI ÁRFOLYAMRENDSZER ÉS DEVIZAGAZDÁLKODÁS LIBERALIZÁCIÓJÁNAK ELSŐ LÉPÉSEI

Készítette: Erhart Szilárd

Kína más nagy, zárt országok példáját követve rugalmasabb árfolyamrendszer irányába mozdult el az elmúlt években, és a renminbi nemzetközi használatának támogatásához úgynevezett devizacsere megállapodásokat kötött külföldi jegybankokkal. A kínai árfolyamrendszer jelenleg úgynevezett „sávcsúszó-rögzítéses” rendszer, amelyben a sávot fokozatosan +/-2 százalékosra szélesítették, és az árfolyam számára 20 százalékos meghaladó felértékelődést engedtek 2008 októbere óta. A rugalmasabb árfolyamrendszer mellett oldódtak a devizagazdálkodásra vonatkozó szabályozások is, így a Kínán kívüli, úgynevezett offshore renminbi piacok likviditása jelentősen javulni tudott. A nemzetközi kereskedelem ösztönzését és a pénzügyi stabilitási célokat szolgáló kínai swapline megállapodásokban közreműködő jegybanki partnerek száma az elmúlt években csaknem 30-ra nőtt: Európában az MNB mellett a Bank of England, az Európai Központi Bank, illetve a Svájci Nemzeti Bank is a kínai partnerek közé tartozik.

Ez az elemzés egy többrészes cikksorozat második részeként visszatekintést ad a kínai külgazdasági liberalizáció közelmúltbeli lépéseiről. A cikksorozat további részei bemutatják a nemzetközi jegybankok renminbivel kapcsolatos lépéseit, a kínai jegybank árfolyampolitikáját, az MNB-vel, illetve más jegybankokkal kötött devizacsere keretmegállapodásait (swapline megállapodások), valamint ismertetik a Kínán kívüli renminbi központok jellemzőit.

1. A KÍNAI ÁRFOLYAMRENDSZER FOKOZATOSABBAN RUGALMASABBÁ VÁLT

Kína úgynevezett „sávcsúszó-rögzítéses” típusú árfolyamrendszert működtetett az elmúlt években. A központi paritás körül a jegybank egyre szélesebb kereskedési sávban engedte a renminbi árfolyamát ingadozni. 2012 áprilisáig +/-0,5 százalékos széles volt a dollárral szembeni árfolyamsáv, ezt követően +/- 1 százalékos, majd 2014 márciusától +/- 2 százalékos. Emellett 2014. júliustól a bankok ügyfelek számára jegyzett deviza árfolyamai a piaci kereslet és kínálat viszonyai szerint változhatnak (ezt megelőzően a vételi és eladási árfolyamok között legfeljebb 4 százalékos lehetett a különbség).

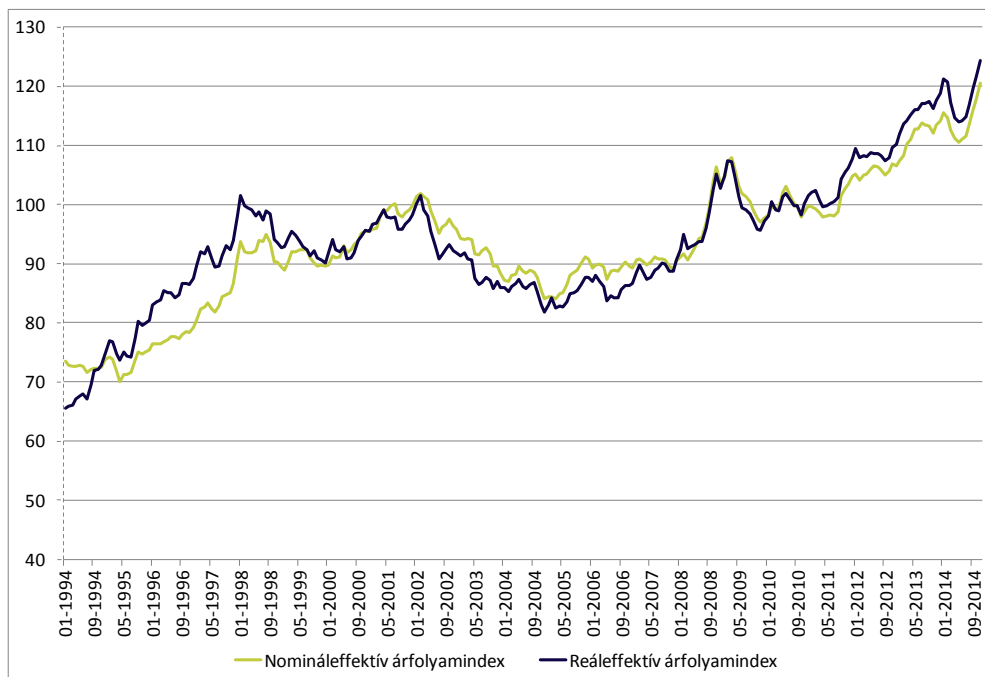
A központi paritást az azonnali ügyletekre a kínai devizapiaci kereskedési rendszeren (CFETS - China Foreign Exchange Trade System) keresztül határozódik meg a [jegybanki felhatalmazás](#) alapján a bankközi piaci szereplők közötti jegyzések alapján.

A kínai felzárkózásból fakadó felértékelődési nyomás, illetve az úgynevezett Balassa-Samulson hatás a renminbi árfolyamára is hatott. Bár a renminbi nominális felértékelődését a 2000-es években korlátozni igyekezett a Kínai jegybank, ugyanakkor a pénzügyi válságban manifesztálódott globális egyensúlytalanságokra reagálva az elmúlt években nagyobb teret engedett az árfolyam felértékelődésének. 2008. október és 2014. november között a fogyasztói árindex alapú reálárfolyam 21 százalékkal értékelődött fel.¹ 2014-ben az árfolyam alakulása kiegyensúlyozot-

¹ PBC (People's Bank of China, Kínai Jegybank): Monetary Policy Report, 2014. II. negyedév:

tabb képet mutatott az elmúlt évekhez képest, amelyben a kínai hatóságok, árfolyam-erősödési spekulációt megakadályozni szándékozó lépései, például a tartalékráta csökkentések, és likviditásbővítő műveletek is közrejátszottak.

1. ábra: A renminbi nomináleffektív és reáleffektív árfolyamindexei (% , 2010=100)



Forrás: [BIS effektív árfolyamindexek](#)

A piaci várakozások és a jegybank kommunikációja szerint az árfolyamrendszer rugalmasabbá tétele folytatódhat a jövőben: az ingadozási sáv fokozatosan még szélesebbé válhat, később a központi paritás eltörlésre kerülhet, illetve Kína a lebegő árfolyamrendszerre válhat. Közgazdasági szempontból az árfolyamrendszer rugalmasabbá tételét indokolja, hogy Kína alapvetően nagy, zárt gazdaság, és az ilyen országok általában rugalmas árfolyamrendszert, jellemzően lebegő árfolyamrendszert választanak. Az átállást megkönnyítheti, hogy a magas kínai export és import forgalmak ellenére a nettó export hozzáadott értéke relatíve alacsony volt, miközben a tőkemérleg zárt.

2. A RENMINBI ONSHORE ÉS OFFSHORE DEVIZAPIACA

A renminbi esetében megkülönböztetést kell tenni az úgynevezett onshore (Kínán belüli) és offshore (Kínán kívüli) devizapiac között. Míg az utóbbi piacon az árfolyamot egyre inkább a piaci erők befolyásolták a fizetési mérleg és árfolyamrendszer liberalizációjával párhuzamosan, az onshore piac továbbra is erősen szabályozott maradt. Az onshore és offshore piac közötti átjárás a külkereskedelmi elszámolások teremtették meg 2010 óta, amelyek fokozatosan renminbiben is elszámolhatóvá váltak, emellett a kínai hatóságok fokozatosan a tőkeáramlások esetében is lehe-

tővé tették egyes intézmények (elsősorban intézményi befektetők és jegybankok) esetében a renminbi elszámolásokat bizonyos összeghatárig. (A renminbi elszámolásokról részletes képet ad a cikksorozat első írása.)

2.1. Onshore renminbi piac: továbbra is kötött devizagazdálkodás

A kínai belföldi devizapiac 1994-ben indult, és az ország méretéhez képest továbbra is relatíve alacsony forgalmat bonyolít. Tranzakciók csak reálgazdasági ügyletekhez, alapvetően az export és import tevékenységhez kapcsolódóan köthetőek (spekulatív kereskedés tiltott), 1997-től derivatív ügyleteket is lehet kötni.

A piac szereplői a belföldi szereplők, külföldi leánybankok, illetve pénzügyi cégek (összesen 375 intézmény), amelyek a kínai devizakereskedési rendszeren, CFETS rendszerben köthetnek ügyleteket, ezen belül forward, FX swap, cross-currency swap ügyleteket kb. 80 engedélyezett intézmény köthet, míg opciós kereskedési engedélye megközelítőleg 30 intézménynek van

Néhány devizával az RMB-vel szemben közvetlen módon lehet kereskedni minden tartományban: NZD (2014), USD, JPY (2012), AUD (2013), MYR, GBP (2014. június), EUR (2014. szeptember), SGD (2014. október). Bizonyos devizákra továbbá egyes tartományokban lehet ügyleteket kötni (LAK, KZT, VND, KRW, THB) ² További két devizával **közvetett módon, USD ellenében lehet ügyleteket kötni (HKD és CAD).** A forgalom túlnyomó többségét (95%-át) a dollárral szembeni ügyletek adják (4. táblázat).

A PBC adatközlése szerint a renminbi onshore devizapiaci forgalma 12700 milliárd RMB értéket tett ki 2014 első félévében, így a napi forgalom USD-ben számolva 16-17 milliárd dollár körüli lehetett, ami megközelítőleg megfelel a BIS 2013. áprilisi adatainak (2. táblázat).

1. táblázat: Az onshore (CNY) devizapiaci forgalom 2014 első félévében

Deviza	USD	EUR	JPY	HKD	GBP	AUD	NZD	CAD	MYR	RUB	THB	Összesen
Forgalom (mrd RMB)	12202	110	252	82	26	81	12	0.2	0.4	6	0.1	12771
Relatív forgalom	96%	1%	2%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Forrás: PBC

3. OFFSHORE DEVIZAPIAC

Az offshore piac 2010 augusztusában indult a határon átnyúló renminbi elszámolásokkal egy időben, és azóta korlátozásoktól mentesen hozzáférhető minden szereplő számára (a fedezeti és spekulatív célú ügyletek is köthetőek). A vállalkozások, bankok és befektetési intézmények, amelyek jellemzően a nem leszállítási piacot használták, egyre inkább az offshore piacok felé fordultak az elmúlt időszakban, így a 2010-es 30-300 bázispontos értékről 20-40 bázispontra csökkent a spot piaci bid-ask különbség.

² Laoszi kip (LAK) kazah tenge (KZT), vietnami dong (VND), koreai won (KRW) thai bát (THB)

Az RMB likviditás gyorsan nőtt az offshore piacon. A BIS adatai alapján az offshore spot piac 2013. áprilisi napi átlagos forgalma Hong Kongban 5,1 mrd dollár volt, aminek megközelítőleg háromszorosa volt az onshore forgalom. A Hong Kongon kívüli offshore azonnali piac napi átlagos forgalma a BIS szerint 7,7 mrd dollár. A globális renminbi offshore piacon a napi forgalmat az azonnali (spot) ügyletekre 12,8 milliárd dollárra, míg a határidős (forward) ügyletekre 7,1 milliárd dollárra becsülte a BIS. A londoni adatok szerint a teljes offshore FX renminbi piac 26 százaléka zajlik Londonban, és 56,6 százaléka Hong-Kongban.

2. táblázat: Az onshore és offshore renminbi piac legfontosabb jellemzői

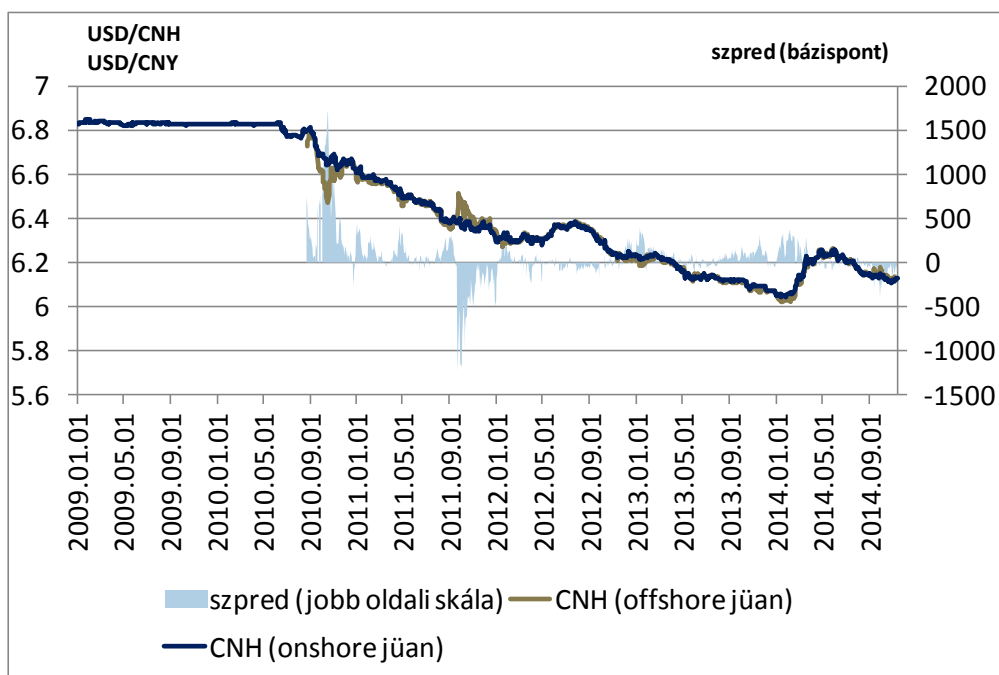
	átlagos napi forgalom (milliárd USD)	átlagos napi forgalom (milliárd USD)
	Merrill Lynch Bank of America, 2012	BIS, 2013 április
CNY onshore piac		
szállítósos		
azonnali ügyletek	20	17,6
határidős ügyletek	5-10	2,4
nem szállítósos piac		
határidős ügyletek	4-5	
opciók	0,5-0,8	
bid ask különbség (azonnali)	5-20 bp	17 bp
CNH offshore piac		
azonnali ügyletek	1,5-2	5.1
határidős ügyletek	1,5-2	2.2
bid ask különbség (azonnali)	20-30 bp	33 bp
Reuters referencia	CNY=CFXS	CNH=D2
átlagos spot ügyletméret	5-20 m USD	

A táblázat második oszlopában megadott értékek a hong kongi központra vonatkoznak.

Forrás: BIS, BofA Merrill Research Global Research

A külgazdasági liberalizációnak, illetve a renminbi devizapiaci forgalom növekedésének köszönhetően az offshore és onshore árfolyam közötti szpred jelentősen csökkent, miközben 2010-ben még 1000 bázispontos különbség is előfordult, 2014-re a különbség 100 bázispont alá csökkent, tehát a dollárral szembeni árfolyamok legfeljebb az ezredes helyi érték fölött térnek el. Továbbá az offshore piaci azonnali vételi és eladási árfolyamjegyzések közötti különbség is az onshore piaci szprednek megfelelő 20-30 bázispontos szintre csökkent az elmúlt években.

2. ábra: Az onshore (CNY) és offshore (CNH) renminbi dollárral szembeni árfolyama és eltérése



Forrás: Bloomberg

4. A KÍNAI JEGYBANK SWAPLINE MEGÁLLAPODÁSAI

A 2008-9. évi válságban létrejött globális jegybanki devizacsere megállapodási hálózat (central bank swapline network) legújabb és leginkább dinamikus növekvő szegmensét a kínai swapline megállapodások adták az elmúlt években. 2009 végéig 6 swap megállapodást kötött a kínai jegybank, összesen 181 milliárd dollár értékben. 2014 novemberére a megállapodások értéke ugyanakkor már elérte a 475 milliárd dollárt, és a swap partnerek száma 29-re nőtt.

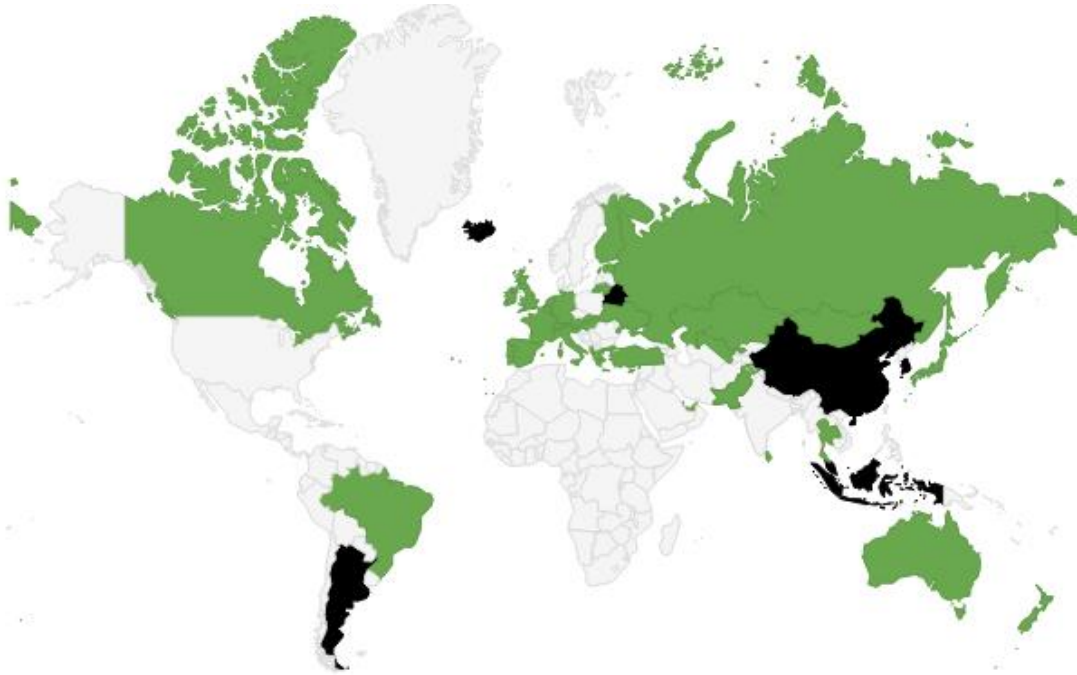
Az FX-swap ügyletek

A devizapiacok egyik legnagyobb forgalmú terméke az FX swap ügylet, amelynek keretében a felek két deviza cseréjéről, illetve határidőre történő visszacseréléséről kötnek megállapodást. Az ügylet értelmezhető az egyik devizában történő hitelfelvételként, valamint a másik devizában történő egyidejű betételhelyezésként, ahol az egyik devizában keletkezett követelés szolgál fedezetként a másik devizában fennálló kötelezettségre. Az FX-swap ügylet keretében ugyanis a felek megállapodnak, hogy a birtokukban lévő devizát (T0 időpontban) az azonnali árfolyamon elcserélik a másik devizára, majd egy későbbi (T 1) időpontban – a jelenben meghatározott, a kamatkülönbséget is kifejező határidős árfolyamon – visszacserélik. Az FX-swap tehát egy azonnali deviza-adásvételi ügyletből (induló láb) és egy határidős ügyletből (lejáratiláb) áll. Forrás és részletek: Mák-Páles (2009) http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhumsz_200905/mak-pales.pdf

A jegybanki swapline megállapodások

Jegybanki swapline megállapodások alatt elemzésünkben a jegybankok közötti FX-swap ügyletek megkötésére vonatkozó jegybanki szerződésekre hivatkozunk. Ezek a szerződések jellemzően kölcsönös kötelezettségvállalást jelentenek FX-swap ügyletek kötésére. Bizonyos esetekben a kötelezettségvállalás feltételekhez kötött, a partner országok szolvenciájának vizsgálata, a makrogazdasági helyzetéről alkotott döntés befolyásolja a lehívás lehetőségét, illetve pénzügyi részleteit.

3. ábra: A PBoC swap hálózata és változása 2011. óta



*Megjegyzés: a PBoC 2011-es swaptline hálózatát **fekete**, 2011. óta bekövetkezett bővülését **zöld** színnel jeleztük.

A kínai jegybanki swaptline megállapodások célja a gazdasági kapcsolatok erősítése, a bilaterális kereskedelem és befektetési aktivitás ösztönzése és a pénzügyi stabilitás megőrzése. Mindez azt is elősegíti, hogy a kínai kereskedelemben a dollár súlya csökkenjen, és így a dollár bankközi piacok esetleges jövőbeli likviditási zavarai kevésbé lesznek károsak a kínai pénzügyi piacok és gazdaság számára.

3. táblázat: A kínai jegybank swap megállapodásainak részletei

No	Partner ország	érték (RMB)	érték (USD)	Bejelentés	Hosszabbítás
1	Dél-Korea	360	57.6	2008	2011
2	Argentína	70	11.2	2009	na
3	Fehéroroszország	20	3.2	2009	na
4	Hong Kong	400	64.0	2009	2011
5	Indonézia	100	16.0	2009	2013
6	Malajzia	180	28.8	2009	2012
7	Izland	3.5	0.6	2010	2013
8	Szingapúr	150	24.0	2010	2013
9	Kazahsztán	7	1.1	2011	
10	Mongólia	5	0.8	2011	
11	Oroszország	150	24.0	2011	2014
12	Pakisztán	10	1.6	2011	
13	Thaiföld	70	11.2	2011	
14	Új-Zéland	25	4.0	2011	2014
15	Üzbegisztán	0.7	0.1	2011	
16	Ausztrália	200	32.0	2012	
17	Brazília	190	30.4	2012	
18	Egyesült Arab Emírségek	35	5.6	2012	
19	Japán	20	3.2	2012	
20	Törökország	1.6	0.3	2012	
21	Ukrajna	15	2.4	2012	
22	Albánia	2	0.3	2013	
23	Egyesült Királyság	200	32.0	2013	
24	Euroövezet	350	56.0	2013	
25	Magyarország	10	1.6	2013	
26	Svájc	150	24.0	2014	
27	Srí Lanka	10	1.6	2014	
28	Katar	35	5.6	2014	
29	Kanada	200	32.0	2014	
Összesen		2970	475		

Forrás: Liao-McDowell (2013), Kínai Jegybank

A kínai jegybank esetében nagy hangsúlyt kapott a külkereskedelmi kapcsolatok fejlesztésének célja a swap megállapodások kialakítása során az esetleges likviditási zavarok enyhítési szándéka mellett. A jegybanki swap megállapodásokon keresztül biztosított devizalikviditás ugyanis a külkereskedelem finanszírozásához, ösztönzéséhez is felhasználható. A renmimbi konvertibilitása korlátozott, így a külkereskedelemhez szükséges devizalikviditás biztosításához különösen fontos a jegybank közvetítése. A jegybanki renminbi eszközök meghirdetésével, és az elszámolásforgalom fejlesztésével a piaci likviditás javulhat, és a kereskedelmi elszámolások lebonyolítása olcsóbbá és gyorsabbá válhat.

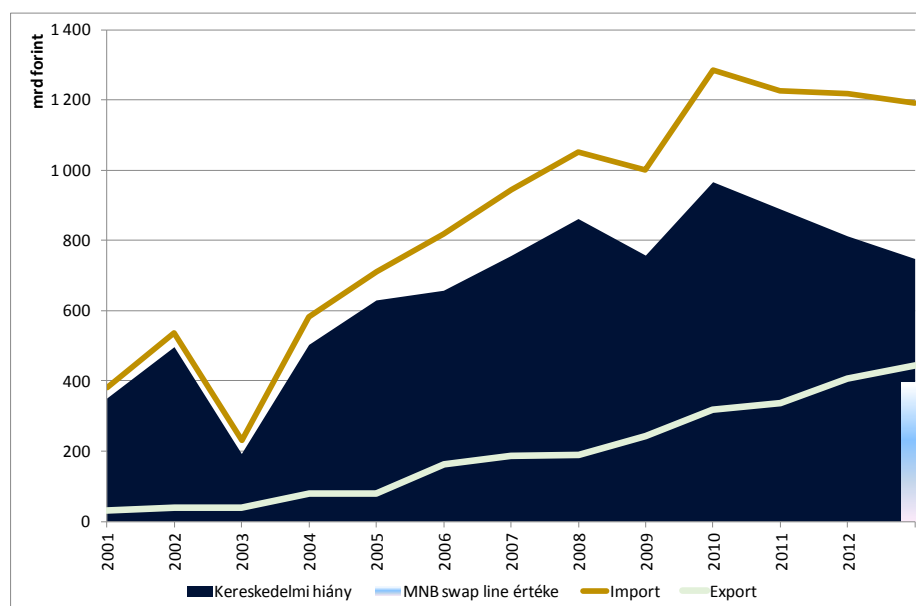
- a tranzakciós és számlázási költségek csökkenthetőek, illetve az elszámolás gyorsítható a közvetítő deviza kiiktatása miatt

Eichengreen et al (2014) Hiba! A könyvjelző nem létezik. tanulmánya több számszerű mutatóra is hivatkozik ezzel kapcsolatban. A Standard Chartered vizsgálata alapján 2-3 %-os árkedvezmény érhető el, ha a számlázási deviza a renminbi. A PBoC szerint importőrök 2-3%-ot takaríthatnak meg. A Deutsche Bank az exportáló vállalatok esetében átlagosan 4,8 százalékos megtakarítást számszerűsített.

- versenyelőnyt jelenthet a partnerek devizájában történő elszámolás
- a kereskedelemhez használt esetleges harmadik devizák likviditási turbulenciától függetlenül magukat a kereskedelmi partnerek (a kínai kereskedelem jelentős része például a válságot megelőzően amerikai dollárban került elszámolásra, így a dollárpiaci likviditási gondok különösen kedvezőtlenül érintették a kínai kereskedelmet)
- mérséklődhet a partnerek devizaárfolyam kockázata, ami az árazás pontosságát, vállalati tervezést is segítheti
- erősíti a piaci szereplők bizalmát a deviza iránt, ami kedvezően hathat a piaci likviditásra
- a külkereskedelemhez hasonlóan a külföldi közvetlen tőkebefektetések, portfólióbefektetések stb. elszámolási költségeire és kockázataira is kedvezően hathat a swap megállapodás
- külgazdasági kapcsolatok erősíthetők, illetve diverzifikáltabbá válik a külgazdasági kapcsolatrendszer

Az MNB kínai swapline megállapodása (Palotai, 2013) akár 375 milliárd forintos devizalikviditás biztosítását is lehetővé teszi, ami a külkereskedelmi elszámolásokhoz szükséges piaci likviditás biztosításához is támogatást nyújthat a jövőben. Magyarország Kínával szembeni külkereskedelmi hiánya a stagnáló importnak és növekvő exportnak köszönhetően fokozatosan csökkent a pénzügyi válság óta, 2013-ban a folyó áras hiány megközelítőleg 750 milliárd forint volt. Figyelembe véve, hogy a külkereskedelmi elszámolásokban a renminbi elszámolások aránya fokozatosan fog emelkedni, illetve a hazai vállalatok és pénzügyi szolgáltatók az európai offshore renminbi piachoz is hozzáférnek, az MNB swapline kerete elégséges tartalékot nyújt a renminbi elszámolások biztonságos lebonyolításának támogatásához.

4. ábra: Magyarország és Kína külkereskedelmi egyenleg folyó áron és a kínai swapline megállapodás értéke



Forrás: KSH

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. február 16-án.”