

## Ladányi Sándor – Sütő Zsanett – Tapaszi Attila:

### A kínai devizapiaci nyitás kihívásai

*Az elmúlt hónapokban a kínai pénzügyi piacok liberalizációs folyamatának újabb lépései sok esetben a megnövekedett volatilitásban is tetten érhetők voltak. Ezen lépéseket és hatásaikat szeretnénk a következőkben áttekinteni. A cikkben kitérünk arra, hogy a kínai gazdaság „újra-egyensúlyozása”, a renminbi SDR-kosárba kerülése milyen kihívások elé állítja a világ egyik vezető gazdaságát és annak devizapiacát, milyen tényezők hathatnak a renminbi árfolyamának alakulására és milyen eszközök állnak a kínai jegybank rendelkezésére ennek menedzseléséhez.*

Kína 1978-ban hirdette meg a reform és nyitás politikáját, mely a fontolva haladás, az óvatos és fokozatos nyitás időszakaként jellemezhető. Míg a **2001-es WTO csatlakozással elsősorban a reál gazdaság terén kapcsolódott be Kína a világgazdaság vérkeringésébe** és lett globálisan is kiemelkedő szereplő, **addig a pénzügyi nyitás irányába tett lépések felgyorsulása főként az elmúlt éveket jellemzi**, miközben a pénzügyi szektor fokozatos nyitása már a WTO csatlakozási dokumentumokban is megjelent. **A pénz- és tőkepiaci nyitás számos kihívást rejt a döntéshozók számára**, amelyek közül kiemelhető az úgynevezett „trilemma”, miszerint egyszerre lehetetlen egy ország számára a következő három változó együttes elérése: **önálló monetáris politika, nyitott tőkemérleg és rögzített árfolyam fenntartása**. Míg korábban Kína zárt tőkemérleg mellett, egy adott árfolyamcél mentésével jelentősen hozzákötötte magát a világ legfőbb tartalékdevizáját biztosító Fed monetáris politikájának változásához, addig **a liberalizáció jegyében a hosszú távú cél a nyitott tőkemérleg és független monetáris politika melletti szabadon lebegő árfolyam**. Ezen folyamat azonban természetesen nem zajlódhat zökkenőmentesen, számos korábban központilag menedzselt pénzügyi változó volatilitásának megugrását tapasztalhatjuk jelenleg és várhatóan a közeljövőben is. Más szavakkal megfogalmazva, **míg korábban a stabil devizaárfolyam érdekében a kínai jegybank (PBOC) által végrehajtott intervenciók elsősorban a kínai monetáris feltételek – monetáris bázis – kényszerű változásában manifesztálódtak**, addig ezen változékonyság **most a devizaárfolyamban és a pénzügyi kamatokban jelenhet meg**, miközben lehetővé válik az önálló monetáris politika vitele.

**A tőkemérleg lassú nyitásával megindult tőkekiáramlást a PBOC eddig devizaintervenciókkal –** ami jelentős csökkenést okozott devizatartalékában, és maga után vonta a hazai monetáris aggregátumok szűkülését és a monetáris feltételek szigorodását – **és néhány százalékos árfolyamleértékeléssel ellensúlyozta**. Fontos kiemelni, hogy a tőkekiáramlás részben egy egészséges alkalmazkodásnak tekinthető, amelynek keretében **a kínai belföldi privátszektor megkezdte vagyoni és befektetései globális diverzifikálását**. Korábban a szigorú tőkekontroll miatt ez a diverzifikáció a PBOC devizatartalékán keresztül valósult meg, elsősorban amerikai állampapír vételével. Egyes statisztikák szerint a kínai privátszektor külföldi eszközeinek állománya a GDP 20%-a körül mozog, míg ez a mutató például USA és Japán esetében 100-120%-ot tesz ki. A tőkekiáramlás irányába mutat **a kínai gazdaság utóbbi években megugró devizaadósságának leépítése**, valamint az utóbbi évek folyamatos **renminbi felértékelődésére kiépített pozíciók felszámolása**.

**lása is. Ellensúlyozó hatásként** jelent és jelenik meg a nyitottabb tőkemérlegnek köszönhetően várhatóan **növekvő külföldi befektetések volumene**, amit **az SDR kosárba való bekerülés** is támogat. A közeljövőben ezért a fő kérdés, hogy a PBOC milyen eszközmixet választ a tőkeáramlások indukálta volatilitás enyhítésére és a reálgazdasági alkalmazkodás elősegítésére.

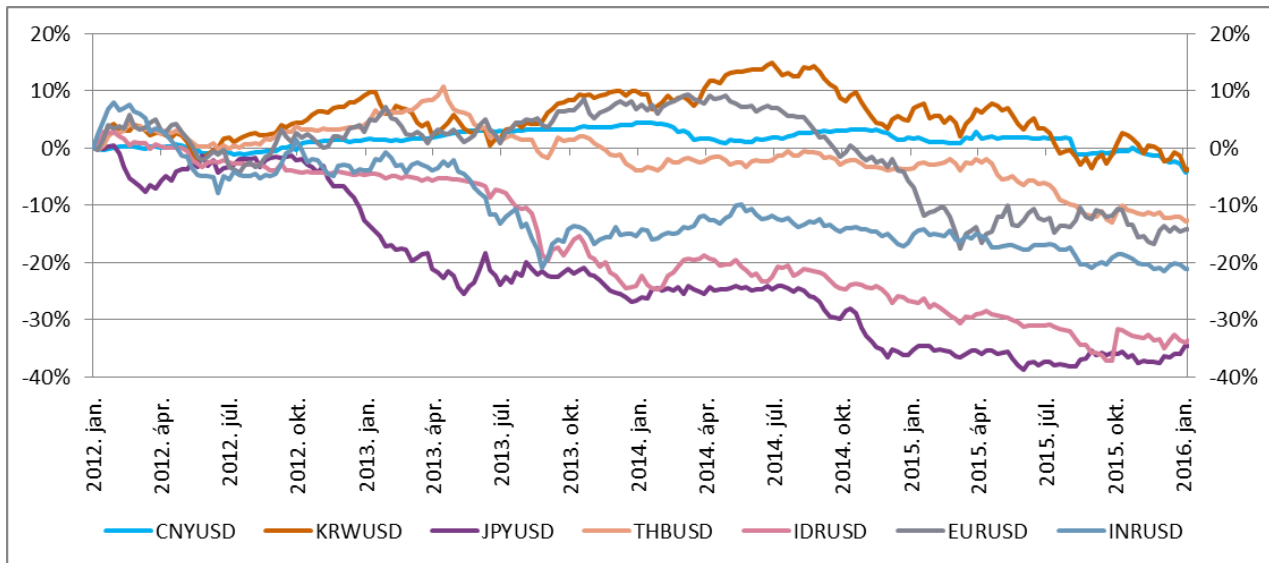
Ez vezet át a következő jelentős kérdéskörhöz, a **kínai gazdaság „újra-egyensúlyozásának”** (rebalancing) kérdéséhez. A kínai döntéshozók deklarált célja a jelentős részben beruházás és részben exportvezérelt, egyre nagyobb tőkeáttétellel működő kínai gazdaság szerkezetének átalakítása egy olyan irányba, ahol a gazdasági növekedés meghatározó részét **a magasabb belső fogyasztás és a szolgáltatások adják, mindezt alacsonyabb adósságszint mellett, ami növekedési áldozattal járhat. Az alkalmazkodás a gyengébb renminbi irányába mutathatna** és éppen az átalakítani kívánt gazdasági szerkezet megerősítését eredményezhetné, miközben a kínai gazdaság globális értékláncban betöltött szerepének egyre magasabb szintre történő pozícionálása és a háztartások fogyasztásának emelése a cél. Egyes szakértők szerint **ezért a PBOC lépései várhatóan, jellegükben sokkal inkább defenzívek lesznek**, a renminbi esetleges leértékelése elsősorban nem a kompetitív árfolyam elérését szolgálja majd, hanem sokkal inkább **a liberalizációhoz és rebalancinghoz kapcsolódó monetáris politikai mix szükséges elemeként** jelennek majd meg. **Függetlenül ettől a szándéktól**, számos ország tehet kísérletet saját devizájának gyengítésére exportszektorának védelme érdekében, amennyiben a kínai renminbi további leértékelődése következne be.

Úgy véljük, hogy számos **egymással szembemenő folyamat menedzselése és az érdekelletétek feloldása** állhat a PBOC és a kínai döntéshozók fókuszában. Ennek érdekében további lépések várhatóak a mozgástér növelése és a hitelesség megőrzése érdekében.

### Új fejezet nyílnak a kínai árfolyampolitikában: a CFETS RMB index bevezetése

Korábban a kínai hatóságok attól tartottak, hogy egy feltörekvő piaci gazdaság túlságosan **kitett a fejlett piacok monetáris feltételeiben történő gyors változás okozta, néha igen hektikus tőke mozgásoknak (lásd 1998-as ázsiai gazdasági válság), ezért a renminbi árfolyamát az amerikai dollárhoz kötötték.** Ezzel igyekeztek elkerülni az árfolyamban tapasztalható nagy kilengéseket, amely jelentősen növelte volna a sérülékenységet egy korai fejlettségi szakaszban járó gazdaságban. Emellett a felértékelődés elmaradása miatt a gyenge renminbi jó ideig jelentős versenyelőnyt is biztosított a jelentős részben exportalapú kínai gazdaság számára. Jelenleg a kínai gazdaság mérsékeltebb növekedési ütemre történő átállása jelentette kihívások, **a renminbi nemzetközi szerepének növekedése és az árfolyam rugalmasabb menedzselésének egyik eszköze lehet a CFETS** (a CFETS a kínai bankközi piaci devizakereskedést bonyolító elektronikus rendszer működtetője) **által bevezetett index.**

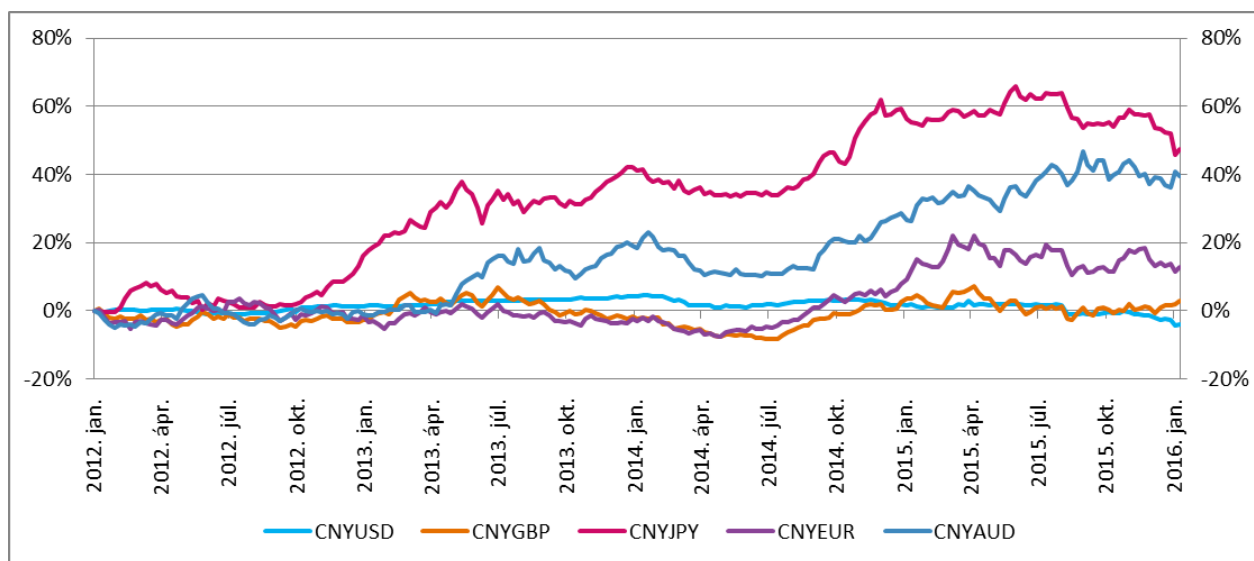
1. ábra: Fontosabb devizák USD-vel szembeni árfolyamának alakulása (százalékos változás)



Forrás: Bloomberg

**A régóta várt deviza index lényege, hogy a renminbi árfolyamát egy 13 devizából álló kosárhoz kötik, melyben a súlyok főleg a nemzetközi kereskedelmen alapuló változók.** A kínai jegybank állásfoglalása szerint az árfolyam több országgal folytatott kereskedelmi és befektetési tevékenység függvénye kell, hogy legyen. A három legfontosabb kereskedelmi partner súlya a kosárban a következő: USD – 26,4%; EUR – 21,4%; JPY – 14,7%. Az index célja a dollár és renminbi közötti fix kapcsolat fellazítása lehet, ami nagyobb mozgásteret biztosíthat a kínai hatóságoknak az árfolyam menedzselésben és a PBOC hitelességének megőrzésében. Ez utóbbit a nagyobb rugalmasság biztosíthatja, hiszen nem várható szigorú elköteleződés és konkrétan meghatározott árfolyamcél bejelentése a kosárral szemben. Ez további manőverezési lehetőséget biztosít a jövőben anélkül, hogy a PBOC-nak hitelességi áldozatot kéne hoznia egy esetleges árfolyamcél védelmében vagy feladásában.

**2. ábra: CNY vs. EUR, USD, JPY, AUD, GBP (százalékos változás, a pozitív értékek a renminbivel szembeni gyengülést mutatják)**



Forrás: Bloomberg

A kosárral szemben történő menedzselés mellett szólhat azon érv is, hogy a kínai fizetőeszköz növekvő világgazdasági szerepét felismerve és elismerve a Nemzetközi Valutaalap tavaly november 30-án az SDR valutakosár felülvizsgálatán a renminbi kosárba vétele mellett döntött (Pivarcsi-Rékási[2015]). Ezzel az IMF álláspontja szerint a renminbi teljesíti az export kritérium mellett a másik szükséges feltételt, a szabadon használhatóságot. A renminbi térnyerése leginkább az euro és kisebb mértékben az angol font kárára történt a kosárban. A közel 11 százalékos részesedésével pedig rögtön a harmadik legnagyobb súllyal kerül majd be az SDR kosárba. Ugyanakkor a dollár-peg fennmaradása esetén az SDR kosárban tulajdonképpen megnőne a dollár súlya, ami egy nem kívánt hatás lenne az SDR funkciója szempontjából és ez is támogatja a renminbi CFETS kosárral szembeni menedzselését.

**Az IMF döntés egy másik fontos következménye, hogy az IMF korábbi állásfoglalása szerint az SDR kosárban szereplő devizákban történő befektetések a hivatalos devizatartalékok részét képezik.** Tehát az új SDR kosár effektív válásakor (2016. október 1.) a kínai befektetések is – de jure – devizatartaléknak fognak minősülni. Ezért az SDR kibővítése az intézményi szektor eszközallokációját érinti leginkább. Ezzel együtt a piac többi szereplőjére is hatással lehet a renminbi árfolyamának alakulása.

### **Az offshore és onshore renminbi piac különbözőségének okai és a következmények**

A kínai gazdasági és pénzügyi reformok fő jellemzője – a fokozatosság – a tökémerleg liberalizációjában is nyomon követhető. Az 1978-ban megkezdett reform és nyitás politikája kapcsán megfigyelhető fokozatosság a pénzügyi piacokra is alkalmazásra kerül. A 21. századi világban azonban bármennyire is megfontoltan haladva történnek a reformlépések, a globális hálózatok interdependens és felgyorsult struktúrájának betudhatóan így is bekövetkezhetnek hirtelen, nagy

piaci ingadozások vagy tartósan változékonyabb (azaz nagy volatilitással jellemezhető) piaci viszonyok.

A fokozatosság és a fontolva haladás érhető tetten abban is, hogy **a kínai devizapiacot is lépésről lépésre haladva nyitják meg** a gazdaság különböző szereplői (belföldi szereplők, külföldi szereplők, vállalatok, magánszemélyek, bankok, befektetési alapok, jegybankok etc.) előtt. **A kínai renminbivel két piacon, külön árfolyamjegyzések és eltérő árfolyam-alakítási folyamatok mentén kereskednek.**

Az onshore és offshore devizapiac különbsége az eltérő mértékű nyitottságban, a piaci szereplők eltérő körében, az egyes szereplők számára engedélyezett termékek körében és az egyes piacok szabályozottságában mutatkozik meg ([Erhart\[2015\]](#)). **A két piac eltérő szereplői különböző motívációkkal rendelkeznek** és különböző típusú ügyletkötések engedélyezettek számukra, **ami a piaci árfolyamok alakulásában is megmutatkozik.** A különbségek főként piaci aggodalmak erősödése esetén válhatnak érezhetőbbé.

Az onshore piac szigorúan szabályozott, míg az offshore piacon **a szabad tőkeáramlás következménye lehet az, hogy az offshore devizapiacra egy más részpiacot – például a részvénypiacot – érintő aggodalom látványosabban megjelenhet, nagyobb árfolyammozgást válthat ki.** Ezt láthattuk 2016. év elején a kínai részvénypiaci aggodalmak kapcsán. Az árfolyam elmozdulás mértéke az onshore renminbi esetében az adott nap reggelén a PBOC által meghatározott fixinghez képest +/- 2 százalék lehet, míg az offshore renminbi esetében nincs ilyen korlátozás, azt a piaci folyamatok szabadon alakítják. Az onshore renminbi esetén a meghatározott árfolyamsáv a trendszerű árfolyammozgásokat – egyéb jegybanki beavatkozást nem feltételezve – képes lehet lassítani.

A kínai jegybank mind az onshore, mind az offshore piacon beavatkozhat az árfolyam alakulásába, az onshore piacon ez magából az árfolyamrendszerből is adódik és egyedi döntés is lehet, míg az offshore piacon a PBOC adott piaci szituációra reagáló egyedi döntése alapján kerülhet sor beavatkozásra.

Mi okozhat olyan mértékű elmozdulást, ami jegybanki beavatkozást igényelhet? A kérdést úgy is megfogalmazhatjuk, hogy **mi okozhat nagyobb változékonyságot a renminbi árfolyamában.**

Legalább három tényező is magyarázhatja a renminbi árfolyamának változékonyságát 2016 elején.

Egyrészt a már említett **tőkémérleg liberalizáció**, amely a renminbi piacán megjelenő egyre több és egyre többféle motivációval rendelkező szereplő megjelenése révén változékonyabb árfolyamalakulást eredményezhet. Például egy hedge fund gyorsabban reagálhat piaci eseményekre, mint egy konzervatívabb befektetési politikát folytató piaci szereplő. Ide tartozik még a cikk elején már kifejtett természetes alkalmazkodási folyamat, amelynek keretében a belföldi szereplők megkezdik vagyonelemeik globális diverzifikációját. Másrészt a **kínai gazdaság jövőbeni teljesítménye kapcsán megjelenő aggodalmak**, amelyeket jelentős részben az utóbbi években egyes szektorokban jelentősen megugró eladósodottsági szint fűt. Harmadrészt **egyres feltörekvő országok esetében – amely csoportba Kína is tartozik – megfogalmazódott piaci aggodalom** a

**Fed várható kamatpolitikája és az ennek nyomán esetlegesen fellépő nagymértékű tőkekiáramlás** és ezzel párhuzamosan gyorsan változó árfolyam kapcsán szintén mutathat változékonyabb árfolyamok irányába. A PBOC által jelenleg szűk sávban menedzselt árfolyam lehetőséget biztosíthat a stabil árfolyam melletti konverzióra, míg egy esetleges későbbi leértékeléstől való félelem arra ösztönözhet egyes szereplőket, hogy minél előbb „éljenek” ezzel.

Az elmúlt hónapokban Kína kapcsán is láthatók a tőke kivonás jelei. A hirtelen, nagymértékű tőkeáramlás azonban nehezítheti a pénzügyi piaci nyitás fokozatosságát. Ugyanakkor a tőke merleg liberalizálása és a renminbi nemzetközivé tétele (mely úton jelentős siker volt az SDR-kosárba kerülés) mellett a kínai vezetés továbbra is elkötelezett és mindezek figyelembe vételével válszolnak a fenti kihívásokra.

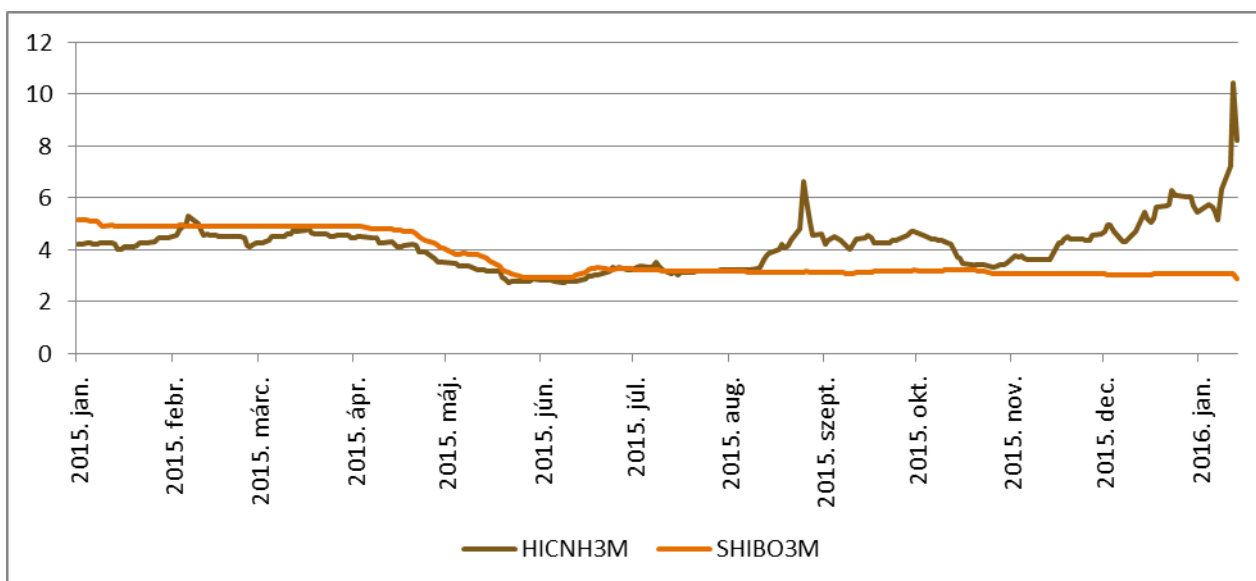
A piaci erőknek adott nagyobb teret a PBOC a 2015. augusztusi döntésével, amely szerint az onshore renminbi fixinget az előző napi piaci árfolyam alakulása függvényében határozza meg. Ez a mechanizmus nemcsak a piaci erők érvényesülését biztosíthatja, hanem továbbra is nagy mozgásteret ad a PBOC-nak a megfelelő árfolyampálya kialakításában.

A renminbi árfolyama kapcsán gyakran annak dollárral szembeni alakulását vizsgálják, a PBOC azonban rámutatott, hogy érdemes nem pusztán egy devizával szemben, hanem az ország fő kereskedelmi partnereinek devizájával szemben vizsgálni a renminbi teljesítményét. 2015 decemberében került bevezetésre a CFETS új indexe, ami már ezen megközelítés alapján számítja a renminbi árfolyamát.

Az árfolyam alakulására a jegybank nemcsak intervencióval képes hatni. **A jegybank ún. nyíltpiaci műveletekkel** (jellemzően repo és reverse repo révén) **képes a piaci likviditást befolyásolni.** Az onshore piacon a PBOC 7 napos likviditási műveletei révén képes a rendszerből renminbit elvonni vagy renminbi likviditást nyújtani, **ami hatással lehet a rövid kamatok szintjére és ezen keresztül – többek között – a renminbi árfolyamára is.**

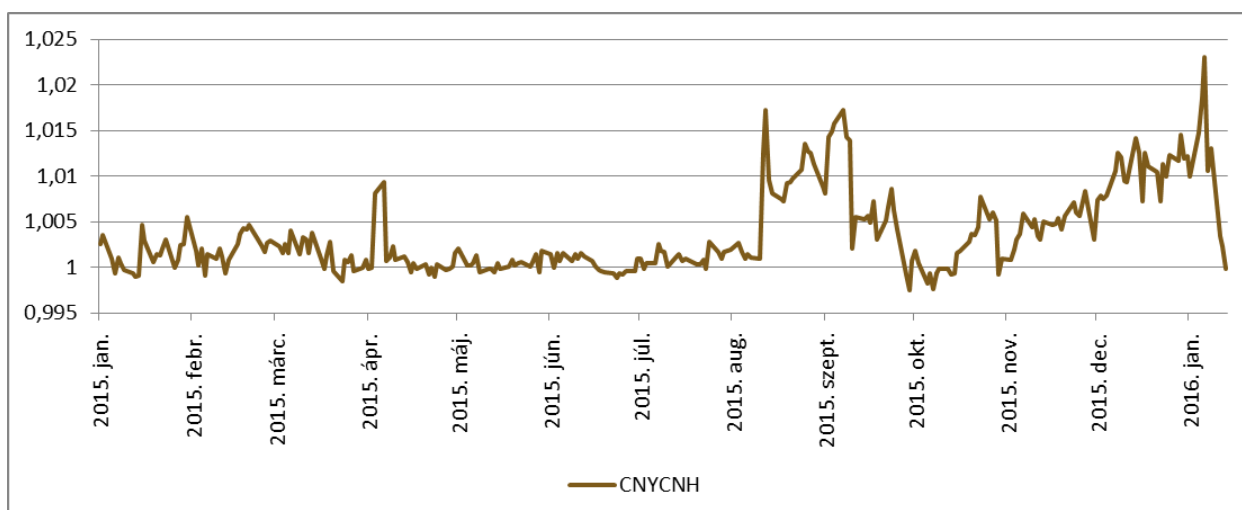
**Az offshore és onshore renminbi piac közötti likviditásbeli különbség a vállalatok számára is fontos lehet, mert ez is hatással lehet kereskedelmi elszámolásaikhoz kötött (akár spot, akár derivatív) renminbi ügyleteik árfolyamára.** Az offshore piacon likviditásért az arra jogosult pénzügyintézetek az adott piacért felelős hatósághoz fordulhatnak, aki a PBOC-val kötött swapline vagy egyéb megállapodás keretében rendelkezésre álló mértékben tud a piac számára renminbi likviditást biztosítani (például repo ügylet keretében likviditást nyújtani a partner pénzügyintézetek számára). Az onshore piachoz képest az offshore piacon kisebb mértékben állhat rendelkezésre renminbi likviditás a bankok, és rajtuk keresztül a többi pénzügyi piaci szereplő számára, ami az offshore renminbi árfolyamában (az offshore rövid kamatok szintjében és az onshore-offshore renminbi árfolyam közötti különbségben) is megjelenhet.

3. ábra: Az offshore (HICNH 3M) és onshore (SHIBOR 3M) renminbi piaci 3 hónapos kamatok



Forrás: Bloomberg

4. ábra: Az offshore és onshore renminbi árfolyama közötti különbség



Forrás: Bloomberg

**A likviditás szűkítése** – ami történhet a likviditásnyújtó műveletekben elérhető pénz mennyiségének korlátozásával vagy az ügylet kamatszintjének emelésével – **egy eszköz lehet már felépült short pozícióik drágítására és ezáltal spekulatív célú pozíciók kiszorítására.** A likviditás szűkítése a spot devizapiacra is megvalósulhat, amint arra 2016 januárjában is volt példa. Ugyanakkor mindez volatilisabb árfolyamalakulás irányába is mutathat.

A kínai devizapiac fokozatos nyitását kísérő fejlemények, a két – onshore és offshore – devizapiac közelítése a pénzügyi piacok egy kiemelt területe lehet a 2016. évben.

„Szerkesztett formában megjelent a *Portfolio.hu* oldalon 2016. február 12-én.”