

## **Tapaszi Attila – Sütő Zsanett:**

### **Húzd meg, ereszd meg! – a renminbi árfolyamának alakulása**

*A kínai tőke- és devizapiac liberalizálása, a renminbi szerepének globális erősítése, valamint a gazdasági szerkezet újraegyensúlyozását célzó (rebalancing) folyamata számos, egymással gyakran szembenálló, más időtávokat érintő cél és érdek összehangolását igényli a kínai döntéshozók részéről. E folyamat szükségszerű következménye egyes gazdasági és pénzügyi változókban a volatilitás megjelenése, amely globális összehasonlításban jelenleg nem tekinthető kirívónak, az elmúlt évtizedek kínai relációjában azonban szokatlanul tűnhet. 2015 augusztusa óta a kínai jegybank a piaci folyamatoknak nagyobb teret hagyva menedzseli az árfolyamot, ami azóta 5-6%-os renminbi gyengülésben és az árfolyam nagyobb változékonyságában jelent meg. Cikkünkben azt vizsgáljuk, hogy a gazdasági kihívásokra (rebalancing, trilemma, változó tőkeáramlások) adott válaszok milyen változásokat hoztak magukkal a kínai devizapiacra.*

#### **A rebalancing és annak korlátozó keretrendszere, az ún. trilemma**

Sokat ismételt és jól ismert tény, hogy a kínai növekedést az elmúlt évtizedekben elsősorban beruházás orientáltság jellemezte (az exportvezéreltség is meghatározó, de nem elsődleges tényező). Az 1978-tól elkezdett gazdasági liberalizáció lépései, a technológiai fejlődés, a hatalmas munkaerő piaci puffer kirobanó növekedést biztosított Kína számára majd 3 évtizedig, azonban ez elkerülhetetlenül az eladósodottság egyre gyorsuló emelkedéséhez és túlzott kapacitások kiépüléséhez vezetett az elmúlt években, amit már nem kísért a gazdaság és az adósságszolgálati képesség hasonló mértékű bővülése. Az eladósodottság növekedésének jelentős részét az állami tulajdonú entitások beruházási dinamikája képviseli, amely a magánszektor beruházási ütemének csökkenését (pl.: ingatlanpiac strukturális átalakulása) hivatott ellensúlyozni. E növekedési struktúra határait a kínai döntéshozók is felismerték, és számos célt fogalmaztak meg a helyzet kezelésére.

Ahogy azt a korábbi [cikkünkben](#) kifejtettük, a kínai gazdaság a liberalizáció során az ún. trilemma problémájával (önálló monetáris politika, nyitott tőkemérleg és rögzített árfolyam fenntartása egyidejűleg nem megvalósítható) szembesül, amelynek feloldásában a kínai döntéshozók hitelességének megőrzése kulcsszerepet kap. A folyamatok kézben tartása, illetve a kontrollálhatóságába vetett hit nélkül a liberalizáció szükségszerű társadalmi költségei valószínűleg túl magasak lennének ahhoz, hogy a legfontosabb célt (a gazdasági újraegyensúlyozást) érdemben ne veszélyeztessék. Ennek fényében érthető meg leginkább a renminbi lassan engedett, menedzselte gyengülése, és az, hogy a nagyobb és esetlegesen hevesen bekövetkező renminbi gyengülés vélhetően szemben állna a gazdasági struktúra átalakítására tett erőfeszítésekkel.

Ezek közül kiemelhető a kínai oldali reformok ígérete, a termelékenység növelése, a piaci folyamatok erősebb érvényesülése, a beruházások szerepének csökkentése, a háztartások fogyasztásának emelése, a túlzott belső kapacitások „exportálása” új piacok kialakításával (pl.: One Belt, One Road kezdeményezés) és szélesebb értelemben a kínai „soft power” erősítése. Kérdéses ugyanakkor, hogy az átalakulás – amely során a gazdasági növekedés lassul, – költségei milyen módon kerülnek allokálásra az egyes gazdasági szereplők között.

Ez egyes esetekben a korábbi struktúra erősebb szereplőit érintheti a legkedvezőtlenebbül (ún. „vested interest”), ami mutatja a kínai döntéshozók számára jelentkező gazdasági és politikai kihívásokat és a reformfolyamatok implementációs kockázatait.

### **Tőkeáramlások változékonysága**

A fenti általános helyzetértékelés egyik fontos aspektusa és a gazdaság újra strukturálási igényének jele a renminbi piac elmúlt időszaki alakulása. 2014 előtt a kínai devizára jelentős felértékelődési nyomás nehezedett – köszönhetően a tartósan többletes folyó fizetési mérlegnek és a menedzselt, zárt tőkemérlegnek – amit a kínai jegybank intervenciókkal lassított, ez utóbbi pedig a rekordszintre ugró devizatartalékban mutatkozott meg. (A kínai devizatartalék a csúcán, 2014 júniusában 3993 milliárdot tett ki, míg jelenleg 3200 milliárd dollár környékén mozog.) 2014 után azonban az erősödést támogató faktorokban folyamatos változás volt megfigyelhető, ami egyrészt a fentebb leírt gazdaságpolitika következménye, másrészt a globális piaci környezetben megfigyelhető változás folyamánya. Ez utóbbi többek között a Fed monetáris politikájára vonatkozó várakozások lassú változásában – amely konkrét lépésekben eddig alig materializálódott – a dollár erősödésében és a világkereskedelem bővülésének lassulásában volt tetten érhető.

Egyes kalkulációk<sup>1</sup> szerint míg a kínai folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó működő tőke (FDI) beáramlás együttes összege – amely a devizaárfolyam alakulásának leginkább fundamentális faktorait ragadja meg – 2007-ben a GDP 12,7%-át tette ki, addig 2016 márciusában már csak 1,1%-os többletet mutatott. E csökkenés két tényezőnek köszönhető, egyrészt megfordult a nettó tőkeáramlás (FDI) iránya, másrészt a folyó fizetési mérlegen belül az egyre nagyobb szerepet betöltő szolgáltatások egyenlege növekvő hiányt mutat.

Előbbi az óvatos tőkemérleg nyitás szükségszerű következménye. A kínai befektetések globális növekedése természetesen kedvező folyamatnak is tekinthető, hiszen az elmúlt évtizedekben a kínai bruttó nemzetközi befektetések összege messze elmaradt a legnagyobb gazdasági hatalmak Japán, Németország, USA, Nagy-Britannia) befektetési volumenétől. Egyfajta évtizedekig felhalmozódott befektetési igényként is értelmezhető tehát ez a tendencia, amely hosszabb távon a jövedelmek (profit stb.) visszaáramlása miatt ismét renminbi erősítő hatással járhat. A szolgáltatások egyenlegének romlása a gazdaság újraegyensúlyozásának egyik jele (turizmus megugrása, jogi, pénzügyi egyéb szolgáltatások igénybevétele stb.), míg a hazai szolgáltató szektor jelenleg nem képes teljes mértékben, az értékláncban lassan magasabb szintre lépő gazdasági szereplők igényének kielégítésére.

### **„Tribalancing” – avagy miért változékonny a renminbi árfolyama?**

**A kínai gazdaságpolitikában nemcsak a reálgazdasági rebalancing, hanem az „impossible trinity” 3 ága közötti egyensúlyozás is kihívást jelent.** Az „impossible trinity” elmélet leegyszerűsítve azt állítja, hogy az alábbi három cél egy ország esetén nem érhető el egyszerre:

- független monetáris politika
- nyitott tőkemérleg
- rögzített árfolyamrendszer

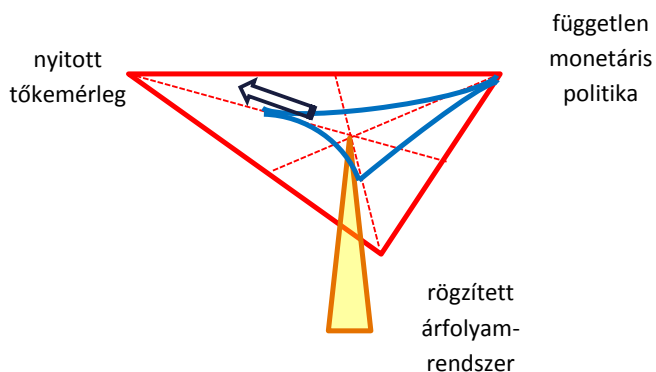
Egyelőre úgy tűnik, hogy az elméletre rációval, Kína mindhárom cél felé egyszerre igyekszik közelíteni. **Az impossible trinity ágai közötti egyensúlyozás, amit akár nevezhetünk (tri)balancing-nek, tulajdonképp**

---

<sup>1</sup> BNP Paribas, Chi Time, 2016.07.27

egy iteratív („trial and error”) megközelítést jelent. Ez **szinte természetesen hozhat magával időszakonként nagyobb volatilitást a pénzügyi piacokon.**

1. ábra: trilemma



Forrás: saját szerkesztés

Azonban az is megállapítható, hogy a kínai hatóságok a piaci aggodalmakat mérséklő intézkedéseket is hoztak, ami hozzájárulhatott a volatilitás csökkenéséhez. Erős elköteleződést tanúsítottak és konkrét lépéseket tettek a stabil renminbi árfolyam mellett, továbbá folytatódott a piac nyitása a külföldi befektetők felé. 2016 tavaszától egyre szélesebb befektetői kör vehet részt a kínai onshore értékpapír piacokhoz hozzáférést adó RQFII (renminbi qualified foreign institutional investor) és QFII (qualified foreign institutional investor) programokban. Az értékpapír piaci nyitás hozzájárulhatott a tőkeáramlás okozta aggodalmak enyhüléséhez, azonban a tőkeáramlás alakulása (elsősorban a korábban említett globális diverzifikáció vezette tőkeáramlás) egy olyan fő hajtóerő, ami továbbiakban is szignifikáns hatással lehet a kínai gazdasági fejleményekre és a renminbi árfolyamára.

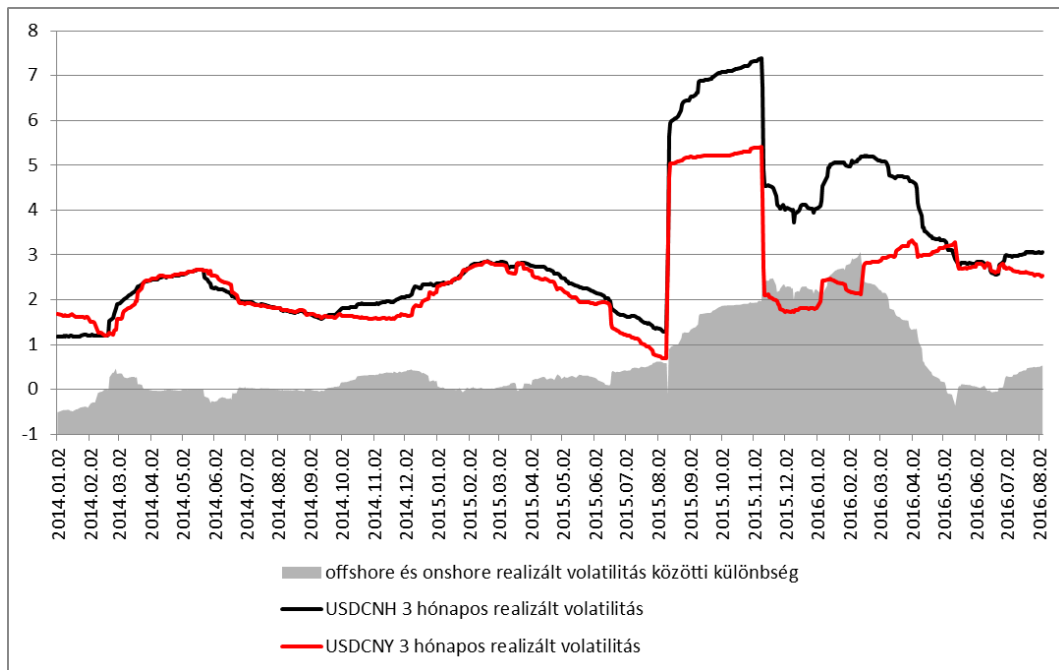
### Mennyire változó a renminbi árfolyama?

A fenti kérdésre több válasz is adható attól függően, hogy az offshore vagy az onshore renminbi árfolyamát vizsgáljuk, valamint attól függően, hogy mely devizával szemben nézzük az árfolyam változását.

Az offshore devizapiacra többnyire a piaci erők által meghatározott módon, az onshore piacon egy meghatározott sávban mozoghat a renminbi árfolyama adott napon belül. Az árfolyam-elmozdulás mértékét a spot devizapiacra kell értelmezni és devizapáronként különböző mértékű lehet.

Általánosságban elmondható, hogy az árfolyamok a nyitott offshore piacon változóképpen alakulnak (2. ábra). Megfigyelhető, hogy turbulens időszakokban az offshore piacon akár jelentősen magasabb lehet a volatilitás, mint az onshore piacon, ahol a kínai jegybank többféle eszközzel is beavatkozhat az árfolyam stabilizálása érdekében. A piaci feszültségek mérséklődésével az onshore és offshore piac volatilitása közötti különbség az év eleji turbulens időszakokban látott szintekhez képest az év második felére jelentősen csökkent.

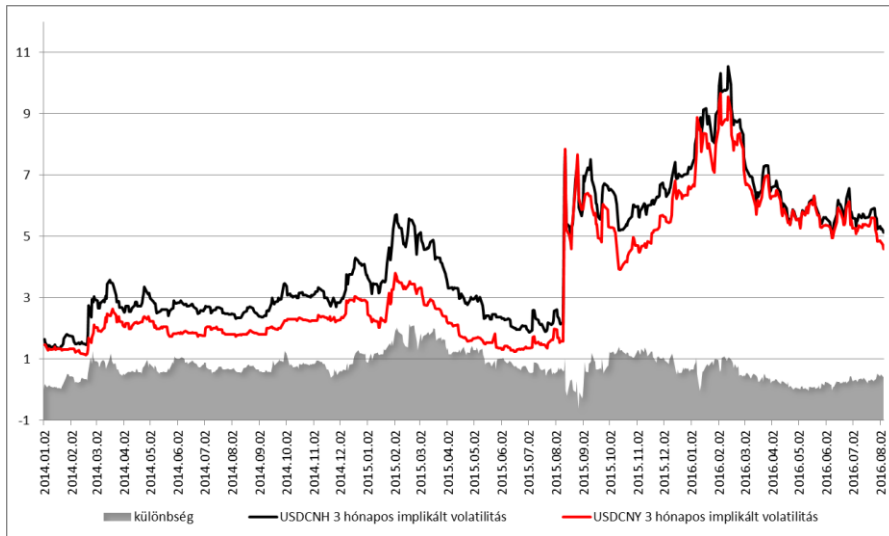
**2. ábra: Az onshore és offshore spot devizapiaci RMB/USD árfolyam változékonysága  
historikus adatok alapján**



Forrás: Bloomberg

Az árfolyamok tényleges változékonysága mellett érdemes megvizsgálni a piaci szereplőknek az árfolyam jövőbeni változékonyságára vonatkozó várakozásait, ami az ún. opciós implikált volatilitáson keresztül ragadható meg (3. ábra). Amikor 2015 augusztusában a kínai hatóságok bejelentették, hogy a jövőben nagyobb teret adnak a piaci erők érvényesülésének a hivatalos onshore árfolyamfixing meghatározásában, a piaci szereplők többsége előretekintve a korábbiaknál jelentősen változékonyságosabb árfolyam-alakulásra számított, ami az implikált volatilitás megugrásában volt tetten érhető. Majd 2016 elején a korábbiaknál érdemben magasabb szinteken alakult a volatilitás, amihez hozzájárulhattak a kínai gazdaság teljesítményével, a tőkeáramlások alakulásával és a renminbi gyengülésével kapcsolatos aggodalmak valamint a 2016. év eleji piaci turbulenciák. Ezt követően, 2016 tavaszán a 2015. utolsó negyedévében megfigyelhető szintekre tért vissza a volatilitás értéke, majd 2016 nyarán tovább mérséklődött. Az implikált volatilitás csökkenése a piaci bizonytalanság csökkenését jelezheti, amihez hozzájárulhatott az, hogy a renminbi nagyobb mértékű gyengülésére nem került sor, valamint a tőke kivonással és a kínai gazdaság teljesítményével kapcsolatos aggodalmak is enyhültek 2016 nyarára. Az onshore és offshore piaci volatilitás közötti különbség csökkenése pedig jelezheti, hogy előretekintve a piaci erők érvényesülését várják az onshore piacon is, továbbá utalhat arra, hogy a piac nem vár jelentősebb feszültségeket rövid távon.

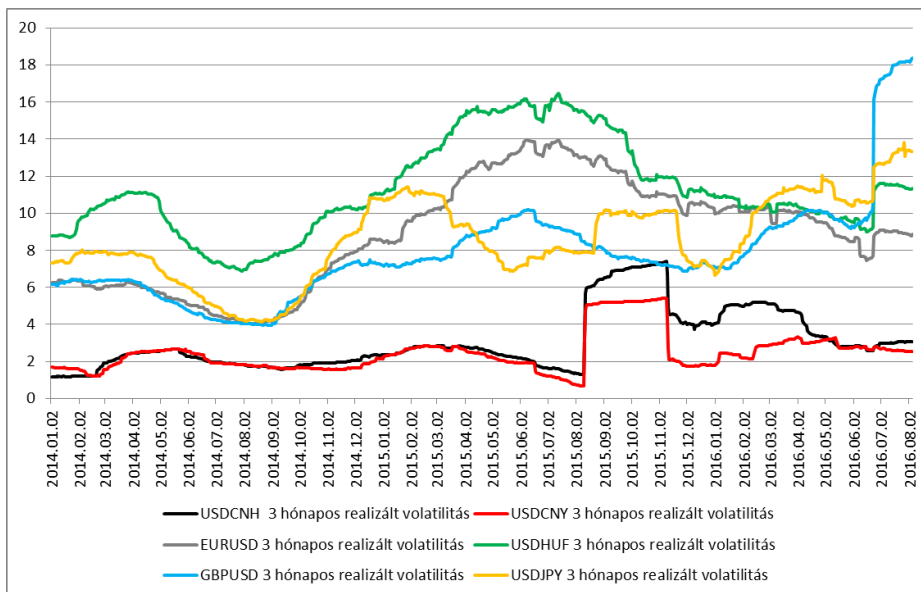
**3. ábra: A kínai onshore és offshore devizapiaci USD/RMB árfolyam változékonyságára vonatkozó piaci várakozások alakulása**



*Forrás: Bloomberg, saját számítás*

Érdekes lehet összehasonlítani a renminbi árfolyamának változékonyságát, más devizák árfolyamának változékonyságával. A 4. ábrán az offshore és onshore renminbi és más devizák USD-vel szembeni realizált volatilitását ábrázoljuk. Az ábráról leolvasható, hogy az elmúlt két évben a renminbi árfolyama a turbulensnek tekinthető időszakokban is – bár olykor megközelítette – de többnyire elmaradt az egyéb, szabadon lebegő devizák piacán megfigyelt értékektől, ami a menedzselte árfolyamrendszer természetes következménye is lehet. Hosszabb távon a devizapiaci nyitás folytatódása esetén a renminbi volatilitása a főbb devizapárok esetében tapasztalható szintek felé konvergálhat, ami felértékelheti a kockázatkezelési technikák alkalmazását. Kockázat kezelő eszközök már a devizák egy meghatározott köre számára elérhetők az onshore devizapiacra, az offshore piacon pedig további lehetőségek állnak rendelkezésre.

**4. ábra: A kínai onshore és offshore árfolyam változékonysága nemzetközi összehasonlításban**



*Forrás: Bloomberg*

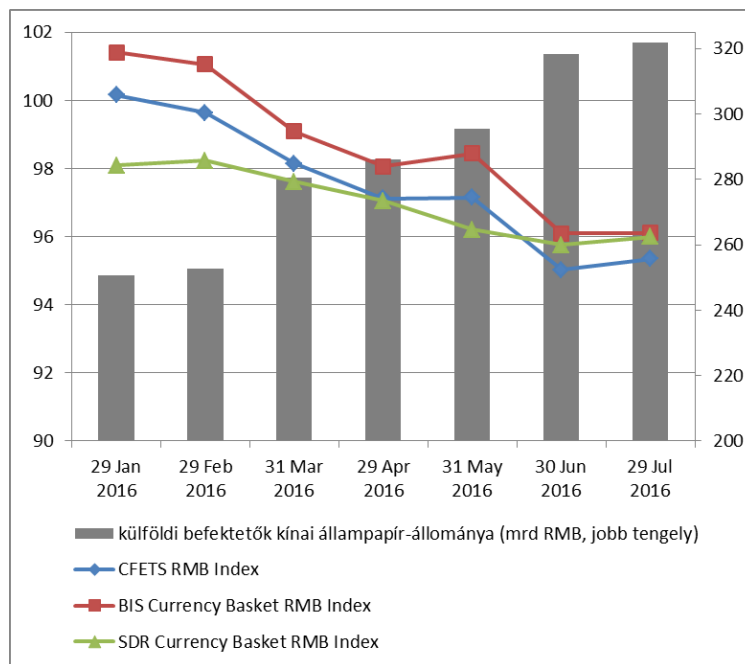
## Merre tovább renminbi?

A kínai deviza a világ egyik legelterjedtebb elszámolási devizája a SWIFT 2016. júniusi adata szerint, de még van tere a renminbi használat növekedésének. A renminbi nemzetköziesedésének egy további lépéscsőfoka a renminbiben denominált eszközök használatának elterjedése. Ezt támogathatja a kínai deviza SDR-kosárba kerülése. A renminbi használatá kapcsán az árfolyam alakulásával kapcsolatos bizonytalanság jelentkezhet az árfolyam szintjére illetve az árfolyam változékonyságára vonatkozóan.

A renminbi árfolyamának alakulása kapcsán a kínai jegybank felhívta a figyelmet arra, hogy nemcsak a kínai deviza amerikai dollárral szembeni árfolyamának alakulását, hanem egyéb devizákkal szembeni ár-  
alakulását is figyelik. Ez hozzájárulhat a hitelesség megőrzéséhez, hiszen egy addicionális eszközt ad a döntéshozók kezébe azzal, hogy az árfolyam-menedzselés során az indexek között a globális folyamatok függvényében változtasson. Az utóbbi időszakban mindhárom index a renminbi különböző ütemű gyengülését mutatja.

Ezzel együtt a külföldi befektetők érdeklődése folyamatosan növekszik a kínai kötvénypiaci lehetőségek iránt: 2016-ban a külföldi befektetők állampapír-vásárlásai folyamatosan nőttek a piac nyitásával együtt (5. ábra), amely teljes mértékben nem volt képes eliminálni a korábban kifejtett devizagyengülés irányába mutató tényezőket, ugyanakkor ellensúlyozó erőként jelent meg.

### 5. ábra A CNY árfolyam alakulása több devizakosárral szemben és a külföldi befektetők állampapír állományának változása 2016-ban



Forrás: CFETS, Chinabond alapján saját számítások

Az árfolyam változékonysága kapcsán a jövőre vonatkoztatva elmondható, hogy miközben az árfolyam stabilizálása egy kiemelt cél, előfordulhatnak olyan időszakok, amikor az árfolyam változékonyságban alakulhat, mert a pénzügyi piaci tribalancing és a reálgazdasági rebalancing többféle célja közötti egyensúlyozás több kihívást is tartogathat. Emellett érdemes kiemelni, hogy a kínai szabályozó hatóságok eddig is több esetben sikeresen tudták mérsékelni a renminbi volatilitását.

A cikk szerkesztett formában a Világ gazdaság Online felületen jelent meg 2016. augusztus 23.