

Horváth Dániel – Teremi Márton:

Így neveld a sárkányodat

Az offshore piacok szerepe a renminbi térnyerésében

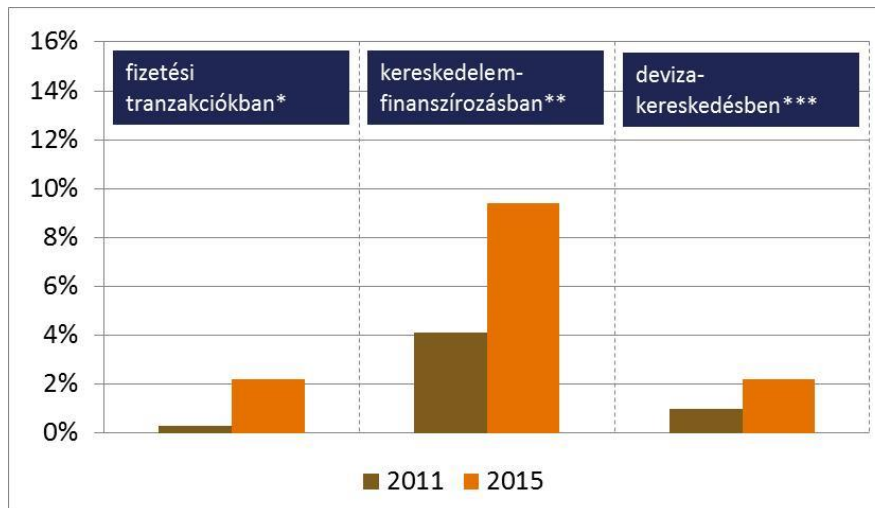
A kínai renminbi offshore piac fejlődésének motorja a kínai külkereskedelem bővülése által támasztott tranzakciós devizaigény. Ugyanakkor a kínai hatóságok is törekedtek az offshore renminbi piacok fejlesztésére, ezáltal a kínai deviza a belső piactól elszeparálva válhat(ott) világdevizává, amelynek pénz- és kötvénypiacain kínai és nemzetközi szereplők is szabadon megjelenhetnek. Az offshore piac nagyban hozzájárul a renminbi világdeviza státuszának – a sárkány felnőtté válásának – megalapozásához, ami várhatóan az onshore piacra irányuló, illetve az onnan induló tőkebefektetések várható teljes liberalizációjával fog kiteljesedni.

Többrészes cikksorozatunk hatodik részében az onshore/offshore renminbi piacok összefüggéseit mutatjuk be. A cikksorozat korábbi részei bemutatták [a renminbi nemzetközi megjelenésének mérföldköveit](#), [a kínai jegybank árfolyampolitikáját, illetve az MNB-vel, és más jegybankokkal kötött devizacsere keretmegállapodásait](#), [a renminbi nemzetközivé válásához kapcsolódó jegybanki felelősségi köröket](#), emellett felvázolták [a kínai tőkeáramlások jövőképét](#) és vizsgálták [a renminbi központok fejlődését](#).

A kínai pénzügyi rendszerrel szemben az egyik leggyakrabban említett kritika annak nehéz átláthatósága. Az átláthatósági kritikáknak egyik központi elemét az onshore és offshore deviza- és kötvénypiacok elkülönülésével és egymáshoz való viszonyával kapcsolatos kérdések alkotják. Ezt a problémakört tovább bonyolítja, hogy az utóbbi 5 évben kis túlzással nem volt olyan hónap, amikor valamelyik piac szabályozási és/vagy likviditási feltételei ne változtak volna.

Ennek ellenére a renminbi népszerűsége Kína kereskedelmi bővülését is túlszárnyaló gyorsasággal növekedett. A pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok egyre nagyobb hányada hajt végre kereskedelmi és befektetési tranzakciókat renminbiben (ld. az alábbi ábra) és egyre több jegybank devizatartalékában is szerepet kapnak renminbi befektetések. Elemzésünkben ennek a „kettős” piaci struktúrának a jellemzőit, illetve további fejlődési irányait vizsgáljuk, különös tekintettel az offshore kötvénypiacra.

1. ábra: A renminbi súlya a határon átnyúló világgpiaci tranzakciókban



Megjegyzés: *rendre 2011 januári és 2015 júniusi adatok, forrás: SWIFT; **rendre 2012 áprilisi és 2015 januári adatok, forrás: SWIFT; ***rendre 2010 áprilisi és 2013 áprilisi adatok, forrás: BIS

1. A renminbi piac kettőssége és annak kialakulása

Jelenleg a renminbi kínai deviza két formája létezik:

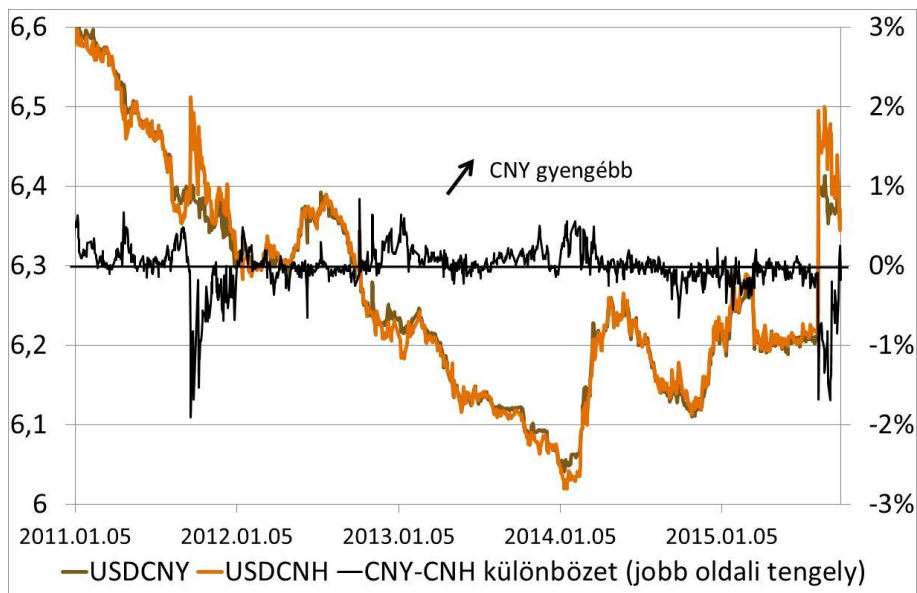
- Adott a „belső” (onshore) deviza, amihez a hozzáférés a kínai hatóságok – normatív vagy diszkrecionális – engedélyéhez kötött. Az onshore renminbi kódja CNY, melynek dollárhoz viszonyított árfolyamát a kínai hatóságok a naponta meghatározott középárfolyamhoz képest legfeljebb +/-2 százalékos sávban hagynak ingadozni.
- Adott egy „külső” (offshore) deviza, ami szabadon hozzáférhető a nemzetközi szereplők számára. Az offshore renminbi kódja CNH, utalva az első és azóta is legfontosabb offshore piaci központra, Hongkongra. Az offshore renminbi külön árfolyammal rendelkezik, amelyet a piaci kereslet-kínálati viszonyok határoznak meg, ugyanakkor az onshore renminbivel egy az egy arányban megfeleltethető egyes engedélyezett határon átnyúló renminbi tranzakciók során. Amint az onshore renminbi külföldre kerül, az értelemszerűen offshore-rá válik és vice versa.¹

Az CNY és CNH árfolyamok együttmozgása (ld. lenti ábra) egyszerre tükrözi a két piac közötti átjárhatóságot és – mivel a korreláció nem tökéletes – az átjárhatóság korlátozottságát. A szoros együttmozgás annak tudható be, hogy az onshore és offshore deviza árfolyamainak nagyobb eltérése az átváltásra jogosult szereplőknek arbitrázslehetőséget adhatna, amely kihasználása az eltérés csökkenése irányába hat (az alulértékelt deviza iránti nagyobb kereslet felhajtja annak árát). Ugyanakkor az offshore és onshore árfolyamok között akár 100 bázispont fölötti eltérések is megfigyelhetők voltak; ez pedig jóval nagyobb ahhoz képest, hogy a teljesen konvertibilis devizák különböző piacokon kialakult árazása között legfeljebb néhány bázispontos eltérések adód-

¹ Az offshore és onshore renminbi ezek alapján könnyen szétválaszthatónak tűnik, ám a legtöbb releváns statisztika esetében (pl. az 1. ábrán található határon átnyúló tranzakciós statisztikákban) nem áll rendelkezésre olyan bontás, amely megkülönböztetné a kettőt.

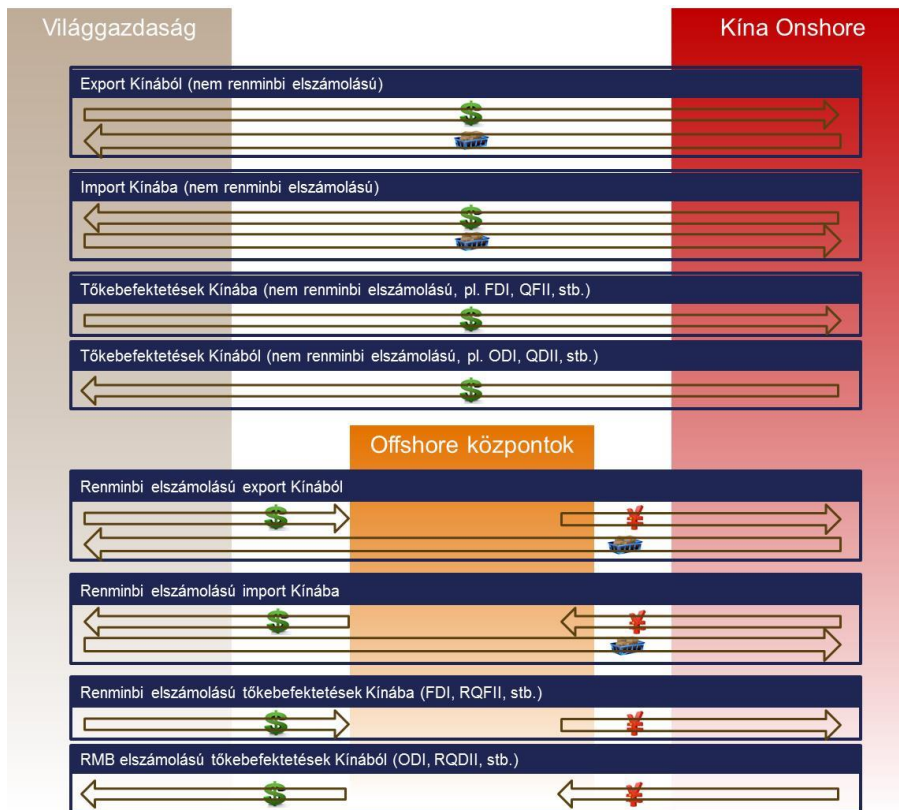
nak. A CNH-CNY különbözet 2015 augusztusi megugrása jól tükrözi az árfolyampolitikában bekövetkezett változás – a hatósági sávközép váratlan, gyenge irányba történő eltolása – miatti bizonytalanságot.

2. ábra: A CNH és CNY dollárral és egymással szembeni árfolyamai



Az onshore-offshore átváltásra jogosult szereplők és tevékenységek köre, valamint az engedélyezett kvóták mértéke dinamikusan bővült az elmúlt években. Amint arra már előző írásainkban is rávilágítottunk, a kínai tőkekorlátozások folyamatosan lazultak az elmúlt években, aminek során a renminbi nemzetközi súlya is növekedett. A külkereskedelemben érintett szereplőknek 2009-től kezdődően fokozatosan vált lehetővé renminbiben elszámolni a határon átnyúló tranzakcióikat, mára gyakorlatilag minden fizetési mérleg tranzakció szabadon elszámolható renminbiben. Emellett a működőtőke-beruházások (FDI) ki- és beáramlása is elszámolható renminbiben, az intézményi pénzügyi befektetők portfóliótőke-áramlásokhoz kapcsolódó renminbi-je pedig különböző kvótákhoz (pl. RQFII, RQDII, Hong Kong-Shanghai Stock Connect) kötöten lépheti át a kínai határt (a fizetési és tőkemérleg liberalizációjáról ld. bővebben [első cikkünket](#) a témában). [A legfrissebb fejleményként 2015 őszétől kezdve a jegybankok és nemzetközi pénzügyi intézmények már kvóták nélkül, szabadon kereskedhetnek a kínai onshore devizával.](#)

3. ábra: A határon átnyúló renminbi áramlások egy sematikus ábrája

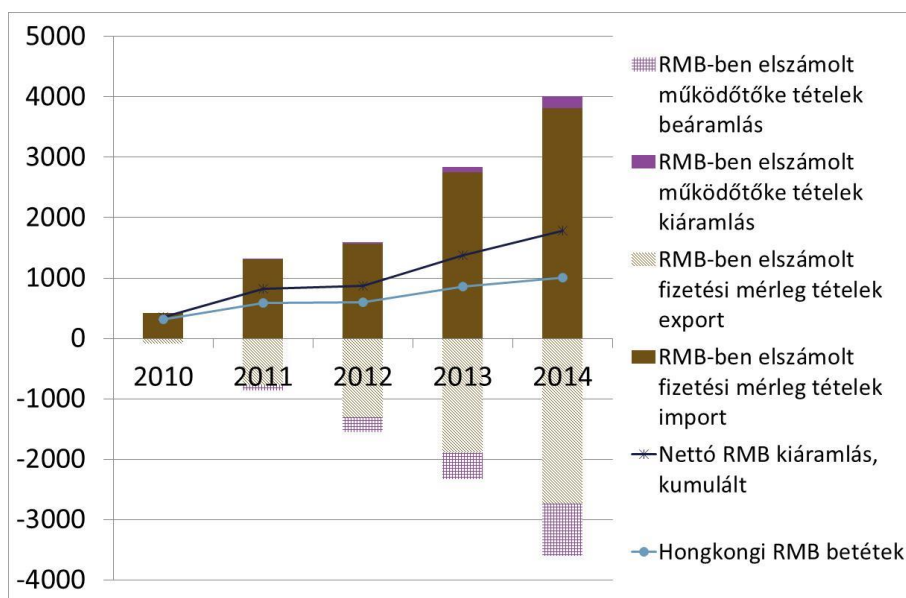


A liberalizációs intézkedések szükséges, de nem elégséges feltételei a Kínán kívüli renminbi piacok felvirágzásának. Ahhoz, hogy megfelelő mélységű és bőségű offshore renminbi likviditás keletkezzen, a renminbi tőkeáramlásnak nettó szinten Kínából kifelé kell irányulnia. Az amerikai dollár offshore (ún. eurodollár) piacainak – és világdeviza státuszának – kialakulásában kulcsfontosságú tényező volt, hogy az Egyesült Államok nagymértékű fizetési mérleg passzívumot tartson fenn a világ többi részével szemben, így teremtve meg a szükséges dollár likviditást az USA-n kívüli piacokon.

Kína esetében a fizetési mérleg azonban évtizedek óta jelentős többletet mutat, ám ez nem szabott gátat a renminbi kiáramlásának: a külkereskedelem import- és exportoldali szereplői ugyanis a renminbi-elszámolásának lehetőségére eltérően reagáltak. Míg a kínai exportálóknak viszonylag kevés igényük volt arra, hogy renminbiben számoljanak el, import viszonylatban jóval népszerűbb volt a renminbi elszámolás lehetősége, ezáltal ugyanis a Kínába exportáló nemzetközi szereplők felhalmozhatták a kínai devizát, amire jelentős igény volt a nemzetközi befektetők körében mind fedezeti, mind – a renminbi felértékelődését anticipáló – spekulációs célból. Ezáltal az a paradox helyzet alakult ki, hogy míg Kína teljes fizetési mérlege masszívan többletes volt az elmúlt években, a fizetési mérleg renminbiben elszámolt része jelentős hiányt mutatott, ezzel megindítva a renminbi kiáramlását az offshore piacokra. Emellett a renminbi elszámolású működőtőke-áramlás nettó szinten Kínába irányult, csakúgy, mint a különböző programok által kvótarendszerben engedélyezett portfólió-befektetések, ám ez csak kismértékben csökkentette a renminbi külkereskedelemből adódó kiáramlást (ld. az alábbi ábrát). A fentiek mellett a kínai hatóságok klíring központokkal és más jegybankokkal – köztük is leginkább a Hongkongi Monetáris

Hatósággal – kötött renminbi-likviditásteremtő megállapodásokkal biztosították, hogy a Kínán kívül renminbi likviditás pénzpiaci feszültségek esetén se száradjon ki (ennek magyarországi vonatkozásairól bővebben ld. korábbi cikkeinket [a budapesti renminbi központ kialakításáról](#) kapcsolatos döntésről és [az MNB-vel 2013-ban kötött swapline megállapodásról](#)).

4. ábra: A renminbi elszámolású fizetési mérleg és működőtőke-áramlások, valamint az offshore likviditás kapcsolata (milliárd renminbi)



Forrás: People's Bank of China

Megjegyzés: a hongkongi RMB betétek alakulása az offshore renminbi likviditás egyik fő indikátoraként használatos, noha az újabb offshore renminbi központok alakulásával egyre több országban képződnek betétek; a teljes globális betétállomány ezért ennél valószínűleg magasabb (a halványkék vonal magasabban helyezkedik el). Emellett a renminbi ki- és beáramlást lehetővé tévő kvótákat nem ábrázoltuk, mivel azok kihasználtságáról nincs adatunk; ezek minden valószínűség szerint nettó renminbi beáramlást mutatnak, azaz a teljes RMB kiáramlást csökkentik (a sötétkék vonal alacsonyabban helyezkedik el).

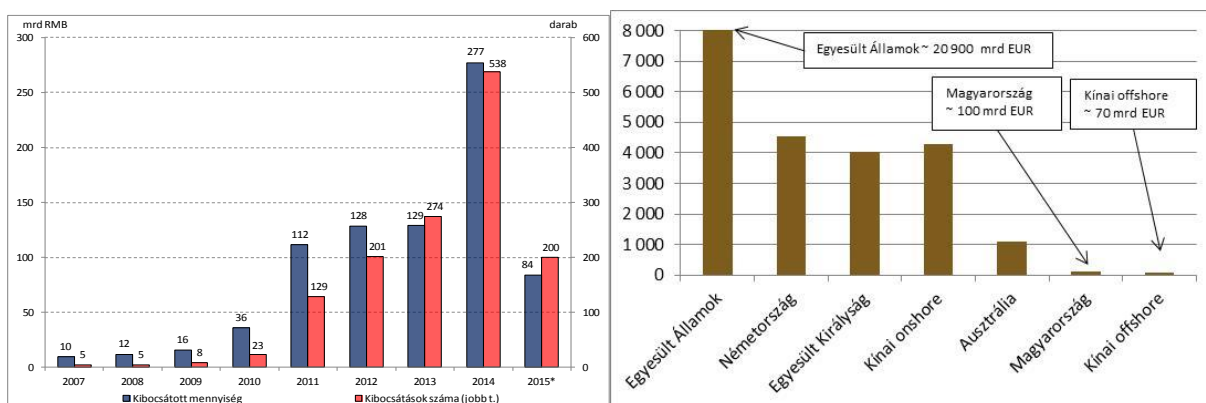
2. Az offshore renminbi „dim-sum” kötvénypiac

A liberalizációs lépések következtében egyre nagyobb aktivitás figyelhető meg az offshore renminbi kötvénypiacon is. A renminbi offshore kötvénypiac – melynek „dim-sum” elnevezése a dél-kínai kantoni gasztronómiából ered, ahol apró falatkákat jelöl, egyszerre utalva a kibocsátások elaprózottságára és az onshore gyökerekre – gyors fejlődésének okai analógak az offshore likviditás létrejötté mögötti motivációkkal. Egyrészt a külkereskedelem renminbiben történő elszámolása rendszerszinten növeli a vállalatok renminbi finanszírozási és forráskihelyezési igényét. Másrészt, a Kínába irányuló portfólióbefektetésekhez és működőtőke beruházásokhoz is egyre inkább renminbi finanszírozás szükséges, valamint a Kínából kifelé irányuló tőke is sok esetben a renminbi befektetéseket keresi. Ezek az igények leginkább értékpapírosított formában találkozhattak a legkönnyebben az offshore piacokon, amit a kínai hatóságok bátorítottak is: amellett, hogy kínai vállalatoknak is engedélyeztek offshore kibocsátást, a kínai állam saját maga is bocsátott ki államkötvényeket az offshore piacokon elsősorban a piac kialakításának, a likviditás megteremtésének és a bizalom megalapozásának céljával. Mindennek folyományaként pedig a kereslet megteremtette a kínai

vállalatok is érdekeltté váltak az offshore kötvénykibocsátásban, ugyanis a nemzetközi szereplők renminbi éhsége miatt a Kínán kívüli piacokon egészen 2014-ig jelentősen alacsonyabb hozamok mellett – azaz olcsóbban – tudtak forrás bevonni, mint az izolált belső piacon.

A kötvénypiacok fejlődése még az offshore univerzumon belül is különösen látványos, de állományban még mindig nagyságrendekkel elmarad az onshore vagy fejlett piaci volumenektől. Az offshore renminbi kötvénypiacon először 2007 második felében került sor kibocsátásra, amikor kínai nagybankok léptek piacra kísérleti jelleggel. A válság kitörése 2010-ig visszafogta a piac fejlődését, azonban ezt követően dinamikus növekedésnek indult a kibocsátások száma. 2014 során már 500 feletti kibocsátás történt 277 milliárd renminbi (~40 milliárd EUR) értékben. A piacon kintlévő állomány így 2015 júliusára elérte a 493 milliárd renminbit (~72 milliárd EUR). Ugyanakkor globális összevetésben ezzel együtt is még viszonylag kis piacról beszélhetünk: az offshore kötvénypiac még így is csak az onshore piac kevesebb, mint 1 százalékát teszi ki és nagyjából a forintban denominált kötvényállomány méretéhez hasonlítható, ám jelentősen a fejlett piacok mérete alatt maradt.

5-6. ábra: Offshore renminbi kötvény kibocsátások 2007 óta (bal oldal, mrd renminbi) és az offshore renminbi piac mérete nemzetközi összehasonlításban (jobb oldal, millió euro)



Megjegyzés: 2015. július 15-ig, forrás: Bloomberg

Megjegyzés: 2015. márciusi állapot szerint, forrás: Bloomberg, Chinabond

2011 óta az is megfigyelhető, hogy egyre több nem kínai háttérű kibocsátó jelent meg a piacon. A 2015 júliusában kintlévő 493 milliárdos offshore renminbi kötvényállománynak háromnegyede közvetlenül vagy közvetve kínai háttérű, a fennmaradó összeget azonban Kínától független kibocsátók vonták be. Kínát nem számítva a legnagyobb kibocsátók ausztrál, francia és dél-koreai illetőségűek, de Európában Németország, Nagy-Britannia és Hollandia is aktívabbnak számít. A legnagyobb Kínától független kibocsátók közt található a Világbank is, melynek a fejlődő országok részére fejlesztési hiteleket folyósító szerve (IFC) bocsátott ki nagy mennyiségben renminbi kötvényeket.

1. táblázat: A kintlévő offshore renminbi kötvényállomány földrajzi és szektor szerinti bontásban (mrd renminbi)

Ország	Állami	Nem-pénzügyi vállalatok	Pénzügyi szektor	Összesen
Kína	115	18	64	198
Hong Kong	0	40	21	61
Brit Virgin szk.	0	50	11	61
Kajmán szk.	0	41	6	47
Ausztrália	1	0	12	13
Világbank	13	0	0	13
Franciaország	3	5	4	13
Dél-Korea	11	0	0	11
Bermuda	0	7	4	11
Szingapúr	0	5	6	10
Németország	0	2	8	10
Nagy-Britannia	3	3	3	9
Hollandia	0	4	2	6
Kanada	5	0	0	6
Egyesült Államok	0	0	4	4
Luxemburg	0	3	0	4
Egyéb	1	7	11	19
Végösszeg	153	185	155	493

Forrás: Bloomberg, 2015. július 15

A szektorális bontást tekintve az állami, a vállalati és a pénzügyi szférában hasonló arányban oszlanak meg a kibocsátások. Országok szerint vizsgálódva ugyanakkor eltérő a kép: **míg Kínában az állam a legnagyobb kibocsátó, a Kínától független kibocsátások nagy része a pénzügyi és a vállalati szférában történik.** Állami szinten nagyobb európai kibocsátásokra Franciaországban és Nagy-Britanniában került sor. Franciaországban az állami szociális alap hajtott végre 3 milliárd renminbis kibocsátást, Nagy-Britanniában azonban közvetlenül az államkincstár bocsátotta ki a papírokat.

A dinamikus növekedés ellenére továbbra is egy viszonylag kisméretű piacról beszélünk, aminek következtében a likviditásban megjelenhet bizonyos mértékű szezonalitás. Ebből a szempontból kiemelt jelentősége van a kínai állam kötvénykibocsátásainak, melyekre általában május-júniusban és november-decemberben kerül sor. Ezekben a hónapokban a kínai állami kibocsátás az offshore renminbi likviditás egy jelentős részét elvonja. Ennek megfelelően ezt követően általában visszaesik a kibocsátások mennyisége, amire a nyári időszakban a szokásos piaci aktivitás visszaesése is ráerősít. Ez a szezonalitás az oka, hogy a legtöbb kibocsátást a kínai állami piacra lépés előtti időszakra, kora tavaszra, vagy ősze szokták időzíteni.

A kibocsátások átlagos mérete továbbra is elaprózottnak mondható. A piacon megjelenő állami kötődésű kibocsátók (állam, regionális önkormányzatok és állami ügynökségek) jellemzően az 1 milliárd renminbis (kb. 150 millió EUR) kibocsátási méretet választották, bár történt egy-egy enél jelentősebb kibocsátás is (lásd a francia, vagy angol példát). Az offshore renminbi kötvénypiac jelenlegi fejlettségi szintjén elsősorban a 0-3 éves kibocsátások a jellemzők. Bár az állami kötődésű kibocsátások esetében inkább hosszabb (3 éves) futamidőket látunk, de az 5-10 éves szeg-

mensben szinte csak a kínai állam és a Világbank hajtott végre sikeres kibocsátásokat, főként piacépítési céllal.

3. Az offshore piacok jövője

Az offshore piacok fejlődése szervesen beágyazódik a kínai hatóságok abbéli motivációjába, hogy a kínai deviza szerepe erősödjön és bekerüljön az IMF valutakosarába, az SDR-be. Az IMF 5 évente vizsgálja felül az SDR valutakosár tartalmát. A kínai gazdaságpolitika kiemelt célja, hogy a 2015. végi felülvizsgálat – melynek eredménye 2016 szeptember végén lesz hatályos - során a renminbi is bekerüljön a kosárba, mivel így hivatalosan is elismert tartalékdevizává válna, illetve nemzetközi elismertsége és használata is növekedhetne. Az IMF által vizsgált két fő kritérium a külkereskedelem elszámolásában és a nemzetközi pénzügyi tranzakciókban betöltött szerephez kapcsolódik. Mivel a külkereskedelmi kritériumot a renminbi a 2010-es felülvizsgálat idején már teljesítette, ezért az elmúlt időszakban a kínai reformtörekvések elsősorban a második szempont-ra, a pénzügyi piacokra fókuszáltak. Ennek eredménye az offshore renminbi piac fejlesztése, a különböző részvénypiaci programok és az egyéb korábban említett kezdeményezések elindítása. A felülvizsgálat során a leginkább kritikus döntés várhatóan a szabadon felhasználhatósághoz, a konvertibilitáshoz kapcsolódik majd; az árfolyamfixálás 2015 őszi „lazítása”, valamint a jegybanki kvóták eltörlése a legutóbbi ebbe az irányba tett lépéseknek tekinthetőek

A renminbi SDR kosárba kerülésének esélyeiről megoszlanak a vélemények. Amennyiben az IMF szigorúan az eddig alkalmazott kritériumait használja, akkor elképzelhető, hogy nem változtatnak az SDR kosár összetételén. Amennyiben azonban rugalmasabban alkalmazzák a keretrendszert és figyelembe veszik az elmúlt években látott és várhatóan folytatódó gyors fejlődést, akkor a renminbi bekerülhet a kosárba, feltehetően egyelőre a külkereskedelem elszámolásában betöltött szerepénél kisebb súllyal.

Akár bekerül a renminbi az SDR-be, akár nem, a kínai tőkemérleg liberalizációs folyamata jelentős súrlódásokkal járhat. A kínai belső pénzügyi piac tőkekorlátozásokkal való elszigetelése értelemszerűen erős intézkedési hatékonyságot adott a kínai hatóságoknak és jelentős stabilitást és kiszámíthatóságot a kínai gazdasági szereplőknek. A tőkeáramlások teljes liberalizálásával ez a kiszámíthatóság – a kínai hatóságok intervenciók képességével párhuzamosan – gyengülni fog, hiszen a nemzetközi hatások által mozgatott tőke gyorsabban és tompítatlanul halad át a kínai határon. Emellett kérdéses, hogy a Kínán belüli pénzügyi infrastruktúra, intézményrendszer és pénzügyi kultúra mennyire lesz felkészült a világpiacon történő integrációra.²

Középtávon az onshore és offshore piacok fokozatos összeolvadása várható; a kínai határon átnyúló tranzakciókat lehetővé tévő csatornák szélesedésével egyre hatékonyabban egyenlítődnek ki az onshore piacokkal, aminek jelei már most megjelentek. Az offshore és onshore kínai

² Ez különösen érdekes kérdés a shanghai tőzsdén az elmúlt időszakban látott turbulencia fényében, amelyben úgyszintén szerepet játszhattak egyes, a kínai magánszemélyek és kereskedőcégek tőkeáttételes tőzsdei kereskedését érintő liberalizációs intézkedések bevezetése (hozzájárulva a 2014 közepe óta tartó tőzsdei felíveléshez), illetve azok szigorítása (amely egyik fő közvetlen oka a június második felétől kezdődően tapasztalható zuhanásnak).

állampapírok másodpiaci hozamai közötti különbség például gyakorlatilag nullára csökkent, miközben még 2013-ban is 30-50 bázisponttal alacsonyabb hozamot kínáltak offshore, mint onshore. Emellett a nemzetközi pénzügyi közvetítőrendszer is egyre hatékonyabban bontja le a falakat: a globális befektetőházak egyre több olyan, akár kisbefektetők számára is elérhető ETF-et kínálnak, amellyel a saját, a kínai állam által megszabott kvótáikat terítik szét. Ennek a piaci erő-kön alapuló kiegyenlítési mechanizmusnak az erősödésével és a további liberalizációval végül az offshore-onshore piacok várhatóan teljesen integrálódni fognak és ugyanazzal a szabadon kereskedhető renminbivel kereskednek majd Budapesten, Frankfurtban, Londonban és Hong Kongban, mint Shanghaiban és Pekingben.

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