

Sütő Zsanett:

A panda esete a dim sum-mal

Kína fokozatos pénzügyi piaci nyitása nemcsak két devizapiac, hanem két kötvénypiac egymás mellett élését is eredményezte. Az onshore és offshore kötvénypiacok az elmúlt években eltérő módon fejlődtek. A külföldi szereplők eddig főként az offshore piacra tudtak belépni (a Hong Kong-ban renminbiben kibocsátott kötvények az ún. dim sum kötvények), ugyanakkor a renminbi (az IMF által nemzetközi elszámolási egységként használt, több devizát tartalmazó) SDR-kosárba kerülése, a változó kínai kamatkörnyezet és a folytatódó pénzügyi liberalizáció egyre több kibocsátó és befektető érdeklődését kelti fel az onshore kínai kötvénypiacok iránt (ahol a külföldi kibocsátók renminbiben denominált kötvényeit nevezik panda kötvényeknek). 2016-tól a kínai kötvénypiacok egyik fő kérdése, hogy megeszi-e a panda a dim sum-ot? A fokozatosság jegyében azt lehet mondani, hogy nemcsak a kását nem eszik olyan forrón, hanem a dim sum-ot sem, így egyelőre a két piac egymás mellett élése várható. A cikk a két piac főbb jellemzőit és a panda piac ébredésének jeleit vizsgálja.

A panda kötvény az onshore kötvénypiacon külföldi szereplő által onshore renminbiben (CNY) kibocsátott kötvények elnevezése, míg a hongkong-i offshore piacon külföldi szereplők által kibocsátott offshore renminbiben (CNH) denominált kötvények elnevezése a dim sum. Tehát nem minden onshore kötvény panda kötvény, de minden panda kötvény kínai onshore piaci kötvény.

A panda és a dim sum piac – szabályozásból adódó – egymástól eltérő nyitottsága megmutatkozik az egyes piacok kibocsátói és befektetői körében, továbbá különbségek láthatók a hozamszintekben, a kibocsátott mennyiségekben és egyéb technikai feltételekben is.

Az onshore kínai kötvénypiac egyelőre mind befektetői, mind kibocsátói oldalról szűkebb kör számára érhető el, mint az offshore piac. Bár a kínai onshore piac mérete alapján a világ egyik legnagyobb kötvénypiacának számít ([Horváth-Teremi, 2015](#)), az onshore piac panda szegmense egyelőre tízmilliárdos nagyságrendű szemben a dim sum piac százmilliárdos nagyságrendjével.

Befektetői oldalról a 2010-es években került sor az onshore piachoz hozzáférők körének bővítésére. A rezidens kínai befektetőkön kívül előbb szupranacionális intézmények, központi bankok és meghatározott feltételeket teljesítő egyéb pénzügyi intézmények, majd 2012 óta megfelelő engedéllyel és kvótával rendelkező pénzügyi intézmények férhetnek hozzá a kínai onshore kötvénypiachoz. A kvótával rendelkezők körének illetve jogosultságaiknak bővítése és a kvóták kihasználása hozzájárulhat a kötvénypiacok további fejlődéséhez.

Kibocsátói oldalról lényeges különbség, hogy az offshore piacon a nem rezidens kínai kibocsátók nagyobb arányban vannak jelen, mint az onshore piacon. Az onshore piacon főként a kínai állam, a kínai fejlesztési bankok és egyéb kínai rezidens intézmények bocsátanak ki kötvényeket. A kibocsátói oldalról tapasztalható különbség egyik oka a két piac eltérő nyitottságában keresendő, ez magyarázhatja azt, hogy a külföldi szereplők többnyire a dinamikusabban bővülő offshore piacon jelentek meg főként. Ugyanakkor 2015-ben közel 40 százalékos visszaesés volt látható az offshore piaci kibocsátásokban, míg az onshore piac panda szegmense iránt nőtt az érdeklődés. Az

onshore piacon először a 2000-es évek közepén tették lehetővé a kínai szabályok, hogy külföldi kibocsátó is megjelenhessen. Az első kibocsátások a Világbank csoporthoz tartozó International Finance Corporation (IFC) és az Ázsiai Fejlesztési Bank (ADB) nevéhez kötődtek. Az első vállalati panda kötvény kibocsátásra 2014-ben került sor, amikor a Daimler AG lépett a piacra, majd 2015-ben az HSBC és a Standard Chartered bankok is kibocsátóként jelentek meg. A panda piac ébredzik, és ezt több tényező is támogathatja.

Az SDR mint panda piaci katalizátor?

A tavalyi év egyik legjelentősebb nemzetközi pénzügyi fejleménye **a kínai deviza SDR-kosárba történő bekerülése** volt (ami 2016. október 1-jétől hatályos). Ez nemcsak Kína nemzetközi gazdasági szerepének elismerését jelenti, hanem további pénzügyi piaci nyitást is előre vetít, ami önmagában **növelheti a külföldi szereplők érdeklődést a renminbi kibocsátások irányába**. Magyarország is jelezte már renminbi kötvény kibocsátási szándékát.

A várakozások szerint az onshore piac is egyre inkább megnyílik mind a kibocsátók, mind a befektetők szélesebb köre előtt. A már jelenleg is kibocsátásra jogosult szereplők közül a szupranacionális és állami szereplők megjelenése valószínűsíthető. Ezt támaszthatják alá a legutóbbi hónapok fejleményei. 2015 végén Dél-Korea végrehajtotta az első szuverén panda kötvény kibocsátást, példáját a kanadai tartomány, Brit-Kolumbia követte. Emellett 2016 januárjában Indonézia, 2016. februárban pedig Lengyelország jelezte szándékát panda kötvény kibocsátására.

Számít a hozam?

Az alábbi ábrán látszik, hogy **a dim-sum piac indulását követő években jelentős különbség volt a panda és dim sum piaci hozamokban**. Leegyszerűsítve: olcsóbb volt offshore piacon finanszírozáshoz jutni, mint az onshore piacon, ez – több egyéb tényező mellett – hozzájárulhatott ahhoz, hogy jelentősen megnőtt az érdeklődés az offshore piaci kibocsátás iránt. **2015-ben azonban elkezdett eltűnni az offshore piac előnye a panda piachoz képest az onshore piaci kamatok csökkenése és az offshore piaci kamatszintek emelkedésének eredményeként, így 2016-ra már a panda piac kínál olcsóbb finanszírozási forrást a kötvénykibocsátást tervezőknek.**

Az onshore piaci kamatszintek csökkenését magyarázhatják a kínai jegybank monetáris lazító lépései. Amennyiben a kínai jegybank a gazdaság támogatása érdekében továbbra is laza monetáris politikát folytat, az hozzájárulhat az alacsonyabb onshore kamatszintek fennmaradásához.

1. sz. ábra: A 3 éves offshore és onshore kínai állampapír piaci hozamok alakulása



Adatok forrása: Bloomberg

A hosszú hozamok alakulása mellett a rövid kamatok alakulása is befolyásolhatja a kötvénypiaci szereplők viselkedését. Egyes befektetők rövid forrásokból finanszíroznak hosszú kötvénypozíciókat, az ő befektetéseik hozamát így a rövid kamatok szintjének alakulása, a hozamgörbe alakja és változásai valamint a kamatszintek változékonysága is befolyásolja. A rövid kamatok szintjére a kínai piacokon hatással lehetnek az offshore-onshore devizaárfolyamok közötti különbség menedzselése érdekében alkalmazott jegybanki nyílt piaci műveletek, illetve egyéb szabályozói intézkedések, melyre 2016 év elején láthattunk példát.

Külföldi szereplők számára a renminbi árfolyamára vonatkozó várakozások szintén hatással lehetnek kötvénypiaci befektetésekkel kapcsolatos döntéseikre, hiszen a realizált hozamot nemcsak a kamatszintek változása, hanem az árfolyamváltozás is befolyásolja. A renminbi gyengülésével kapcsolatos 2015. év második felében felerősödő aggodalmak egyes kötvénypiaci szereplők viselkedését is befolyásolhatták és ez megjelenhetett a kötvénypiaci hozamok alakulásában is. A deviza- és kamatpiaci fejlemények tehát hatással lehetnek a kötvénypiaci hozamszintekre is és mivel az offshore piac a nyitottabb ezért mind a kedvező, mind a kedvezőtlen fejlemények ott jelenhetnek meg érzékelhetőbben.

A 2015. év első felében illetve a 2016. év elején látható részvénypiaci turbulenciák szintén az offshore piacokon jelenhettek meg látványosabban és nemcsak a részvénypiacokra lehettek hatással, hanem egyéb piacok szereplőinek kockázatérzékenységét és magatartását is befolyásolhatták. 2015-ben jelentős mértékű tőkekiáramlás történt Kínából, amely főként az offshore piacon keresztül valósulhatott meg és ez szintén hozzájárulhatott ahhoz, hogy az utóbbi hónapokban az offshore piaci kamatszintek emelkedni kezdtek.

A finanszírozási forrást kereső kibocsátók számára azonban **nem csak az aktuális hozamszint az**, ami meghatározza forrásbevonásuk költségét és ezáltal hatással lehet a két piac közötti választásukra. Továbbá befektetői oldalról sem csak a hozamok szintje az egyetlen tényező, **ami hatással lehet az onshore-offshore piaci lehetőségek közötti választásra, hanem a vonatkozó szabályozás által engedett lehetőségek és a tranzakciós költségek is befolyásolhatják az érintett szereplők magatartását.** Arra is látható példa mind állami, mind nem állami szereplők körében, hogy egy kibocsátó mindkét piacon jelen van. Bizonyos esetben – például Egyesült Királyság – szempont lehet offshore renminbi központ támogatása egy kötvénykibocsátással. Más ország – például Dél-Korea – pedig a fokozatosság jegyében előbb az offshore, majd az onshore piacra lépett be.

A panda és a dim sum piacok jövője – békés egymás mellett élés?

Az onshore piacra történő belépés szabályai bizonyos kibocsátói kör számára még többlet erőforrást igényelnek, ami hatással lehet a két piac közötti választásukra. Az onshore piaci kibocsátások kapcsán az offshore piaci kibocsátáshoz képest többletköltséget okozhat például az, hogy a kibocsátó pénzügyi kimutatásait vagy a kínai vagy IRFS előírások szerint szükséges elkészíteni. További feltétel onshore kibocsátások esetén, hogy valamely kínai hitelminősítő által is minősítve legyen a kibocsátó, ugyanakkor Brit-Kolumbia ezen feltétel alól mentességet kapott a kínai szabályozóhatóságtól. **A két piac eltérő szabályozottsága mellett a meglévő korlátok fokozatos lebontásához szükséges szabályozói előírások kidolgozásának időigénye szintén indokolhatja a két piac egymás mellett élését.** Kibocsátói oldalról pedig a vonatkozó szabályok megismerése igényelhet többlet erőforrást.

Az onshore-offshore kötvénypiacok fejlődésére hatással lehet az is, hogy mennyire elérhetőek illetve hozzáférhetőek olyan derivatív eszközök, amelyek a külföldi kibocsátók, befektetők számára az árfolyamkockázat fedezését lehetővé teszik. A két piacon elérhető fedezeti célra használható derivatív termékek köre mellett a források repatriálására vonatkozó szabályozás visszahathat a külföldi szereplők kínai onshore kötvénypiaci aktivitására. A panda piacon például egyelőre a szereplők egy meghatározott köre számára engedélyezett a megszerzett renminbi forrás más devizára történő átváltása. 2010-ben két szupranacionális intézmény (az ADB és az IFC) kapott erre engedélyt a kínai hatóságoktól. Az offshore piacon megszerzett források más devizára az offshore piacon átválthatók, ugyanakkor azok onshore piacra történő átutalására már külön szabályozás vonatkozik.

További különbségek tapasztalhatók a két piac között a kereskedési csatornák, az adott kereskedési csatornához hozzáférők köre, valamint az egyes kereskedési csatornákon kereskedett mennyiségek tekintetében. Ezek a technikai feltételek a kereskedett kötvények likviditására is hatással lehetnek, és ezáltal befolyásolhatják a kibocsátók és befektetők magatartását. A nyitás ezeken a területeken is fokozatosan zajlik.

Mind az offshore, mind az onshore piac már jelenleg is kínál az állami kibocsátások mellett pénzügyi és nem-pénzügyi vállalati kibocsátásokat is. A kibocsátók körének bővülése a piac fejlődésének egy újabb lépcsőfoka lehet. A kibocsátói kör szélesítéséhez, a piac fejlesztéséhez a köt-

vénypiaci nyitás folyamán következő lépés lehet az onshore kötvénypiacra vonatkozó jogi és egyéb szabályozói elvárások további kidolgozása.

Az onshore piac transzparenciájának erősítése egy olyan feladat, melynek megoldásával a külföldi szereplők onshore piaci aktivitása növelhető lehet. A piac további fejlődését támogathatja kínai kötvények bekerülése nemzetközi kötvénypiaci benchmark indexekbe, valamint onshore kötvénypiaci benchmarkok kidolgozása és karbantartása (ebbe az irányba szintén a tavalyi év során történt elmozdulás az FTSE Russell részéről).

A kínai kötvénypiacok folyamatosan változnak, az offshore piac mellett egyre inkább bővülnek az onshore piaci lehetőségek is. **A kínai nyitás, a pénzügyi piac liberalizálása** azonban nem egylépcsős, hanem **többlépcsős, menedzselt folyamat, ezért** – bár hosszabb távon a két piac összeolvadása irányában mutathatnak a törekvések – **egyelőre a panda és a dim sum békés egymás mellett élése a realitás.**

A szerző köszönetét fejezi Szabó Dánielnek, az MNB munkatársának a cikk elkészítéséhez való hozzájárulásáért.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalán 2016. március 8-án.”