



Vybrané aspekty finančného trhu Číny

Miroslava Kosáková
Národná banka Slovenska

Čínska ekonomika sa po rokoch mimoriadne intenzívneho rastu stala jedným zo zásadných prvkov svetovej ekonomiky. Pochyby, či už pozitívne alebo, naopak, negatívne, zvyčajne ovplyvnia svetové trhy, a tak je vývoj v tejto exportne najproduktívnejšej krajine s obrovským dopytom predmetom sústredenej pozornosti.

Čína zaznamenala za posledných 30 rokov prudký ekonomický rast v priemere na úrovni 10 %, čím sa z nej stala celosvetovo najrýchlejšie rastúca ekonomika s kombináciou kolektívnych a trhových princípov. Podľa MMF je celosvetovo druhou najväčšou krajinou v tvorbe nominálneho HDP a svetovo najväčšou krajinou v HDP v parite kúpnej sily. Je to tiež krajina s najrýchlejšie rastúcim spotrebiteľským trhom a druhá najväčšia krajina v importe tovarov. Čína má spolu s USA (tzv. G2) významné postavenie v celosvetovom obchode a ich ekonomické aktivity majú vplyv prekračujúci hranice týchto dvoch krajín. V roku 2001 sa Čína stala členom WTO a v roku 2010 podpísala obchodnú dohodu s ASEAN. Ekonomický rast a rovnováha medzi domácim a zahraničným dopytom po čínskych tovaroch a službách zohráva významnú úlohu aj pri menovo-politických rozhodovaniach mimo teritória Číny. Čína má totalitné politické usporiadanie s vládou Komunistickej strany Číny.

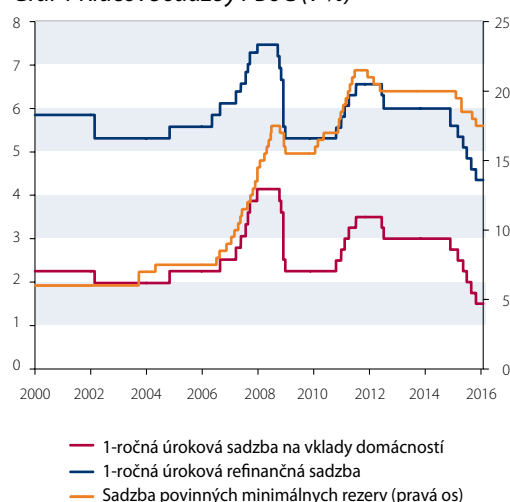
Menovú politiku Číny vykonáva jej centrálna banka People's Bank of China (PBoC). PBoC má v držbe celosvetovo najvyššiu sumu finančných aktív, a po Federálnom rezervnom systéme USA (Fed) je druhou krajinou s najvyššou sumou celkových bankových aktív. Menovú politiku navrhuje a implementuje pod riadením Štátnej rady. Najvýznamnejším cieľom menovej politiky je udržiavať finančnú stabilitu a hodnotu meny v záujme stimulovania ekonomického rastu (súčasný cieľ 7 %). Medzi jej ďalšími cieľmi je riadenie peňazí v obeh, regulácia medzibankového peňažného a dlhopisového trhu, riadenie devízových rezerv a rezerv v zlate, zaznamenávanie a regulácia devízových transakcií a riadenie Štátnej pokladnice.

Politika PBoC sa vyznačuje sporadickými vyhláseniami, ktoré banka vydáva neočakávane a nepredvídateľne, často počas víkendov bez predchádzajúceho ohlásenia. Pre PBoC sú charakteristické náhle zmeny najmä v riadení čínskej meny. Poskytuje veľmi málo informácií, vysvetlení a dôvodov jej krokov, čo často necháva trhových účastníkov v prekvapení a neistote. Na porovnanie, napr. v júni 2014 čínska centrálna banka dodala do čínskeho finančného systému 1,8 bilióna CNY (294 miliardy USD) v záujme podporiť ekonomický rast. Táto suma je viac ako 3-mesačné

nákupy Fedu v rámci programu kvantitatívneho uvoľňovania (QE). PBoC však o takomto významnom kroku informovala až v novembri, a tým len potvrdila, že takýto krok uskutočnila. Podľa trhových analytikov dôvodom, prečo centrálna banka neposkytuje takmer žiadne informácie, je, že pomáha len vybraným bankám dostať sa k lacnejšiemu kapitálu. Takýto nekonvenčný prístup je predmetom kritiky s požiadavkou prehodnotiť tento prístup. Sporadickými a prekvapujúcimi intervenciami na finančnom trhu banka údajne poškodzuje finančný systém, a tým narúša stabilizáciu čínskej ekonomiky. V záujme dosiahnutia stabilného ekonomického rastu musí banka začať efektívnejšie komunikovať s verejnosťou, keďže jej dôležitou úlohou nie je len výkon menovej politiky, ale aj vytváranie dôveryhodného prostredia s dostatočne jasným cieľom.

V súčasnosti PBoC uplatňuje expanzívnu menovú politiku, najmä z dôvodu nízkej spotrebiteľskej miery inflácie, ktorá sa v roku 2014 aj 2015 nachádzala pod 2 %. Cieľ vlády, resp. Štátnej rady, je inflácia na úrovni 3 %, pričom jej nízka hodnota môže narúšať jej ciele ekonomický rast. V novembri 2014, viac ako po dvoch rokoch, opäť pristúpila ku zníženiu kľúčových sadzieb, a zároveň

Graf 1 Kľúčové sadzby PBoC (v %)



Zdroj: Bloomberg.



niekoľkokrát znížila mieru povinných minimálnych rezerv.

Oficiálnou čínskou menou je renminbi (RMB). Mena vznikla v roku 1949 a odvtedy prešla viacerými režimami výmenného kurzu z ekonomických a politických dôvodov. Jeho účtovnou jednotkou je čínsky yuan s oficiálnou skratkou CNY, resp. CNH. Rozdiel medzi týmito dvoma skratkami je v tom, že CNY je menový symbol používaný v krajine (onshore) a CNH je menový symbol používaný mimo krajiny (offshore). V snahe pokročiť v liberalizácii obchodu, no zároveň ponechať určité kapitálové kontroly, Čína v roku 2010 zaviedla tzv. offshore market, na ktorom sa kótuje CNH.

Pokiaľ ide o kurzový režim, PBoC od roku 1994 uplatňovala riadený floating RMB oproti americkému doláru. V roku 2005 Čína oznámila prechod na režim riadeného floatingu založeného na trhovom dopyte a ponuke s naviazaním na kôš mien (nezverejnený) so snahou o reformu meny. Denné rozpätie pre pohyb meny oproti americkému doláru bolo najprv na úrovni $\pm 0,3\%$, od roku 2007 $\pm 0,5\%$ a od roku 2012 $\pm 1,0\%$. Rozpätie bolo naposledy rozšírené v roku 2014 na $\pm 2,0\%$. Reforma režimu devízového kurzu Číny bola vnímaná veľmi pozitívne, keďže krajina zohráva dôležitú úlohu v medzinárodnom meradle. Globálna finančná kríza 2007 – 2008 však prerušila reformu, keď sa Čína vrátila k naviazaniu renminbi na americký dolár. Počas tohto obdobia výmenný kurz americký dolár/renminbi ostal takmer nezmenený. V júni 2010 PBoC oznámila opätovný návrat k prerušenej reforme a zdokonalila flexibilitu výmenného kurzu. Významným aspektom vo vývoji meny bolo vytvorenie offshore trhu renminbi v roku 2010, ktoré bolo po prvýkrát obchodované v Hongkongu, neskôr aj v Londýne, Singapure a New Yorku. Medzi týmito dvoma sadzbami dochádza k cenovým odchýlkam oproti americkému doláru. Tieto odchýlky vznikajú najmä dôsledkom liberalizácie kapitálového trhu Číny, likvidity a všeobecných trhových podmienok.

Napriek prebiehajúcej reforme ostáva CNY vysoko regulovanou menou. Vstup na CNY trh ostáva len domácim bankám a finančným spoločnostiam a domácim dcérskym bankám zahraničných bánk. Fixing CNY stanovuje PBoC ako záverečnú sadzbu medzibankového devízového trhu predchádzajúceho dňa so započítaním ponuky a dopytu na devízovom trhu a pohybu výmenného kurzu oproti košu mien. Na rozdiel od onshore trhu je offshore trh (CNH) voľným trhom, dostupným pre všetkých účastníkov globálneho finančného trhu. Výmenný kurz je určovaný výlučne trhovými podmienkami, nie je obmedzený žiadnymi rozpätiami a je nezávislý od intervencií PBoC či Hong Kong Monetary Authority (HKMA). Na podporu vývoja CNH bol v júni 2011 zavedený fixing meny, ktorý stanovuje Treasury Market Association v spolupráci s HKMA. Fixing sa počíta ako priemer stredných kotácií po odpočítaní najvyššieho a najnižšieho kurzu z údajov poskytnutých kontribútormi. Keďže je aj kurz CNH ovplyvňovaný rovnakými veličinami ako CNY, pohybuje

sa približne pri rovnakých hodnotách ako CNY. CNH sa však vyznačuje značne vyššou volatilitou v denných pohyboch v porovnaní s CNY a oveľa širším obchodným pásmom.

Od roku 2010 sa výmenný kurz renminbi oproti americkému doláru významne posilňoval, ročne o 3 – 4 %, a to až do konca roku 2013, keď sa začal oslabovať. Od zavedenia CNH tento kurz tesne nasledoval vývoj kurzu CNY. Od roku 2014 sa mena nachádza v depreciačnom trende, najmä z dôvodu spomaľovania rastu ekonomiky, klesajúceho exportu Číny a kapitálových odlevov. V auguste 2015 PBoC prekvapila trhy, keď prostredníctvom troch intervencií devalvovala renminbi o 3 % oproti americkému doláru. Kým trhoví ana-

Porovnanie onshore a offshore renminbi

	Trh CNY	Trh CNH
Produkt	Spot, forward, swap a opcie	Spot, forward, swap a opcie
Trhoví účastníci	Centrálne banky, domáce banky, finančné spoločnosti a domáce dcérske spoločnosti zahraničných bánk	Exportéri, importéri, offshore finančné inštitúcie a hedžové fondy
Režim výmenného kurzu	Riadený floating	Voľný floating
Intervencie centrálnej banky	áno	nie
Povolené pásmo oscilácie	$\pm \%$	žiadne
Denné obraty v apríli 2013		
Spot	20,0 mld. USD	13,9 mld. USD
Forwardy	2,6 mld. USD	8,4 mld. USD
Priemerné rozpätie ponuka – dopyt	17 bázičných bodov	33 bázičných bodov

Zdroj: BIS Triennial Survey, apríl 2013.

lytici odôvodňovali tento krok ako snahu Číny posilniť export a podporiť slabnúci ekonomický rast, centrálna banka indikovala, že uskutočnená devalvácia je súčasťou reformy meny v snahe posunúť sa viac k trhovu orientovanej ekonomike. Toto odôvodnenie uvítal najmä Medzinárodný menový fond, ktorý pri predchádzajúcej revaluácii kompozície koša SDR v roku 2010 zamietol yuan z dôvodu, že mena nie je voľne použiteľná. Pri poslednej revaluácii koncom roka 2015 bol čínsky yuan zahrnutý do skupiny mien tvoriacich kôš SDR s odôvodnením, že Čína tvorí mimoriadne významnú časť globálnej ekonomiky.

V posledných mesiacoch PBoC aktívnejšie intervenovala prostredníctvom štátom vlastnených bánk s cieľom zmierniť prudké oslabovanie renminbi. To sa prejavilo aj na viditeľnom poklese devízových rezerv banky. V záujme stabilizácie meny taktiež zaviedla v januári 2016 povinné minimálne rezervy na domáce depozitá offshore bánk. Ak budú musieť offshore banky držať viac

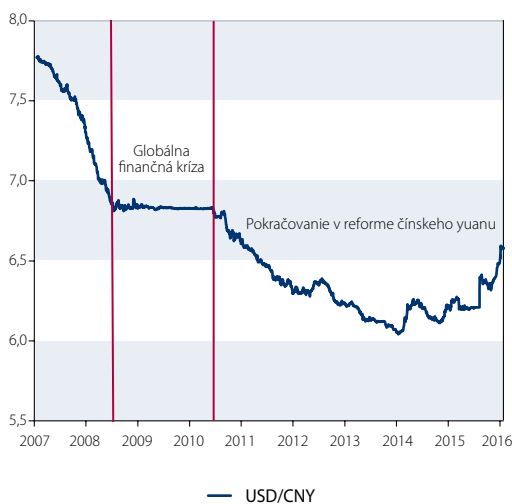


Graf 2 CNY (onshore) a CNH (offshore) renminbi



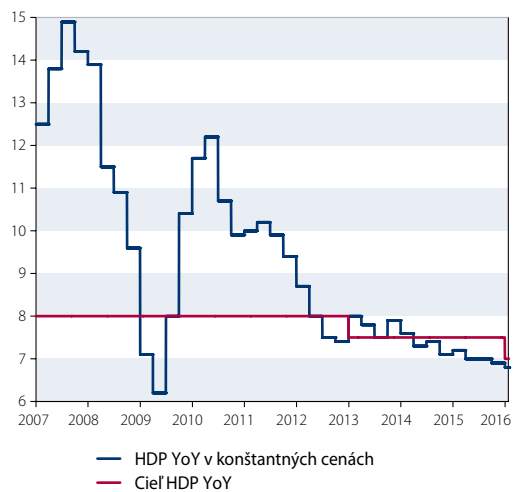
Zdroj: Bloomberg.

Graf 3 USD versus renminbi



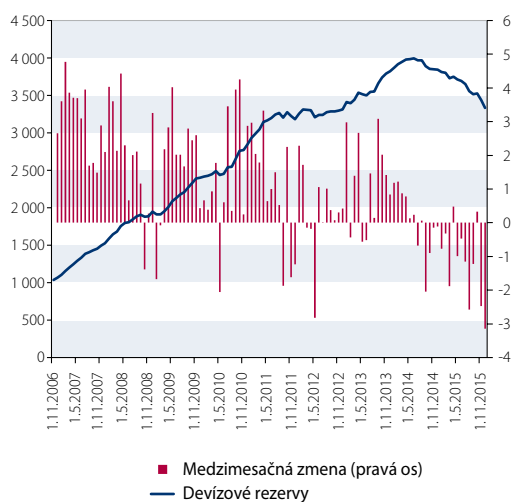
Zdroj: Bloomberg.

Graf 4 Vývoj HDP na ročnej báze v stálych cenách verzus cieľné HDP (v %)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 5 Vývoj devízových rezerv PBoC (v mld. USD)



Zdroj: Bloomberg.

Zdroje:

Cui, Y. (2014). Revisiting China's Exchange Rate Regime and RMB Basket: A recent Empirical Study. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 2/2014.

Funke, M., Shu, Ch., Cheng, X., Eraslan, S. (2015). Assessing the CNH-CNY pricing differential: role of fundamentals, contagion and policy. *BIS Working Papers*, No. 492/2015.

Michaels, R. Chinese Monetary Policy. *International Banker*. Link: <http://internationalbanker.com/comment/chinese-monetary-policy/>
Web page: Central Bank of China. Link: <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2982463/index.html>

Bloomberg

rezerv v centrálnej banke, odčerpá tak z trhu určitú likviditu, a čiastočne tým zabráni špekulačným presunom meny z a do krajiny.

V júni 2015 došlo k prudkému prepadu na čínskom akciovom trhu, napriek zásahom vlády na podporu trhu. Za jeden mesiac stratila šanghajská akciová burza viac ako tretinu svojej hodnoty, po prudkom raste zaznamenanom za predchádzajúcich osem mesiacov. Prasknutie bubliny sa prejavilo po tom, čo čínske autority zastihol výrazný nárast iracionálnych predajov akcií. Na zamedzenie ďalších prepadov prerušila takmer polovica z 2 800 zaregistrovaných firiem obchodovanie so svojimi akciami. Podobný scenár zaznamenal čín-

sky akciový trh aj v úvode roka 2016, reagujúc na pokračujúci pokles aktivity v čínskom spracovateľskom priemysle a na oslabujúcu čínsku menu, ktoré predstavujú ďalšie riziko spomalenia rastu svetovo druhej najväčšej ekonomiky. Čínska vláda po prvý raz aktivovala mechanizmus, ktorým prerušila obchodovanie na čínskej akciovej burze. Tento mechanizmus zaviedla ako reakciu na prepady akcií v roku 2015 a v prvom týždni tohto roku dvakrát využila pozastavenie obchodovania, čím sa vyhlá ďalším prudkým prepadom akcií. Podľa odbornej verejnosti pokles čínskeho trhu predstavuje aj riziko ďalšieho spomalenia hospodárskeho rastu Číny a riziko ďalšej finančnej krízy.