

A magyar panda kötvény kibocsátás háttere

Bevezetés

2017 közepén Magyarország kibocsátott egy kínai renminbiben denominált nemzetközi devizakötvényt. A kötvény kibocsátása a külföldi kibocsátók számára elérhető belső kínai kötvénypiacon, az úgynevezett panda piacon történt meg hosszas előkészületek után, illetve egy 2016-ban, a külső kínai kötvénypiacon (ún. Chinese offshore bond market) értékesített dim sum kötvényt követően. Az új panda kötvény sikeresen betöltötte azt a szerepet, amit a kibocsátó Magyar Állam szánt neki: egyszerre járult hozzá egy újnak számító, egyelőre a legtöbb szuverén kibocsátó által egzotikusnak számító piac felfedezéséhez, illetve a magyar államadósságot finanszírozó befektetői bázis bővítéséhez. A tranzakció után Magyarország az első szuverén kibocsátóvá vált, amelyiknek egyszerre mindkét kínai kötvénypiacon (panda és dim sum) van államkötvénye. Érdemes azt is megjegyezni, hogy a magyar panda kötvény az elsők között volt, amelyet már a Bond Connect programban regisztrált külföldi befektetők is lejegyezhettek.

Ebben az írásban a panda kötvénypiacra való belépés hátterét és elsődleges motivációit igyekszünk megvilágítani, illetve a magyar kibocsátáson túl egyéb külföldi szuverén vagy állami szereplők kibocsátásait is felsoroljuk. Ezen kívül az utóbbi időszakban jelentős változáson átment és a várakozások alapján további fontos változások előtt álló kínai tőke- és hitelpiaci szabályozói környezetet is röviden összefoglaljuk.

Piaci és szabályozói környezet

Az elmúlt néhány évtizedben a kínai gazdaság rendkívül gyors ütemű növekedésen ment keresztül. A reálgazdasági bővüléssel párhuzamosan a pénz- és tőkepiacok fejlődése is elkerülhetetlen volt, mitöbb a két jelenség egymást felerősítve kéz a kézben járt. A kínai kormány és hatóságok a reálgazdasági teljesítmény és a pénzügyi intézményrendszer kölcsönös egymásra utaltságát felismerve elköteleződtek a kínai pénzügyi rendszer fejlesztése mellett. Ráadásul a világ egyik legnagyobb gazdasága számára elkerülhetetlennek tűnik, hogy egy globális jelentőségű tőkepiaccal is rendelkezzen, ami a fejlesztési irányokat is részben meghatározza: a megfelelő működéshez széleskörű befektetői és kibocsátói kör szükséges, így külföldi szereplők egyre szélesebb körű bevonása is elengedhetetlennek látszik.

Ennek érdekében a kínai hatóságok jelentős erőfeszítéseket tettek a pénz- és tőkepiacok liberalizálása terén, amely lépések egyúttal a renminbi nemzetköziesedését is hivatottak elősegíteni. Kína ebben a folyamatban eddig a fokozatosságot helyezte előtérbe, ennek ellenére a külföldi tőkével szembeni elzárkózás oldódását a nemzetközi pénzügyi szervezetek is kezdik elismerni: az IMF 10,9%-os súllyal bevette SDR-kosarába a renminbit, az MSCI pedig a kínai A-kategóriás részvényeknek adott 0,73%-os súlyt feltörekvő piaci indexében (MSCI Emerging Markets Index).

A pénz- és tőkepiaci nyitást célzó első programok (QFII, RQFII) regisztrációhoz és kvótákhoz kötötték az arra jogosult külföldiek onshore portfólióbefektetéseit (tőzsdéken és a bankközi

kötvénypiacon). Az ezeket követő Stock Connect programok (Shanghai – Hong Kong Stock Connect, Shenzhen – Hong Kong Stock Connect) az érintett tőzsdék befektetőinek tették lehetővé a közvetlen kereskedést bizonyos értékpapírokkal, de mennyiségi megkötés nélkül.

Kifejezetten a kínai kötvénypiac megnyitása felé tett jelentős lépés volt a 2017-ben bevezetett Bond Connect program, ami összekapcsolja a kínai onshore kötvénypiacot a külső tőkepiacokkal, és szabályozott kereteket állít fel a külföldi intézményi befektetők kínai kötvénybefektetési tevékenységét illetően. A Bond Connect programban külföldi intézményi befektetők (központi bankok, szupranacionális és magán pénzügyi intézmények, befektetési alapok, hedge fundok, QFII és RQFII kvótával rendelkező befektetők, stb.) szerezhetnek jogosultságot a belső kínai kötvénypiachoz való hozzáférésre (elsődleges és másodpiac egyaránt).

A panda kötvénypiac

A panda kötvénypiacot az alábbi módon lehet egyszerűen definiálni. A panda kötvény renminbiben denominált, kibocsátója külföldi (nem kínai) entitás, kibocsátása pedig a belső kínai kötvénypiacon történik (technikailag vagy a bankközi kötvénypiacon vagy a nagy értéktőzsdék egyikén). A panda kötvényeknek általában középtávú eredeti futamideje van, de erre vonatkozóan nincsen életben hivatalos szabály, a lehetséges futamidők a kibocsátók/befektetők preferenciáinak megfelelően 1 – 10 évig is terjedhetnek.

A kínai belső kötvénypiac a harmadik legnagyobb kötvénypiac a világon (2017 harmadik negyedévére vonatkozó adatok alapján szűk 11 ezer milliárd dolláros kintlévő állománnyal). E hatalmas piac része a panda piac is, de a panda kötvények jelentősége mind forgalmi, mind állományi adatok tekintetében elhanyagolható a teljes piacon belül. Ebből a szempontból nem várható változás a közeljövőben, mivel az új kibocsátású panda kötvények számának 2015 után várt felfutása egyelőre nem következett be.

A panda piac mérete 2017 harmadik negyedévének végén 200 milliárd jüant tett ki, ami (akkor) 98 egyedi kibocsátásból állt össze. A szuverén panda kötvények aránya 3,6% volt a kintlévő állományt tekintve. A kanadai British Columbia tartomány kibocsátásait beleszámítva ez az arány 5% feletti. Az átlagos egyedi szuverén kibocsátások mérete 2,3 milliárd jüan, ami egy kicsit magasabb a teljes panda piacon tapasztalható 2 milliárd jüannál.

Panda kötvény kibocsátásának lehetséges okai

Általánosságban rendkívül sok oka lehet annak, hogy egy kibocsátó a panda kötvénypiacot veszi igénybe forrásbevonás végett. Ha félretesszük azokat a tényezőket, amik a vállalati kötvénykibocsátókra érvényesek elsősorban (pl. kínai érdekeltségek, leányvállalatok, üzleti tevékenységből eredő jüan kötelezettségek, ún. bonding/signalling elmélet¹), akkor is számos szakmai és politikai természetű okot lehet felsorolni. Ezen kívül érdemes figyelembe venni azt is, hogy az aktuális és várható piaci kondíciók sokat nyomnak a latban egy nemzetközi kötvénykibocsátás denominációjának kiválasztásánál. Ahhoz, hogy a kibocsátó

¹ Az elmélet szerint feltörekvő piaci vállalatok számára kedvező lehet egy fejlettebb piacon történő kötvénykibocsátás, mivel az javíthatja a vállalat piaci értékelését és hazai finanszírozási kondícióit.

rugalmas legyen az időzítés tekintetében, célszerű egyidőben több piacon is jelen lenni regisztrált mennyiségekkel.

Egy panda kötvény kibocsátásának tehát a fentiekén túl a következő fontosabb okai lehetnek: 1) egyszerűen egy alternatív piacra történő belépés, 2) befektetői bázis bővítése, 3) a gazdasági-politikai kapcsolatok erősítése.

1. Azon kibocsátók számára, akiknek nincs természetes igénye renminbiben történő forrásbevonásra, a panda piac egyszerűen egy alternatív piacnak számít. Mint ilyen, egy panda kötvény is a hagyományos stratégiai és tervezési megfontolások alá esik, és a szokásos költség-kockázat elemzést kell elvégezni, mielőtt megtörténik a piacra lépés, valamint a bevont forrást sok esetben egy előre meghatározott céldevizára (akár a hazai devizára) történő átváltás követi.

A költségek, méghozzá a céldevizában kifejezett költségek jelentőségét nem kell magyarázni. Ez leegyszerűsítve a kibocsátáskori hozamból (a kibocsátási devizában felmerülő elsődleges piaci hozamból) és a céldevizára történő átváltás költségéből tevődik össze². Az első komponens tekintetében a panda piac relatíve jól teljesített a 2017-ig tartó időszakban, főleg a kínai offshore kötvénypiacokkal összevetve. A második komponens, a céldevizára történő átváltás után kialakuló költség határozza meg a végső költségét a forrásbevonásnak. A swappolás költsége relatíve magas lehet abban az esetben, ha a kibocsátási deviza piaca fejletlen és illikvid. A panda piacon kibocsátók körében elvégzett felmérések³ azt mutatják, hogy a kibocsátók nem aggódnak a jüanpiac likviditásával kapcsolatban, így ez kibocsátói oldalról nem látszik akadálynak.⁴

A panda piac likviditása egy másik fontos tényező lehet a kibocsátás tervezésekor, mivel ennek is jelentős hatása lehet az elsődleges hozamokra. Ahogy már említettük, a panda piacon alacsony a kintlévő állomány mennyisége és a tranzakciók száma is mérsékelt, főleg a nagy, globális kötvénypiacokhoz képest. Mégha ez a megállapítás a másodpiaci állapotokat írja is le elsősorban, a kibocsátók figyelmét sem kerülheti el, mivel a nem megfelelően mély másodpiac az elsődleges piaci keresletet és így a kibocsátáskor kialakuló hozamokat is negatívan érintheti. Az említett ICMA-NAFMII felmérés erre is rákérdezett, és a kibocsátók szerint ez sem számít kirívó problémának a panda piacon.

2. A kibocsátói preferenciákban ugyan általában nem az első helyen, de azért megjelenhet a befektetői bázis megfelelő mértékű diverzifikációja. Egy új piacra történő belépés pedig általában új befektetőket jelent, akiknek a stratégiája bizonyos mértékig eltér a meglévőkétől. A kínai befektetők között jelentős arányban vannak olyanok, akik a birtokolt értékpapírok lejáratig tartásának stratégiáját követik (ez magyarázhatja a nyugati piacokhoz képest rövidebb futamidőt). Ez a kibocsátó számára előnyös, mivel negatív (külső) sokkok

² Természetesen egyéb költségelemek is felmerülnek egy nemzetközi kötvénykibocsátás alkalmával (pl. szervezői jutalék, jogi tanácsadás költsége, stb.), de ezekkel most nem foglalkozunk.

³ Például ICMA-NAFMII [2017]: The Panda Bond Market and Perspectives of Foreign Issuers. ICMA-NAFMII Working Group, Report. October 2017.

⁴ Bár az igazán beszédes az lenne, ha nem csak a panda piacra már kibocsátóként belépett szereplőket kérdeznék meg erről, hiszen ezen szereplők piacra lépése mögött vélhetően egyéb megfontolások is álltak, és emiatt hajlandóak lehettek tolerálni néhány bázispontos felárat is.

esetén a stabil befektetői bázis mérsékli az eszköz-forrás menedzsmentben, adósságkezelésben felmerülő nehézségeket. Az igazsághoz persze hozzátartozik, hogy a Bond Connect program életbe lépésével az arra jogosult külföldi intézmények is hozzáférhetnek a panda piachoz, vagyis egy panda kötvény végső tulajdonosai körében akár nagyon eltérő stratégiákat követő befektetőket is találhatunk.

3. Az utolsó pont a nem tisztán szakmai jellegű megfontolásokra utal, vagyis, hogy egy vállalat vagy szuverén számára egyéb, például politikai, geopolitikai, gazdaságpolitikai érvek is szólhatnak amellett, hogy megjelenjen kibocsátóként a panda kötvénypiacon. Ehhez a ponthoz tartozik az is, hogy egyes szektorokban vagy – szuverének esetén – bizonyos régiókon belül versengenek a kibocsátók azért, hogy elsőként jelenjenek meg a panda piacon. Nyilvánvaló, hogy az elsőség ténye önmagában nem teszi például olcsóbbá a forrásbevonást, ennek pusztán szimbolikus jelentősége, gesztusértéke lehet.

A magyar panda kötvény

2017 júliusában az ÁKK mandátumot adott a Bank of China és a HSBC befektetési bankoknak a magyar panda kötvény kibocsátás lebonyolítására. A regisztrációs folyamat során eldőlt, hogy a magyar szuverén összesen 3 milliárd jüan mennyiségben vonhat be forrást erről a piacról 2019 júniusáig. A magyar fél ún. non-deal roadshow tartott Pekingben és Shanghaiban a kötvény népszerűsítése céljából, a megcélzott befektetői kör pedig elsősorban a kínai intézményi befektetőket foglalta magába. 2017. július 26-án Magyarország kibocsátotta első, 3 éves futamidejű panda kötvényét 1,96-szoros fedezettség és 4,85%-os kupon mellett. A kibocsátott mennyiség 1 milliárd jüan volt. Az ajánlatot tevő befektetői kör változatos volt (befektetési alapok, kereskedelmi bankok, stb.), és jelentős érdeklődés volt tapasztalható az újonnan életbe lépett Bond Connect programon keresztül is. Az ÁKK a teljes mennyiséget a hasonló futamidejű euró forráshoz viszonyítva kedvező hozam mellett elswappolta euróra a magyar adósságkezelési stratégiának megfelelően.

A kibocsátással a Magyar Állam az első szuverén lett, amelynek egyszerre van panda és dim sum kötvénye. Ezen kívül a magyar panda kötvény volt az első szuverén panda kötvény, amelyet már a Bond Connect programban részt vevő külföldi (nem kínai) intézményi befektetők is lejegyezhettek.

A magyar szuverén kínai kötvénypiaci jelenléte eddig fokozatosan épült ki, és ez a fokozatosság kétféleképpen nyilvánult meg. Egyrészt a panda kötvény kibocsátás a dim sum piacon történő megjelenés után másfél évvel következett be. Másrészt a fokozatosság a kibocsátott mennyiségekben is tükröződött, mivel mindkét kibocsátás kis mennyiségben történt. A fokozatosság a közeljövőben is fennmaradhat, mivel a panda piacon az értékesített 1 milliárd jüan felett még 2 milliárd jüanni regisztrált mennyiséggel rendelkezik a magyar szuverén.

Magyarország számára az egyik legfontosabb tényező az volt, hogy regisztrált mennyiségekkel jelen legyen mindkét piacon, és megismerje a kibocsátáshoz szükséges adminisztratív és szabályozási előírásokat. A másik fontos szempontnak a befektetői bázis diverzifikációja számított. A magyar államadósságon belül a 2011 óta bekövetkezett nagymértékű csökkenés után is még mindig jelentősnek számít a külföldi szereplők

részaránya, és a 2008-2009-es időszak negatív eseményei rávilágítottak arra, hogy kiemelt szempontnak számít a befektetői bázis kiegyensúlyozottsága. A harmadik tényező politikai-gazdaságpolitikai természetű volt: a magyar kormány elkötelezett támogatója a renminbi nemzetköziesedésének és az Egy Övezet, Egy Út (The Belt and Road Initiative) kezdeményezésnek, a kínai kötvénypiaci kibocsátások pedig az elköteleződés kézzelfogható jeleként is értelmezhetők.

Összefoglaló egyéb szuverén és tartományi panda kibocsátásokról	
Republic of Korea (2015. december): <ul style="list-style-type: none"> • Rating (S&P/Kínai): AA- / AAA • Mennyiség (kibocsátott): 3 milliárd RMB • Futamidő: 3 év • Kupon: 3% • Swap?: Nem • Túljegyzés: 4.28x • Lebonyolító bankok: HSBC, Bank of China 	Province of British Columbia (2016. január): <ul style="list-style-type: none"> • Rating (S&P / DBRS): AAA / AAA • Mennyiség (kibocsátott): 3 milliárd RMB • Futamidő: 3 év • Kupon: 2.95% • Swap?: Nem • Túljegyzés: 2x • Lebonyolító bankok: HSBC, Bank of China
Poland (2016. augusztus) <ul style="list-style-type: none"> • Rating (S&P/Kínai): A- / AAA • Mennyiség (kibocsátott): 3 milliárd RMB • Futamidő: 3 év • Kupon: 3.4% • Swap?: Igen (euro) • Túljegyzés: 1.97x • Lebonyolító bankok: HSBC, Bank of China 	Province of British Columbia (2017. november): <ul style="list-style-type: none"> • Rating (S&P / DBRS): AAA / AAA • Mennyiség (kibocsátott): 1 milliárd RMB • Futamidő: 3 év • Kupon: 4.8% • Swap?: Nem • Túljegyzés: 2x • Lebonyolító bankok: HSBC, Bank of China

Az imént említett három legfontosabb tényezőt az előzőekben már megemlítettük a panda kötvény piacon történő kibocsátás lehetséges okaiként. Magyarország a sikeres kibocsátással olyan elsőrendű hitelminősítéssel rendelkező kibocsátókat követett, mint Dél-Korea, Lengyelország és a kanadai British Columbia tartomány (az előző táblázatban ezeket a kibocsátásokat foglaltuk össze).

Összefoglalás

Az előzőekben szót ejtettünk a kínai tőkepiaci szabályozás elmúlt években végbement átalakulásáról, elsősorban azokat az intézkedéseket bemutatva, amelyek a panda piacot is érintették. Bemutattuk, hogy kibocsátói szemszögből a panda piacra lépés mögött meghúzódó okok a szigorúan szakmai megfontolásoktól egészen a politikai-gazdaságpolitikai motivációkig terjedhetnek.

A magyar megközelítés vegyíti ezeket a lehetséges okokat, és a kibocsátással hozzájárult a kínai kötvénypiac fejlesztéséhez, tágabb értelemben pedig a kínai kormány azon törekvéséhez, hogy a kínai fizetőeszköz a nemzetközi pénzforgalom vezető szereplőjévé váljon. A magyar adósságkezelő esetleges jövőbeli aktivitása a kínai kötvénypiacon hasonló megfontolásokon fog alapulni. A 2017-es kibocsátás során szerzett értékes tapasztalatoknak és a regisztrált összegből fennmaradt 2 milliárd jüanynyi keretnek köszönhetően egy esetleges újabb kibocsátásra pedig rugalmasan, a piaci kondíciók kedvező alakulását kihasználva kerülhet sor.

Az írás hosszabb, angol nyelvű változata a „Hungary and RMB Internationalisation” című tanulmánykötetben jelent meg.