

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer

Documento de trabajo 03/13

Noviembre 2013



Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Clàudia Canals
Economista

Economía Internacional
ccanals@lacaixa.com

Resumen

- Aunque la relevancia económica de China es innegable, el renminbi (RMB) aún dista de ocupar un lugar destacado en las finanzas internacionales. Las restricciones a las entradas de capital, el insuficiente grado de desarrollo del sistema financiero chino y la rigidez del tipo de cambio limitan su viabilidad como moneda de reserva a corto plazo.
- Con todo, el ejecutivo chino ha ido intensificando sus esfuerzos para promover la internacionalización de su divisa mediante distintos mecanismos de apoyo que pueden categorizarse en tres grandes grupos: actuaciones para impulsar el uso del RMB en las transacciones comerciales, entre las que se incluye el desarrollo del mercado *offshore* en Hong Kong y el reciente estreno de una “zona de libre comercio” en Shanghái; programas para favorecer los flujos de capitales dentro y fuera de la China continental; y acciones a favor de una mayor flexibilización cambiaria.
- A pesar de los esfuerzos desempeñados por las autoridades chinas y de las condiciones favorables que manifiesta el país para la internacionalización del RMB, es altamente improbable que dicho proceso ocurra dentro de esta década.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – “la Caixa”, 2013

© Clàudia Canals

Quisiéramos agradecer la labor de asistencia en la investigación desempeñada por María Alejandra Villegas y Álvaro Leandro Fernández Gil.

Introducción

A pesar de la importancia económica de China – tercera potencia mundial, por detrás de Estados Unidos y la Eurozona–, su moneda, el renminbi (RMB),¹ está lejos de ocupar un lugar destacado en las finanzas internacionales, a diferencia de lo que ocurre con el dólar, el euro, o incluso el yen. Es más, hasta hace poco, el RMB apenas se usaba fuera de las fronteras de China. Sin embargo, en los últimos tres años la internacionalización del RMB ha pasado de ser un objetivo estratégico a largo plazo a ser una aspiración mucho más plausible para las autoridades económicas de la primera economía asiática.

China es el primer país que promueve de manera explícita el uso internacional de su moneda. Ni el dólar, ni el yen, ni el euro se beneficiaron de un respaldo institucional tan manifiesto al principio de sus respectivos procesos de internacionalización. De hecho, las actuaciones de China en lo relativo al RMB encajan perfectamente con el principio de cambios graduales y experimentales que se perciben en todas las medidas económicas que lleva a cabo el gigante asiático. Por ejemplo, cuando el país empezó a permitir los flujos de inversión extranjera directa, primero estableció cuatro zonas geográficas donde los no residentes podían realizar sus inversiones. Y más tarde, una vez probada la efectividad y las consecuencias de dichos flujos de inversión, extendió la posibilidad de inversión a nuevas zonas del país.

Pero, ¿qué significa que una moneda tenga uso internacional? ¿O que sea moneda de reserva? ¿Y qué requisitos debe cumplir para serlo?

Vayamos por partes. Una moneda es internacional cuando se usa asiduamente fuera de sus fronteras naturales. Chinn y Frankel (2008), basándose en Kenen (1983), resumen las distintas funciones que puede desarrollar una moneda internacional en una sencilla tabla 2x3 (véase tabla). Según Chinn y Frankel, una moneda debe poder desempeñar sus tres funciones clásicas en el ámbito internacional: acumulación de valor, medio de intercambio y unidad de cuenta.

Más concretamente, en el contexto oficial o público, una divisa internacional se utiliza como moneda de reserva de las autoridades monetarias, como vehículo para la intervención en los mercados de divisas, o como ancla para fijar una moneda local. Este último ha sido el caso de las divisas de algunos países de Europa Central y del Este que

han visto en el euro la estabilidad que deseaban para sus respectivas monedas.

Por otro lado, una divisa internacional puede utilizarse privadamente en las transacciones comerciales y las operaciones financieras, en la facturación y denominación, y en la sustitución de otras monedas. Este último uso, aunque menos frecuente, se mantiene en algunos países latinoamericanos, donde el dólar (considerado más seguro) circula con total normalidad junto a la moneda local (dolarización parcial).

Funciones y usos de una moneda internacional

	Uso del Gobierno	Uso privado
Acumulación de valor	Reservas internacionales	Sustitución de monedas
Medio de intercambio	Vehículo para intervención cambiaria	Facturación en transacciones comerciales y financieras
Unidad de cuenta	Ancla para fijar una moneda local	Denominación operaciones comerciales y financieras

Fuente: Chinn y Frankel (2008).

Para poder satisfacer los citados usos y funciones, una moneda que pretenda ser “internacional” o, por extensión, el país candidato a internacionalizar su moneda debe cumplir con los siguientes requisitos: relevancia económica e integración en la economía global; confianza por parte de residentes y no residentes en el valor de la moneda; y, por último, apertura, desarrollo y profundidad del mercado doméstico financiero y de capitales.²

Anticipando las principales conclusiones del artículo, veremos que, mientras que los dos primeros requisitos –relevancia económica y confianza en el valor de la moneda– no suponen una barrera importante hacia el uso internacional del RMB, las restricciones a las entradas de capital y el insuficiente grado de desarrollo financiero obstaculizan significativamente este proceso. Es por esto último que no prevemos que la internacionalización del RMB se produzca dentro de esta década tal y como vaticinan algunos analistas.

¹ La moneda oficial de China se llama renminbi (“moneda del pueblo”), aunque también se la conoce como yuan, que es la

² En el proceso de internacionalización también suele aparecer el denominador factor inercia, por el cual una moneda evoluciona lentamente hacia la internacionalización (véase Krugman, 1984). Sin embargo, recientes estudios que sitúan el destronamiento de la libra esterlina por el dólar americano a mediados de los años veinte frente a estimaciones anteriores que lo situaban a mediados de los cincuenta, atenúan la importancia del sesgo por inercia en el proceso de internacionalización (véase Eichengreen y Flandreau, 2008).

Los tres requisitos básicos para la internacionalización

1. Relevancia económica y grado de integración en la economía global

La relevancia económica de China suscita escasas dudas. En 2010, se convirtió en la segunda economía mundial, adelantando a Japón y por detrás de Estados Unidos, la tercera si consideramos la eurozona. Según el FMI, en 2009, el PIB nominal de China y Japón se situaba en torno a los 5 billones de dólares, todavía lejos de los 14 billones de dólares de Estados Unidos y de los casi 12,5 billones de dólares de la eurozona. En 2012, el PIB de China ya superaba la barrera de los 8 billones de dólares (un 11,4% del total mundial), por encima de los 6 billones de dólares de Japón y cada vez más cerca de los 16 billones de dólares de Estados Unidos (un 22,5% del total mundial) y los 12 billones de dólares de la eurozona (un 17% del total mundial). En paridad de poder adquisitivo, las diferencias incluso se acortan: en 2012, China representaba el 14,7% del PIB mundial, por encima de la eurozona (13,5%), y algo por debajo del 19,5% que constituía Estados Unidos (véase tabla).

Salvo por la moderación reciente, el ritmo de crecimiento de la economía china amplifica su relevancia internacional. Con avances promedio del 10% anual, su contribución al crecimiento mundial ha pasado del 9% en la década de 1980 a cerca del 27% en los 2000. Y las previsiones del FMI apuntan a contribuciones cercanas al 35% en los próximos cinco años.

Asimismo, en 2009 China se convirtió en la primera potencia mundial exportadora de bienes, arrebatando el liderazgo a Alemania. En 2012, con 2 billones de dólares frente a los 1,5 billones de dólares y 1,3 billones de dólares de Estados Unidos y Alemania, respectivamente, ya representaba el 11,5% en el total de exportaciones mundiales de mercancías; una trayectoria asombrosa si tenemos en cuenta que en la década de los ochenta apenas ostentaba el 1%. Por otra parte, China importa algo más de un 8% del total de mercancías mundiales, una cifra significativa y ligeramente por debajo del 11,5% de Estados Unidos, el máximo importador global.

Por lo que respecta al grado de integración global, y en el ámbito comercial, China ocupa un lugar destacado en la cadena de producción mundial.³

³ A diferencia de la significativa relevancia global de China a nivel comercial, su integración en el mercado financiero mundial es todavía pequeña.

En particular, desempeña un papel clave en la cadena de valor asiática. China importa cerca de la mitad de bienes intermedios producidos en Asia, lo que la convierte en el más importante receptor de insumos del continente para la producción y la exportación de bienes finales. Su peso como proveedor de bienes intermedios en Asia no es menos importante: también es el primer exportador de ese tipo de mercancías en el continente (30%), por delante de Japón.⁴

China va ganando peso en el mundo

	80-89	90-99	00-12
China			
Δ PIB (promedio anual, en %)	13,5	10,9	9,3
PIB nominal (mM \$) ⁽¹⁾	307	728	8221
% del total mundial (nominal) ⁽¹⁾	2,5	2,4	11,4
% del total mundial (en ppa) ⁽¹⁾	3,2	5,6	14,7
Cuota Exp. (en % total mercancías)	1,4	2,9	10,3
Estados Unidos			
Δ PIB (promedio anual, en %)	4,2	2,7	1,8
PIB nominal (mM \$) ⁽¹⁾	4347	7664	16245
% del total mundial (nominal) ⁽¹⁾	35,9	25,5	22,5
% del total mundial (en ppa) ⁽¹⁾	25,6	23,3	19,5
Cuota Exp. (en % total mercancías)	11,5	11,2	8,0
Eurozona			
Δ PIB (promedio anual, en %)	-	2,9	1,5
PIB nominal (mM \$) ⁽¹⁾	-	7296	12199
% del total mundial (nominal) ⁽¹⁾	-	24,2	16,9
% del total mundial (en ppa) ⁽¹⁾	-	19,1	13,5
Cuota Exp. (en % total mercancías) ⁽²⁾	29,9	33,5	25,4

Nota: (1) Para el Δ PIB y la cuota de exportaciones se considera el promedio anual del periodo indicado mientras que para el PIB nominal y su porcentaje en el total mundial se consideran datos de 1985, 1995 y 2012, respectivamente.

(2) Se considera el comercio intra-europeo.

Fuente: la Caixa Research, a partir de datos de Fuentes nacionales y del FMI (WEO, octubre 2013).

2. Confianza en el valor de la moneda

Según Obstfeld (2011), una característica básica de un activo internacional de reserva (por ejemplo, de una moneda) es que sea “[...] ampliamente aceptado como pago a un *valor predecible*, incluso si se liquida sin previo aviso”.

Cuando una moneda se usa como reserva internacional, los riesgos de tipo de cambio e inflación son los principales responsables de una alteración de su *valor predecible*. Por consiguiente, un país que quiera fomentar el uso internacional de su moneda debe disponer de un abanico amplio de herramientas (fiscales y monetarias) que le permitan contrarrestar los efectos de posibles

⁴ Véase VoxEU: <http://www.voxeu.org/article/asia-s-supply-chain-implications-rebalancing>

choques externos e internos sobre su estabilidad macroeconómica y sus activos, entre ellos, su moneda.

En el caso de China, el nivel relativamente bajo de endeudamiento público deja margen de maniobra para el uso de políticas fiscales. Las cifras oficiales sitúan el endeudamiento del Gobierno central en torno al 25% del PIB aunque algunos analistas subrayan, no sin razón, que esta cifra no incluye la deuda de los Gobiernos locales canalizada a través de créditos bancarios a los vehículos especiales de inversión. Este tipo de operaciones aumentó de manera significativa durante el periodo 2008-2009 ante el fuerte estímulo fiscal promovido por el ejecutivo para combatir los efectos de la crisis financiera y económica global. Con todo, aún teniendo en cuenta esta deuda local, el nivel de deuda pública es asumible puesto que se estima alrededor del 50% del PIB.⁵

Por el contrario, la política cambiaria fuertemente dirigida del país limita la independencia de la política monetaria (véase gráfico). Imaginemos, por ejemplo, una situación de tensiones inflacionistas. Para rebajarlas, el banco central de una economía sin las restricciones cambiarias de China optaría por una subida de tipos de interés, pese a que las posibles entradas de capitales pudieran generar presiones apreciatorias. Sin embargo, en el caso del gigante asiático, la necesidad de mantener el valor de su moneda restringe las posibilidades de actuación del Banco Central Chino (PBoC por sus siglas en inglés). Por tanto, la autoridad monetaria debe emplear asiduamente medidas de tipo administrativo o macroprudencial (i. e. coeficiente de caja) en lugar del tipo de interés para enfriar o activar la economía.

A pesar de esta limitación, según fuentes oficiales, las tasas de inflación se han mantenido en cotas razonables y en línea con las tasas de las grandes economías avanzadas (véase tabla).⁶ En particular,

⁵ JP Morgan o BNP Paribas estiman unos niveles de deuda manejables y en torno al 50% del PIB. Sin embargo, Standard Chartered o Moody's estiman unos ratios de morosidad muy elevados en muchas de las inversiones de los Gobiernos locales, lo cual elevaría la deuda a cotas en torno al 70% del PIB. Nuestras propias estimaciones están alineadas con las cifras más moderadas presentadas por los primeros estudios (50% del PIB), una cifra asumible teniendo en cuenta las significativas tasas de crecimiento del país y las sustanciales reservas internacionales (3,4 billones de dólares o 40% del PIB).

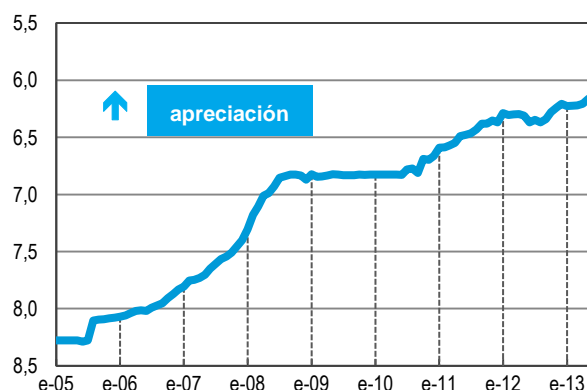
⁶ Cabe mencionar algunas de las críticas atribuidas al índice de precios al consumidor (IPC). Estas críticas matizarían las tasas de inflación relativamente bajas de China. En primer lugar, el componente vivienda del IPC se basa en los precios reportados por fuentes nacionales, cuyos aumentos se han situado muy por debajo de los aumentos reportados por otras fuentes privadas. En segundo lugar, el peso de sus componentes se revisa de manera poco frecuente (cada cinco años). Y, por último, algunos

durante el periodo 2000-2012, tanto la inflación de China como su desviación estándar se han situado en torno al 2%, alineadas con las cifras de las economías con moneda de reserva (cuya inflación promedio anual no superó el 2,5% y con una desviación estándar que no superó los 1,1 puntos porcentuales) y muy por debajo del resto de los grandes emergentes. Las tasas de inflación de estos países (excluyendo a China) no solamente se han situado por encima del 6% sino que también han presentado desviaciones estándar en el rango del 3%-4,5%.

En definitiva, actualmente la política monetaria china se encuentra restringida por el tipo de política cambiaria. Aunque en los últimos años esto no ha supuesto un grave problema, gracia al amplísimo abanico de palancas fiscales disponibles, el futuro de una divisa internacional exige la disponibilidad de una política monetaria más ortodoxa.

La política cambiaria dirigida empieza a relajarse

RMB/dólar



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

China: moderadas tasas de inflación en 2000-12

	Inflación	Desv. Estan.
Estados Unidos	2,5	1,1
Eurozona	2,2	0,7
Reino Unido	2,2	1,1
Japón	-0,3	0,7
China	2,3	2,2
Brasil	6,6	2,8
Rusia	12,3	4,9
India	6,8	3,1

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre 2013).

En este sentido, el objetivo del Gobierno de reequilibrar el modelo de crecimiento confiriendo un

precios, como el de la gasolina, están regulados y a veces se usan para rebajar las presiones inflacionistas.

mayor peso al consumo doméstico y a la inversión privada estaría de acuerdo con esta flexibilización cambiaria. No en vano, en los últimos treinta años, la política cambiaria dirigida (sosteniendo un RMB infravalorado) ha ido ligada a la protección del sector exportador.

3. Apertura, desarrollo y profundidad del mercado financiero y de capital

Si bien en el ámbito del sector exterior sí se ha facilitado el uso del RMB en los intercambios comerciales, las fuertes restricciones en la cuenta financiera han obstaculizado las posibilidades de invertir en la China continental, desincentivando la acumulación de yuanes por parte de los inversores extranjeros.⁷

La internacionalización de una moneda no solo exige que los flujos de capital se puedan mover libremente, sino que además el mercado financiero y de capital tenga un suficiente grado de desarrollo y profundidad. Esto es así porque el fuerte aumento de los flujos de capital, consecuencia del proceso de internacionalización, acarrea ciertos riesgos –mayor volatilidad macroeconómica y vulnerabilidad a las crisis tanto internas como externas– que se magnifican ante un insuficiente grado de desarrollo en dichos mercados.⁸ En particular, si el grado de regulación y supervisión financiera no es suficiente, la apertura financiera puede empujar a ciertas instituciones financieras locales a asumir riesgos excesivos.

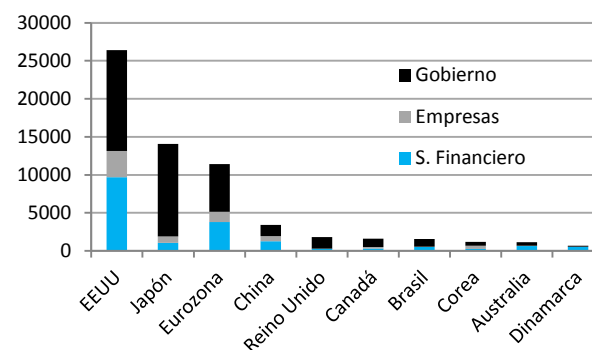
A pesar de los pasos dados por el Gobierno chino en este frente, todavía queda camino por recorrer en la mejora de la profundidad de los mercados financieros, en especial, el de capitales. El aún reducido mercado de deuda y el volumen diario en el mercado de divisas son indicativos de que el nivel de profundidad de China está lejos del de Estados Unidos (con el dólar), la eurozona (con el euro) o incluso Japón (con el yen) o Reino Unido (con la libra) (véanse gráficos).

Esta falta de profundidad y desarrollo se atribuye, en gran medida, al control que han ejercido las autoridades del país sobre las decisiones bancarias y a la falta de independencia de la política monetaria. Ello ha coartado la eficiencia de los bancos y reprimido el desarrollo del sector financiero.⁹

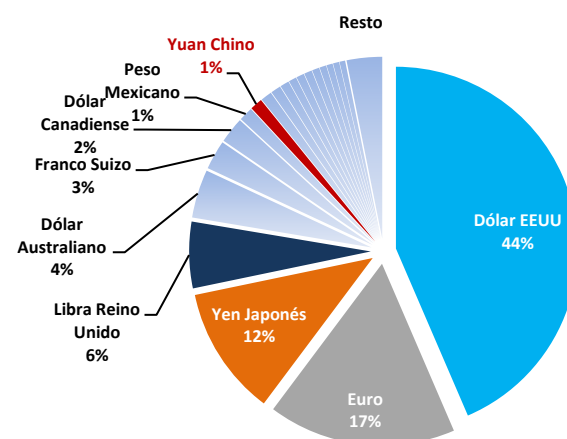
En suma, la relevancia económica y el grado de integración global, así como la estabilidad (actual) en el valor de la moneda juegan a favor de la carrera del RMB hacia la internacionalización. Sin embargo, las importantes restricciones sobre la cuenta de capital, la limitada profundidad y desarrollo del mercado financiero y de capitales, y la aún dirigida política cambiaria, frenan este proceso de internacionalización.

Todavía lejos de la profundidad del mercado financiero de otros países

Títulos de deuda viva
Billones de dólares, Marzo 2012



Volumen de contratación en el mercado de divisas
Promedio diario de abril 2013, % del total



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BIS, FMI y (Prasad y Ye, 2012).

Impulso institucional al uso internacional del RMB

En su afán por convertir el RMB en moneda internacional, el ejecutivo chino ha diseñado distintos mecanismos para facilitar el uso de su moneda fuera de sus fronteras naturales. En particular, estas actuaciones se pueden dividir en

En otras palabras, una reprimenda de la autoridad monetaria a las entidades financieras que deben responsabilizarse de sus actuaciones y, en última instancia, ganar en eficiencia.

⁷ Dentro del plan de internacionalización del RMB se considera una completa apertura de la cuenta financiera durante los próximos cinco años.

⁸ Véase IMF (2012).

⁹ En este sentido, en junio de 2013, la tardanza del Banco Central en la provisión de liquidez podía leerse en clave de alerta a las entidades financieras para que moderasen el aumento del crédito, sobre todo en el conocido *shadow banking*.

tres categorías: (1) actuaciones para impulsar el uso del RMB en las transacciones comerciales, entre las que se incluye el desarrollo del mercado *offshore* en Hong Kong (HK) y el reciente estreno de una “zona de libre comercio” en Shanghai; (2) programas para favorecer el flujo de capitales dentro y fuera de China continental; y (3) acciones a favor de una mayor flexibilización del tipo de cambio.

En primer lugar, durante los últimos cuatro años, se han llevado a cabo distintas actuaciones para impulsar el uso del RMB en los intercambios comerciales. En particular, a mediados de 2009 se permitió a las empresas establecidas en cinco ciudades chinas usar el RMB en sus intercambios comerciales con HK, Macao y otros países miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) (véase tabla en Anexo B para una extensa lista de medidas). En junio de 2010, el programa se amplió hasta que llegaron a ser veinte las provincias en las cuales se podía usar el RMB como medio de facturación con los clientes extranjeros de cualquier parte del mundo. Finalmente, en marzo de 2012, una nueva ampliación del programa ya consintió a cualquier empresa china realizar transacciones comerciales en su propia moneda.¹⁰

Así pues, mientras en 2009 las liquidaciones comerciales en la moneda china eran insignificantes, en 2012 cerca del 11% del total del comercio de China se liquidaba en RMB (véase gráfico). A pesar de la reciente corrección, estas liquidaciones están todavía muy sesgadas hacia las importaciones realizadas por comerciantes chinos (de insumos extranjeros) frente a las exportaciones, a causa de las expectativas de apreciación del RMB. Según el FMI, a principios de 2011, el 89% de las liquidaciones comerciales correspondían a importaciones de China procedentes del resto del mundo.

Con la finalidad de impulsar estos intercambios comerciales en RMB, China también ha pactado líneas *swap* de divisas con los bancos centrales de algunos países, incluyendo HK, Corea del Sur, Singapur, Brasil, Reino Unido, Australia y la Eurozona¹¹. En este contexto se enmarca la

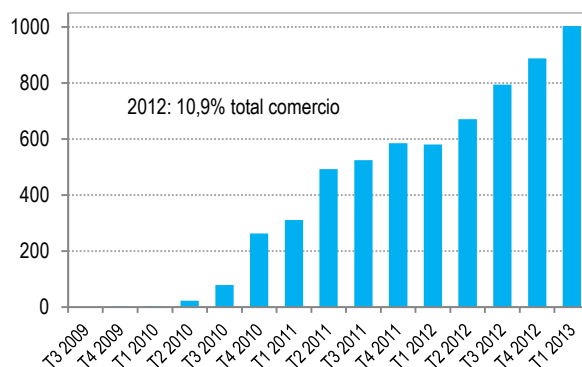
¹⁰ Véase Anexo-A “Mecanismo del uso del RMB en transacciones comerciales” para una explicación detallada de la manera formal en la que se realizan las liquidaciones comerciales en RMB.

¹¹ El acuerdo *swap* firmado con Reino Unido en junio de 2013 tiene una extensión de tres años y un valor máximo de RMB200 mil millones de yuanes. Por su parte, el acuerdo con el BCE (octubre 2013, también para tres años) se sitúa en los RMB350. Aunque ambas cifras denotan cantidades significativas, todavía se sitúan por debajo del acuerdo con Hong Kong, lo cual refleja

reciente ampliación de las relaciones financieras entre China y Australia que, entre otros elementos, incluye la convertibilidad directa entre sus monedas. Hasta abril de 2013 solamente el dólar americano y el yen japonés gozaban de dicha convertibilidad directa con la divisa china. La convertibilidad directa supone que ya no será necesario cambiar los dólares australianos a dólares norteamericanos y estos, a yuanes. Y, por consiguiente, se eliminarán los riesgos de fluctuación cambiaria de las distintas divisas intermedias, un punto significativo si se tiene en cuenta que China es el principal socio comercial de Australia.

Crecen las liquidaciones comerciales en RMB

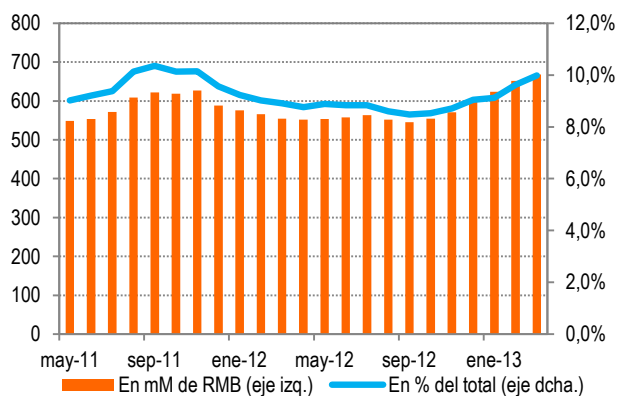
RMB en miles de millones (en Hong Kong)



Nota: considera comercio en bienes y servicios.

Fuente: “la Caixa” Research, a partir de datos del PBOC.

Y ascienden los depósitos en RMB en Hong Kong



Fuente: “la Caixa” Research, a partir de datos de la HKMA.

Por otro lado, también con el propósito de favorecer estos intercambios comerciales en RMB, y ante la todavía escasa profundidad y desarrollo financiero en China continental, se ha potenciado la creación de un mercado financiero fuera de la China continental donde las empresas extranjeras

la posición clave de la “ciudad” o “región” china en el negocio de RMB.

tengan acceso a la moneda china (mercado *offshore*). El lugar escogido ha sido Hong Kong (HK de aquí en adelante), por razones obvias: comparte idioma con China continental, está en la misma zona horaria, les une una relación muy estrecha en otros muchos ámbitos y tiene una gran experiencia financiera.¹²

En 2004, se permitió a los residentes de la región administrativa de HK abrir cuentas en RMB en bancos de HK y desde entonces el abanico de productos denominados en RMB disponibles en el mercado *offshore* de HK se ha ido ampliando. En particular, destacan los bonos corporativos denominados en RMB (conocidos como *dim sum*) que pueden emitir empresas extranjeras en el mercado *offshore* de HK.

Las siguientes cifras ilustran el creciente uso de la moneda china en este mercado *offshore*. Los depósitos en RMB han pasado de representar menos de un 2% del total de depósitos de HK en 2008, a un escaso 3,6% a finales de octubre de 2010, y a un considerable 10% en febrero de 2013 (véase gráfico). Este porcentaje rozó el 10,5% a finales de 2011, antes de replegarse ligeramente por las menores expectativas de apreciación del RMB durante 2012. A pesar del ligero retroceso, prevemos que los depósitos seguirán avanzando en el futuro gracias a los crecientes volúmenes de comercio e instrumentos financieros, como los bonos *dim sum*, al aumento en financiación en RMB, y a unas renovadas expectativas de apreciación de la moneda.

Por otro lado, el mercado de bonos *dim sum* también ha seguido la tendencia alcista del resto de productos. Según datos de la autoridad monetaria de Hong Kong (HKMA por sus siglas en inglés), en 2010, dieciséis entidades emitieron bonos por valor de RMB36 miles de millones de yuanes en HK, mientras en 2012 esta cantidad se triplicó alcanzando un valor cercano a los RMB120 miles de millones de yuanes, con más de ochenta entidades participantes y emisiones mucho más diversas entre ellas.

Además, y aunque HK sigue siendo el principal centro *offshore* de bonos *dim sum*, otros centros financieros empiezan a despegar en su negocio en RMB. En concreto, Taipéi se convirtió en el segundo centro en ofrecer la posibilidad de emisión de dichos bonos, mientras que Singapur emitió su primer bono *dim sum* en mayo de este mismo año.

En este sentido, y con un nuevo golpe de efecto, el ejecutivo del país ha puesto en marcha una “zona

¹² Existen otros mercados *offshore* de RMB distintos al de HK como el de Londres, Singapur, Macao y el más reciente de Taiwán, aunque todavía a cierta distancia del de HK.

de libre comercio” en Shanghái que podría convertirse en la nueva “mini Hong Kong”, así denominada por un amplio espectro de la prensa económico-financiera¹³. Y es que, aunque todavía no se conozcan los detalles que regirán en la zona, las primeras informaciones apuntan a que además de la liberalización comercial e inversora se permitirá la libre convertibilidad del yuan.

En segundo lugar, el Gobierno chino también ha avanzado en la posibilidad de invertir en la propia China continental. Un ejemplo de ello es el programa *RMB Qualified Foreign Institutional Investor* (R-QFII), que permite a inversores extranjeros cualificados invertir en el mercado bursátil o de bonos, o en forma de IED (de manera siempre controlada a través de cuotas y aprobaciones), fondos en RMB generados en el mercado *offshore* de HK. Con todo, y a pesar de los avances en este segundo frente (siendo el primero el que cubre las distintas acciones que favorecen el uso del RMB en los intercambios comerciales), las posibilidades de inversión en China continental todavía no se han equiparado al fuerte impulso en el uso del RMB fuera de las fronteras chinas, en especial en el ámbito comercial.¹⁴

Por último, el 16 de abril de 2012, el PBoC amplió la banda de fluctuación del yuan frente al dólar estadounidense, del 0,5% al 1% para así mejorar la flexibilidad del tipo de cambio.¹⁵ Como ya hemos mencionado, dicha flexibilización ayuda tanto en la mejora de la estabilidad macroeconómica, como en la promoción de una mayor eficiencia del mercado financiero. Ambas mejoras son requisitos clave en el camino hacia la internacionalización.

Sin embargo, también es cierto que esta flexibilización puede valorarse como una medida de apoyo al cambio hacia un modelo con mayor protagonismo del consumo interno y la inversión privada. Un patrón con más recorrido de crecimiento a medio y largo plazo que el modelo sesgado hacia el sector exportador de los últimos

¹³ El pasado 29 de septiembre se inauguraba el inicio de la nueva “zona de libre comercio” dentro de Shanghái.

¹⁴ Esta circunstancia ha provocado la existencia de dos mercados cambiarios *spot* de la moneda china, uno en la China continental (Shanghái) y otro en HK. Véase McCauley (2011) para más detalles sobre la compleja relación entre la internacionalización del RMB y los controles de capital.

¹⁵ Aunque la flexibilidad de la moneda es todavía reducida, esperamos nuevas reformas hacia una mayor flexibilización del Yuan a lo largo de la segunda mitad de 2013. En particular, una nueva ampliación de la banda de fluctuación se estima inminente. En esta línea, entre enero y finales de septiembre de 2013 el RMB se ha apreciado un 1,5% frente al dólar, por encima del 1% en 2012 y en contraposición al movimiento del resto de divisas emergentes.

años y que las autoridades del país parecen cada vez más dispuestas a adoptar.

Sea cual sea el objetivo último de estos distintos mecanismos, lo cierto es que el uso de la moneda china fuera de sus fronteras ha crecido a un ritmo considerable, tanto en volúmenes como en diversidad de productos financieros. Aunque algunos economistas atribuyen esta subida de productos denominados en RMB a una posición únicamente especulativa, las nuevas posibilidades de inversión de empresas extranjeras en China continental a través de los múltiples programas de inversión internacional, como el R-QFII, evidencian que dichos productos seguirán en auge a pesar de los cambios en las expectativas de apreciación de la moneda china.

¿Para cuándo la internacionalización?

La mayoría de estudios que estiman el potencial que tiene el RMB para convertirse en moneda internacional se basan en la metodología que Chinn y Frankel (2008) emplean para analizar el tiempo que tardará el euro en rebasar el dólar norteamericano como primera moneda de reserva mundial. Dicha metodología establece una relación entre el peso o la relevancia mundial de la moneda y los requisitos fundamentales que ya hemos comentado: tamaño económico y grado de integración global; confianza en el valor de la moneda; y apertura, desarrollo y profundidad del mercado de capitales y financiero.

Entre los numerosos trabajos sobre el RMB, destaca el de Chen *et al.* (2009) que predice el potencial de la moneda china en los 2000. Los autores concluyen que el RMB debería ocupar un lugar comparable al del actual yen japonés o la libra inglesa. Y argumentan que las políticas llevadas a cabo por las autoridades del país sobre el mercado financiero y de capitales, y la todavía muy limitada flexibilidad cambiaria explican el hecho de que China esté actualmente lejos de su potencial.

En otras palabras, el ejecutivo del país tiene un papel fundamental en el ritmo de avance de su proceso de internacionalización. Ello implica que un análisis que pretenda estimar el tiempo que tardará el RMB en convertirse en moneda de reserva no puede estar desligado de la visión temporal que tiene el Gobierno chino sobre las políticas económicas, monetarias y financieras que debe seguir el propio país.

En este sentido, el actual modelo de crecimiento que todavía se apuntala en el sector exportador y

en la inversión (en buena parte, en dicho sector exportador), y la falta de experiencia de los bancos en muchos aspectos comerciales no encaja ni con una mayor apertura de su mercado financiero doméstico y de capitales, ni con una significativa apreciación de la moneda.¹⁶

Asimismo, las autoridades chinas también valorarán otras desventajas ligadas a la internacionalización para decidir cuál es la velocidad adecuada: una mayor fluctuación en la demanda de la moneda y una pérdida de competitividad del sector exportador.¹⁷ Esta mayor fluctuación deriva de que una más amplia variedad de gente usa la moneda. Más concretamente, y según Chinn y Frankel (2011), aunque la mayor variabilidad es consecuencia de una mayor movilidad de los flujos de capital y no tanto de la internacionalización de la moneda *per se*, dicho aumento en la movilidad está relacionado con el proceso natural de internacionalización.

Por su parte, la pérdida de competitividad es el resultado de una apreciación de la divisa que se internacionaliza en el momento en que se permite la compra de activos domésticos a los no residentes, pues aumenta la demanda de la moneda. Algo más que probable en el caso de China, cuya moneda ha sido acusada en numerosas ocasiones de estar infravalorada.¹⁸

Así y todo, la internacionalización también tiene ciertas ventajas, siendo la reducción de costes de transacción y riesgos cambiarios en los intercambios comerciales una de las más importantes. Otro de los beneficios es el uso del señoreaje, es decir, la posibilidad que tiene el Banco Central de obtener ingresos mediante la emisión de dinero. Dicha emisión tiene un coste cercano a cero mientras que la contrapartida (como serían, por ejemplo, los títulos públicos o préstamos a bancos privados) genera intereses al Banco Central.

Por todos los motivos arriba expuestos, la velocidad de internacionalización dependerá tanto de la capacidad de desarrollar una mayor profundidad en los mercados financieros, de aumentar la apertura de la cuenta de capital y de flexibilizar el tipo de cambio; como de la valoración por parte del ejecutivo de las distintas ventajas e inconvenientes que conlleva el proceso.

¹⁶ Aún así, no hay que desdeñar los recientes pasos hacia un modelo de crecimiento con un mayor peso del gasto doméstico y de los servicios más acorde con una flexibilización de la divisa.

¹⁷ Véase Chinn y Frankel (2011) para una lista más detallada de ventajas y desventajas de una moneda internacional.

¹⁸ Véase VoxEU, Subramanian (abril 2010) para estimaciones de la infravaloración del RMB.

Así, dada la complejidad de dicho proceso, el trabajo de Li y Liu (2007) que estima que el yuan se convertirá en la tercera moneda de uso "internacional" por detrás del euro y del dólar en torno al 2027 estaría más cerca de la realidad que otras estimaciones que afirman que la internacionalización se producirá dentro de esta misma década.

Conclusiones

La relevancia internacional del RMB está todavía muy lejos de la relevancia económica, demográfica y comercial del gigante asiático.

Si bien su tamaño, su grado de integración en la economía global (desde el punto de vista comercial), así como la relativa estabilidad del valor de su moneda favorecen el proceso de internacionalización de su divisa, las restricciones a la cuenta financiera, el insuficiente desarrollo y profundidad de sus mercados financieros y la escasa flexibilidad cambiaria juegan en su contra.

Ante esta modesta relevancia internacional del yuan, las autoridades del país no han escatimado en programas con la finalidad de promover su internacionalización. Algunos han favorecido el uso del RMB en las transacciones comerciales (como el reciente establecimiento de una "zona de libre comercio" dentro de Shanghái y la promoción de un mercado *offshore* en Hong Kong); otros han ampliado los flujos de capitales dentro y fuera de la China continental; y otros han expandido la flexibilidad cambiaria.

Los efectos de este arsenal de medidas han sido evidentes: en poco más de cuatro años hemos observado cómo han aumentado considerablemente los depósitos en RMB en Hong Kong, desde representar menos de un 2% en el total de depósitos en 2008 hasta situarse en el 10% a principios de 2013. En la misma línea, las liquidaciones comerciales en RMB ya suponen en torno al 11% del total del comercio del país asiático y distintas empresas extranjeras se han sumado a la emisión de bonos corporativos denominados en RMB (*dim sum*) en el mercado *offshore* de Hong Kong y en otros centros financieros.

En definitiva, el esfuerzo de China y su preeminencia en la economía mundial juegan a favor del éxito del proceso de internacionalización de su divisa a medio plazo. Sin embargo, el importante papel que todavía desempeña el sector exportador en el patrón de crecimiento del país, así como la necesidad de mejorar la eficiencia del sector financiero y del mercado de capitales implica que a corto plazo no sea viable. Probablemente

debamos esperar algo más de una década a que el RMB ocupe el lugar destacado que se merece.

Referencias

Chen H., W. Peng, y C. Shu (2009). "The Potential of the Renminbi as an International Currency". BIS Asian Research Program Research Papers. February 2009.

Chinn, Menzie y Jeffrey Frankel (2008). "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency.", mimeo Harvard University.

Eichengreen, Barry y Marc Flandreau (2008). "The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?," NBER Working Papers 14154, National Bureau of Economic Research, Inc.

IMF (2012). "The Liberalization and Management of Capital Flows".

Kenen, Peter (1983). "The role of the dollar as an international currency". Group of Thirty Occasional Papers no. 13.

Krugman, Paul R. (1984). "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect," NBER Chapters, in: Exchange Rate Theory and Practice, pages 261-278, National Bureau of Economic Research, Inc.

Li, David Daokui y Linlin Liu, 2007, "RMB Internationalization: An Empirical Analysis," Presentation at Hong Kong Institute of Monetary Research Conference Currency Internationalization International Experiences and Implications for the Renminbi, 15-16 October, 2007, Hong Kong.

McCauley, Robert N. (2011). "Renminbi Internationalization and China's Financial Development". BIS Quarterly Review, December 2011.

Obstfeld, Maurice (2011). "The International Monetary System: Living with Asymmetry," NBER Working Papers 17641, National Bureau of Economic Research, Inc.

Prasad, Eswar y Lei Ye (2012). "Will the Renminbi Rule?". IMF Financial and Development, March 2012, Vol 49, No1.

Subramanian, Arvind (2010). "New PPP-based estimates of renminbi undervaluation and policy implications", VoxEU, 16 April 2010.

Anexo A - Mecanismo del uso del RMB en transacciones comerciales

El uso transfronterizo del RMB en intercambios comerciales de empresas extranjeras con empresas en la China continental está autorizado para la importación y exportación de mercancías y servicios, para otras operaciones comerciales regulares y para inversiones *offshore*.

Los acuerdos comerciales en RMB pueden concretarse en cualquier país a través de la intervención de un banco autorizado a realizar transacciones en el mercado interbancario en la China continental y conversión de divisas *onshore*; las entidades con estas credenciales son denominadas bancos participantes (BP) (véase la figura que sigue). Si bien hay un número limitado de BP fuera de Hong Kong, cualquier banco que quiera realizar transacciones en RMB para la liquidación de operaciones comerciales puede hacerlo por medio de un acuerdo con un BP, que para muchos es su filial en Hong Kong.

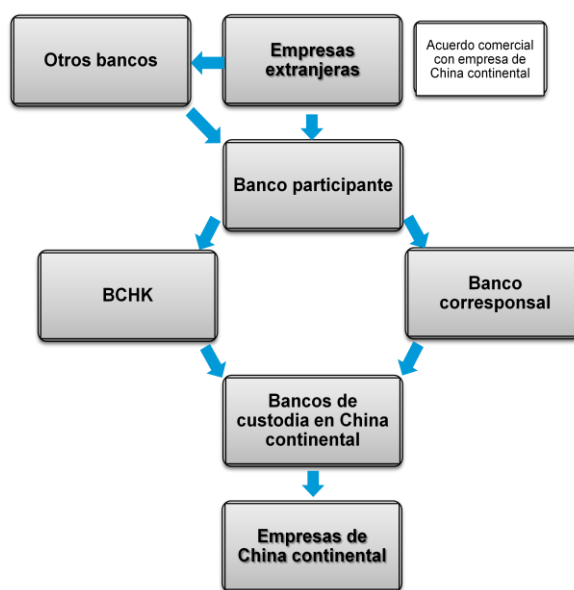
Existen dos canales a través de los cuales los BP pueden llevar a cabo operaciones en RMB: el Banco de China en Hong Kong (BCHK) y los bancos corresponsales en la China continental. En el primer caso, el BP debe dirigirse al BCHK, único banco de compensación designado para hacer las transferencias en RMB. Cuando el BP accede a este canal en representación de un exportador extranjero (para las importaciones de China), puede invertir la cantidad en RMB obtenida por la venta en depósitos *offshore* o bonos denominados en RMB (bonos *dim sum*); puede cambiarla a otra denominación; o puede invertirla en la China continental a través de canales autorizados, como el mencionado R-QFII. En el caso de importadores extranjeros (exportaciones de China), el BP podrá comprar RMB del BCHK para que el importador extranjero pague por la compra al tipo de cambio *onshore* (del yuan chino) y sujeto a cuota.

Por lo que respecta al segundo canal, el BP debe dirigirse a un banco corresponsal de la China continental, que tiene potestad para realizar actividades internacionales de transferencia comercial y firmar acuerdos de transferencia en RMB con los BP. Cuando el banco participante accede a este canal en representación de un exportador extranjero, el RMB queda sujeto a las regulaciones chinas ya que se considera como una operación *onshore*. Representando a un importador extranjero, el banco participante puede comprar RMB de un banco corresponsal sin sujeción a

cuotas, ya que el total disponible de RMB *offshore* no se ve afectado.

Cabe mencionar que el uso transfronterizo de RMB en operaciones comerciales tiene lugar únicamente si la empresa extranjera puede demostrar que existe un acuerdo de intercambio con una empresa en China continental y que las operaciones comerciales no tendrán un vencimiento superior a tres meses a partir de la fecha de conversión de las divisas.

Uso transfronterizo del RMB en los intercambios comerciales



Fuente: "la Caixa" Research.

Anexo B – Medidas recientes para avanzar en la internacionalización del RMB

Principales medidas

- Enero 2003** Luz verde al esquema QFII (*Qualified Foreign Institutional Investors*) por el cual los inversores extranjeros calificados como "QFII" pueden invertir en China continental (en el mercado de bonos y bolsa, dentro de una cuota).
- Enero 2004** Se autoriza a los residentes de Hong Kong (HK) abrir cuentas en RMB (con límites) en bancos de Hong Kong.
- Julio 2007** Se emite el primer bono en RMB (*dim sum*); se autoriza a los bancos chinos a remitir las ganancias, sujetos a aprobación, y a pagar el principal y el interés en RMB, sujetos a cuota (solamente bancos de la China continental).
- Diciembre 2008 - hoy** El Banco Central Chino (PBoC por sus siglas en inglés) ha establecido (y continúa estableciendo) líneas para el *swap* de divisas por un total de más de 1.600 billones de RMB con distintos bancos centrales (Argentina, Bielorrusia, Hong Kong, Islandia, Indonesia, Malasia, Singapur Corea del Sur, y los más recientes Emiratos Árabes Unidos, Australia, Reino Unido y eurozona).
- Mayo 2009** HSBC y Bank of East Asia son los primeros bancos extranjeros que pueden emitir bonos *dim sum*.

Julio 2009	Se lanza un esquema piloto en cinco ciudades chinas para expandir el uso del RMB en intercambios comerciales, permitiendo transacciones en RMB con Hong Kong, Macao y los países miembros de la ASEAN.	
Junio 2010	Se amplía el esquema de expansión del uso del RMB en intercambios comerciales a veinte provincias y ciudades y se amplía para transacciones con todos los países. (Ampliaciones en diciembre de 2010/ agosto 2011/ junio 2012).	
Julio 2010	El PBoC y la Autoridad Monetaria de Hong Kong (HKMA por sus siglas en inglés) firman un acuerdo que permite la obertura de cuentas en RMB a las entidades financieras establecidas en HK. Se permite la emisión de bonos <i>dim sum</i> a empresas distintas de bancos chinos y de HK.	
Agosto 2010	Se crea el primer fondo mutuo denominado en RMB en el extranjero. El PBoC expande los canales a través de los cuales el RMB <i>offshore</i> puede retornar a China continental: los bancos centrales y las instituciones financieras calificadas pueden invertir RMB directamente en el mercado interno interbancario de bonos, sujetos a cuotas individuales.	
Diciembre 2010	Se amplía el número de empresas que pueden usar RMB para transacciones comerciales, de 365 a 67.359.	
Enero 2011	El PBoC anuncia el proyecto piloto para la inversión directa hacia el extranjero en RMB.	
Agosto 2011	Se amplía la cobertura geográfica de las transacciones comerciales en RMB al resto de provincias de la China continental y a comercio de servicios. Se anuncian planes de expansión para la emisión de bonos del Tesoro en Hong Kong.	
Octubre 2011	Las autoridades anuncian la normativa que regirá el uso de fondos en RMB generados en los mercados <i>offshore</i> para la inversión extranjera directa (IED) en el país, permitiendo a empresas extranjeras invertir en forma de IED en China continental (R-FDI).	
Noviembre 2011	El <i>Premier Wen</i> propone la expansión de las líneas de <i>swap</i> de divisas con los países miembros de la Organización de Cooperación de Shangái (Rusia, Kazajstán, Kirguistán, Tayikistán, Uzbekistán y China). Se renueva y se amplía la cuantía del acuerdo <i>swap</i> de divisas entre la HKMA y el PBoC (uno de los acuerdos más cuantiosos).	
Diciembre 2011	Se anuncia la normativa administrativa para el funcionamiento del esquema mini R-QFII (<i>RMB Qualified Foreign Institutional Investor</i>) según la cual inversores extranjeros cualificados pueden invertir fondos en RMB generados en el extranjero en los mercados de la China continental (en el mercado de bonos y bolsa de la China continental a través de empresas <i>brokerage</i> establecidas en Hong Kong y dentro de una determinada cuota). Las autoridades japonesas y chinas anuncian una iniciativa para promover el uso de RMB en los intercambios comerciales sostenidos entre los dos países.	
Enero 2012	Primera vez que se aprueba que una empresa de China continental pida prestado RMB a un banco <i>offshore</i> . Se amplía a todas las empresas importadoras y exportadoras chinas la posibilidad del uso del RMB en las transacciones comerciales.	
Marzo 2012	Se amplían las cuotas de los programas QFII y R-QFII.	
Abril 2012	La HKMA lanza un servicio de liquidez en RMB a aquellas instituciones de HK autorizadas al negocio en RMB. Además se amplían los servicios que se pueden realizar desde el centro <i>offshore</i> de HK: se incentiva a empresas chinas a emitir bonos en el mercado de HK, se desarrolla el mercado de crédito en HK, etc.	
Junio 2012	Ampliación de los servicios en RMB proporcionados por los bancos de HK a los no residentes.	
Julio 2012	Taiwán entra en el esquema R-QFII con la concesión de una cuota de RMB100 miles de millones de yuanes.	
Enero 2013	Ampliación del programa R-QFII y relajación sobre las condiciones de inversión.	
Marzo 2013	Conversión directa entre el RMB y el dólar australiano (hasta ese momento solamente el dólar norteamericano y el yen	tenían dicha conversión directa). Esta medida se enmarca dentro de una ampliación en las relaciones financieras entre China y Australia que se inició con el acuerdo <i>swap</i> de divisas de marzo de 2012.
		Septiembre 2013 Shanghái se convierte en "zona de libre comercio" y, entre otras cosas, se apoyará una mayor convertibilidad del renminbi (aunque todavía no se conocen los detalles que afectarán a la nueva zona franca).