*Alicia García Herrero**

INTERNACIONALIZACIÓN DEL RENMINBI: ¿QUÉ ESTÁ SUCEDIENDO Y QUÉ HEMOS DE ESPERAR?

A pesar de seguir manteniendo una cuenta de capital relativamente cerrada, China está tomando medidas para fomentar el uso internacional de su moneda. Para evitar resquebrajar dichos controles está, utilizando Hong Kong como laboratorio de internacionalización. De las distintas funciones que puede tener una moneda, China ha decidido empezar por dos: el pago de las transacciones comerciales internacionales y la emisión de bonos en renminbi en Hong Kong por parte de no residentes. Aunque aún es muy pronto para evaluar el éxito del proyecto, el fuerte crecimiento de los depósitos en renminbi en Hong Kong y de las transacciones comerciales en dicha moneda, así como las cada vez más frecuentes emisiones de bonos en esa plaza, confirman el interés del resto del mundo por mantener activos en renminbi. En el futuro parece probable que este interés continúe, visto el elevado diferencial de crecimiento de China con el resto del mundo y, en especial, con las áreas que cuentan con monedas de reserva (EEUU fundamentalmente y, en menor medida, la zona del euro).

Palabras clave: uso internacional de una moneda, mercado de bonos de Hong Kong, transacciones comerciales transfronterizas en renminbi.
Clasificación JEL: F31, F32, F33, F59.

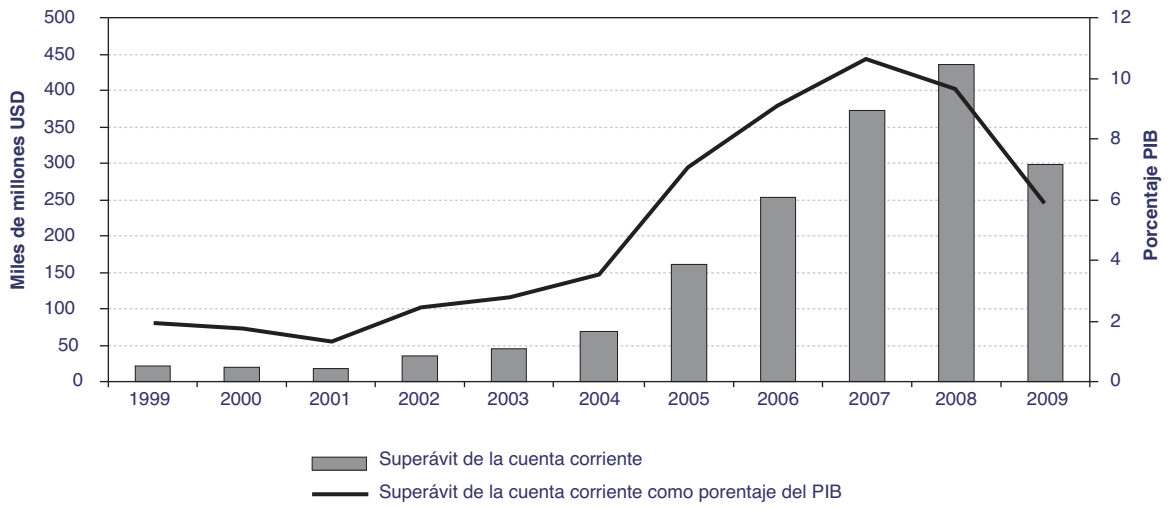
1. Introducción

El renminbi (RMB) se ha convertido en una palabra mágica presente en todas las discusiones a pesar de la falta de convertibilidad de dicha moneda. La verdad es que tiene buenos motivos para haberse ganado esta fama. En primer lugar, se trata de la moneda de una economía que, en muy pocos años, se ha convertido en la más grande del mundo tras los EEUU. En segundo, el masivo crecimiento chino, las enormes ganancias en productividad y la fuerte acumulación de superávits por cuenta corriente (Gráficos 1 y 2), todos factores clave en la determinación del tipo de cambio de equilibrio de una moneda, no se han acompañado de una apreciación del RMB por lo que muchos piensan que se encuentra desalineado con los fundamentales. Ese desalineamiento –unido a los malos tiempos para el mundo desarrollado como consecuencia de la crisis– hace que las voces que piden una rápida apreciación del RMB no hagan más que aumentar.

Más difícil es saber cuanta apreciación será necesaria para que China reduzca sus desequilibrios macroeconómicos (en especial su enorme superávit por cuenta corriente) y pueda reorientar su crecimiento hacia un mayor peso de la demanda in- ▷

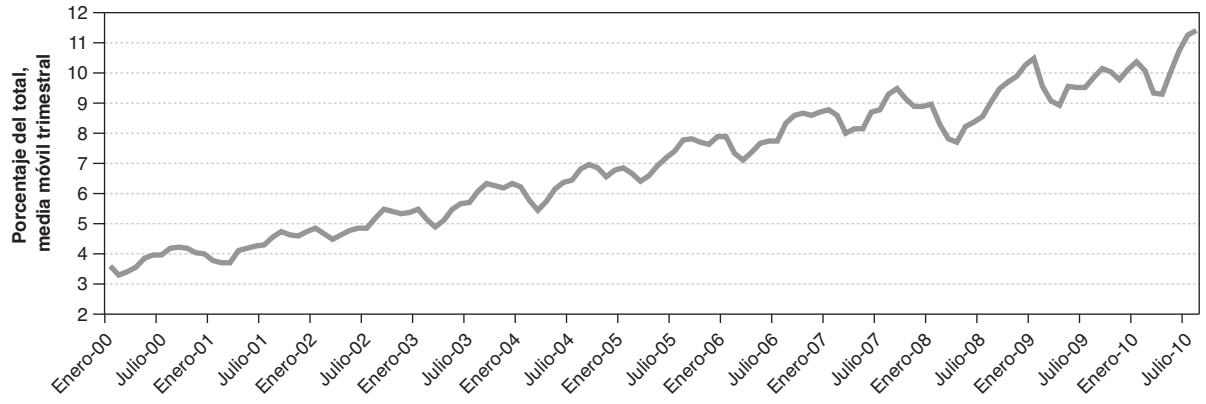
* Economista jefe de economías emergentes en BBVA Research y profesora en la Universidad de Lingnan y de Hong Kong.
Se agradece la eficaz ayuda de Ricard Torne para la realización de este trabajo.

GRÁFICO 1
SUPERÁVIT DE LA CUENTA CORRIENTE DE CHINA



Fuente: CEIC Data Company Ltd.

GRÁFICO 2
CUOTA DE CHINA SOBRE EL TOTAL DE LAS EXPORTACIONES MUNDIALES



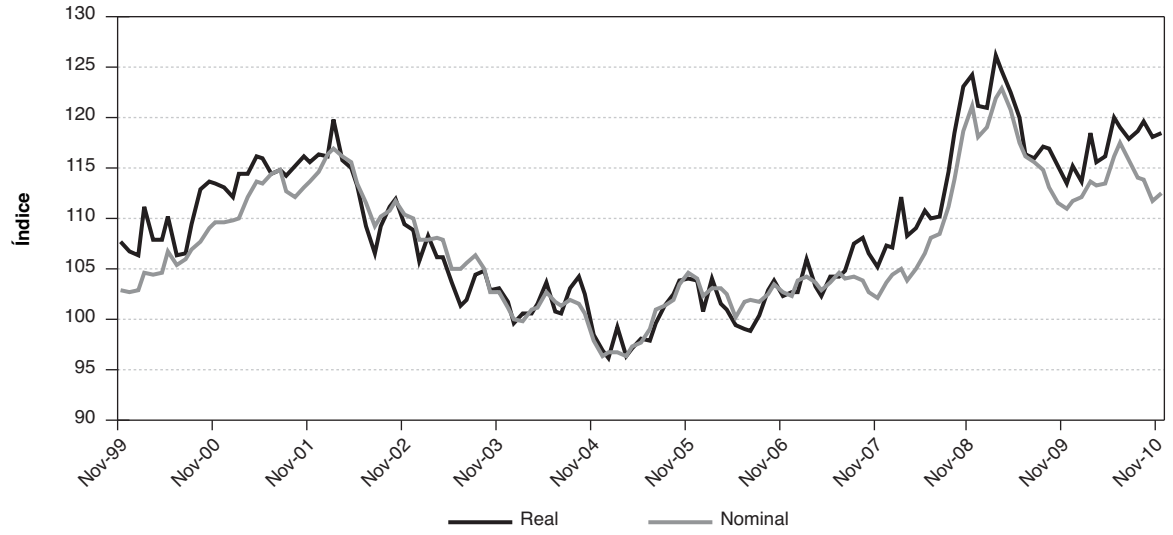
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

terna y, deseablemente, del consumo. Nuestras estimaciones en BBVA Research apuntan a una infravaloración del RMB de, al menos, 20 por 100, lo que puede parecer enorme pero se queda lejos comparado con otros analistas que estiman necesaria una apreciación de, al menos, 40 por 100 en el medio plazo.

En cualquier caso, el RMB se llegó a apreciar más de un 20 por 100 en términos efectivos, es decir, respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales desde el primer anuncio de introducción de flexibilidad en el verano de 2005 aunque se truncó con la crisis y sólo recientemente ha vuelto a continuar (Gráfico 3). El hecho que el RMB se haya apreciado sostenidamente en el pasado nos hace pensar que podría volver a ocurrir si las autoridades lo consideran beneficioso para la economía china. El creciente diferencial de inflación de China con sus socios comerciales es otro factor importante que debería ayudar.

Otro factor importante –y en muchos casos descuidado– que debería apoyar una apreciación del RMB en el medio plazo es la internacionalización de dicha moneda. Es interesante notar que hace un par de años apenas se discutía sobre la posibilidad de que el RMB se internacionalizara puesto que se trataba –y aún se trata– de una moneda no convertible. Hoy el tema está en el can- ▷

GRÁFICO 3
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL RMB



Fuente: CEIC Data Company Ltd.

delero y resulta clave para entender algunas de las decisiones de política económica de las autoridades chinas en la actualidad. En este artículo se analizarán los pasos que se han dado recientemente para internacionalizar el yuan así como los posibles desarrollos en el futuro.

2. ¿De qué tipo de internacionalización del RMB estamos hablando?

La idea de que el RMB pueda sustituir al dólar como moneda de reserva mundial, como empieza a escucharse recientemente, no parece factible ni siquiera en el medio plazo. El motivo es la gran persistencia que existe en el papel internacional de una moneda, como demuestra la historia económica. Lo que sí que parece más factible, o al menos posible, es que el RMB pueda convertirse en la moneda de referencia en Asia en algún momento a lo largo de los años. Esto también significaría que, en un mundo cada vez más orientando a la diversificación de riesgos, el RMB sea considerado como un activo idóneo, más aún teniendo en cuenta el ya elevado y, además, creciente peso de la región asiática en la economía global. El motivo es que no hay muchos candidatos que puedan competir por ese papel excepto el yen, e incluso, esa competencia, ha ido reduciéndose en el tiempo a medida que la economía japonesa ha ido perdiendo peso e influencia regional.

Una mayor influencia del RMB en Asia, especialmente en lo que se refiere a convertirse en una moneda de referencia, podría ir desde una simple coordinación en materia monetaria hasta la consolidación de una unión monetaria. Como es obvio, cuanto más se avance hacia un esquema más rígido, más improbable será su consecución.

3. ¿Cómo se puede internacionalizar el RMB?

No hay un marco claramente establecido para definir lo que significa que una moneda esé internacionalizada, pero sí que existen clasificaciones respecto a cuales son las funciones que puede cumplir una moneda al ser utilizada más allá de sus fronteras. Así Kenen (1983) y Chinn y Frankel (2005) desarrollan una lista de funciones internacionales de una moneda global (Tabla 1) que se dividen en tres grandes grupos: valor depositario, medio de intercambio y unidad contable. Más específicamente, la moneda puede ser utilizada para fines privados como di- ▷

TABLA 1
ROLES DE UNA MONEDA INTERNACIONALIZADA

Función de la moneda	Uso oficial	Uso privado
Valor depositario	Moneda de reserva internacional	Substitución monetaria (dolarización)
Medio de intercambio	Vehículo monetario para intervenir en el mercado de divisas	Facturación para transacciones comerciales y financieras
Unidad contable	Ancla para vincular una moneda	Denominación (valor) para transacciones comerciales y financieras

Fuente: Kenen (1983) y Chinn y Frankel (2005).

visa sustitutiva, facturación de transacciones comerciales y financieras y denominación. Por otro lado, los aspectos clave para un uso oficial de una moneda internacional son: ser divisa de reserva de las autoridades monetarias o de las instituciones a cargo de las reservas internacionales de un país, un vehículo con el que la institución a cargo de las reservas internacionales interviene en el mercado de divisas y, finalmente, la referencia para vincular una divisa en la medida en que un país tenga un tipo de cambio fijo o semifijo. Los usos más importantes son los que se refieren al medio de cambio relacionado con la facturación de transacciones comerciales y como unidad contable. Menos relevante es la sustitución de moneda excepto en países donde circula otra moneda, que suele ser el dólar, aunque con la aparición del euro se han generado casos de eurización parcial y no oficial de algunas economías del Este de Europa.

4. ¿Dónde nos encontramos en el proceso de internacionalización del RMB?

Siguiendo la clasificación estándar descrita en el apartado anterior, para ver en qué aspectos el RMB se está empezando a internacionalizar, vemos que el yuan aún no está desempeñando un papel en funciones oficiales como son: moneda de reserva, de intervención o incluso ancla cambiara. La excepción serían los acuerdos bilaterales de intercambio acordados entre miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN), como se describirá en el apartado posterior con más detalle. En cambio, está empezando a tener un papel, aunque absolutamente embrional respecto al tamaño del mercado, en algunos de los distintos usos oficiales que puede tener una moneda fuera de sus fronteras y, de manera especial, como moneda de denominación y medio de intercambio en transacciones comerciales y financieras. También la circulación del RMB como moneda paralela está comenzando de manera muy incipiente en algunos de los países limítrofes.

4.1. Uso oficial del RMB

Aunque, como se decía anteriormente, el uso oficial del RMB sigue siendo casi inexistente en tamaño existe una función, en concreto la de intervención, donde se ha avanzado con la ASEAN. En concreto, China se ha convertido en un importante proveedor de fondos de los acuerdos bilaterales de intercambio (BSA, en sus siglas en inglés) en el caso de producirse una crisis, bajo el marco de la Iniciativa Chiang Mai (CMI, en sus siglas en inglés). Como muestra la Tabla 3, a finales de julio de 2007, China había firmado acuerdos bilaterales de intercambio con Japón, Corea, Tailandia, Malasia, Filipinas e Indonesia por valor de 23.500 millones de dólares americanos.

Aunque la moneda de mayor uso en los acuerdos ha seguido siendo el dólar de los EEUU, se están produciendo iniciativas que deberían reducir el peso del dólar a favor de las divisas asiáticas. Entre las más importantes están la multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai y la ampliación del fondo de reserva común promulgado en febrero de 2009, que posiblemente van a limitar el uso del dólar y, al mismo tiempo, alentarán a los países miembros a utilizar sus propias divisas en el pago de los fondos.▷

TABLA 2
RESUMEN DEL USO INTERNACIONAL/REGIONAL DEL RMB

Función de la moneda	Gobiernos	Actores privados
Valor depositario	Moneda de reserva internacional NO	Substitución monetaria (dolarización) INCIPIENTE
Medio de intercambio	Vehículo monetario INCIPIENTE - Moneda de pago en varios acuerdos bilaterales de intercambio con Corea, Japón y las Filipinas, bajo la Iniciativa de Chiang Mai. - Acuerdos bilaterales de intercambio entre bancos centrales (Corea, HKMA, Malasia y Bielorusia).	Factura para transacciones comerciales y financieras INCIPIENTE - Transacciones comerciales transfronterizas en RMB con Vietnam, Mongolia, Cambodia, etcétera. - Préstamos en RMB en Hong Kong. - Emisión de bonos en RMB en Hong Kong por bancos políticos (garantizados por el Gobierno) y comerciales. - Emisión de bonos del Gobierno en RMB bajo el *Asian Bond Fund 2.*
Unidad contable	Moneda de referencia NO	Denominación (valor) para transacciones comerciales y financieras INCIPIENTE

Fuente: elaboración propia.

TABLA 3
ACUERDOS BILATERALES DE INTERCAMBIO ENTRE CHINA Y OTROS ASEAN+3 (A JULIO DE 2007)

Acuerdo bilateral de intercambio	Dirección	Divisa	Tamaño (miles de millones de USD)	Estado
China-Tailandia	Unidireccional	USD/Baht	2	Firmado: diciembre 01 Vencido: diciembre 04
China-Japón	Recíproco	RMB/Yen Yen/RMB	6	Firmado: marzo. 02
China-Corea	Recíproco	RMB/Won Won/RMB	8	Firmado: junio 02
China-Malasia	Unidireccional	USD/Ringgit	1,5	Firmado: octure 02
China-Filipinas	Unidireccional	RMB/Peso	2	Firmado: agosto 03 Enmendado: abril 07
China-Indonesia	Unidireccional	USD/Rupiah	4	Firmado: diciembre 03 Enmendado: octubre 06

Fuente: elaboración propia.

Durante la crisis global, China afianzó su papel de prestatario en los BSA para compartir con Japón e instituciones financieras internacionales la carga de ayudar a los países asiáticos en problemas. Así, en diciembre de 2008, China firmó su primer acuerdo de intercambio bilateral con Corea. Dos acuerdos más con Hong Kong y Malasia se firmaron con sus respectivos bancos centrales a principios de 2009. El 11 de marzo de 2009, el Banco Popular de China (PBOC) firmó otro contrato bilateral con el banco central de Bielorrusia y también con el de Argentina. Es importante señalar que todos los nuevos contratos de intercambio bilateral están denominados en RMB y con acuerdo de pago final en esa moneda.

Otro uso oficial del RMB, aunque orientado a promover el uso privado y que se enmarca en el acuerdo regional en el área financiera, es el desarrollo de los mercados regionales de bonos. El Fondo de Bonos Asiáticos (ABF) denominado en moneda local, y por tanto también en RMB en parte, fue iniciado en una segunda etapa (ABF2) en junio de 2005, con un capital inicial de hasta 2.000 millones de USD. Así, el ABF2 permite a las monedas locales denominar la emisión de bonos en ocho mercados, incluyendo China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia (EMEAP 2006). El renminbi es, en consecuencia, utilizado en la emisión del China Fund. ▷

TABLA 4
RECIENTES EMISIONES DE BONOS DENOMINADOS EN RMB EN HONG KONG

	Fecha	Emisor	Tipo de emisor	Cupón	Plazo (años)	Observaciones
1	13-jul-10	Hopewell Infrastructure	Hong Kong Firm	2,98%	1,4	1st non-bank issuance
2	16-sep-10	McDonald	Multinaional Enterprise	3,00%	0,2	1st foreign corp. issuance
3	30-sep-10	Bank of China	China´s Commercial Bank	2,90%	2,8	
4	08-oct-10	IBC Asia	Hong Kong Bank	2,30%	0,12	
5	08-oct-10	IBC Asia	Hong Kong Bank	2,65%	0,05	
6	12-oct-10	China Development Bank	China´s Policy Bank	Floating	2,00	
7	22-oct-10	ADB	International Institution	2,85%	1,2	1st «AAA» International rating
8	02-nov-10	Export Imprt Bank of Korea	China´s Policy Bank	0,75%	0,2	

Fuente: Bloomberg.

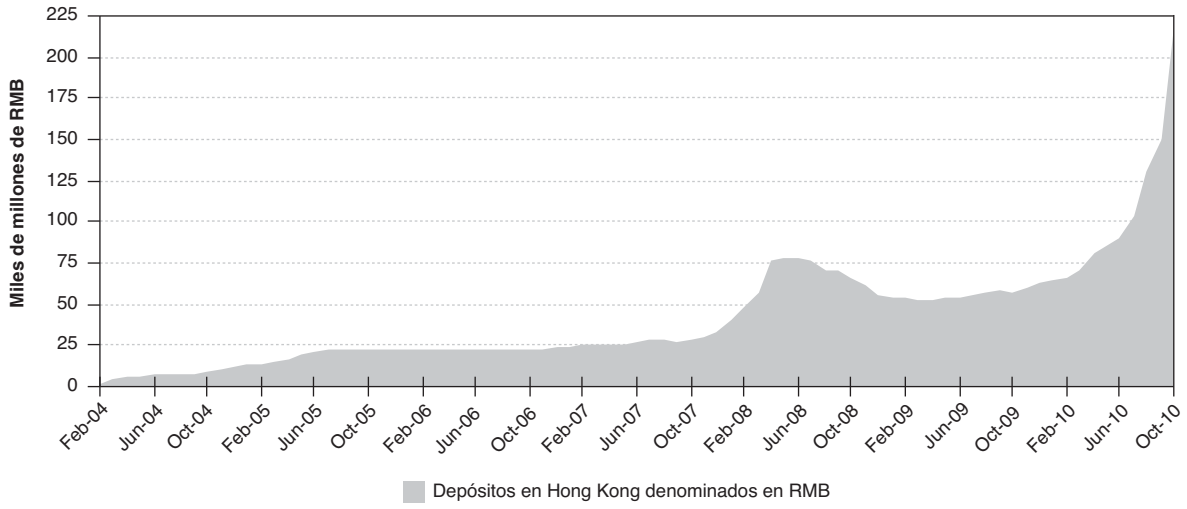
Aparte de los acuerdos regionales, China ha adoptado varias medidas para permitir que el renminbi sea utilizado como un medio de intercambio desde 2007. Por ejemplo, en junio de 2007, el Banco Popular de China y la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma anunciaron que iban a permitir, a bancos políticos (garantizados por el Gobierno) y comerciales, emitir bonos denominados en yuanes en Hong Kong. La primera emisión de bonos denominados en yuanes emitidos fuera de China continental fue realizada por el China Development Bank por una cantidad total de 5.000 millones de yuanes. Desde entonces, varios bancos comerciales del continente también han emitido bonos denominados en RMB en Hong Kong, incluyendo el Export-Import Bank of China (que emitió 2.000 millones), el Banco de China (que lanzó una oferta de bonos que ascendió a 3.000 millones de yuanes), y el Banco de Comunicaciones (que anunció que ofrecería a inversores institucionales y privados bonos denominados en renminbi, con un principal agregado que no excedería los 5.000 millones de yuanes). En resumen, este desarrollo del mercado de bonos denominados en RMB en la plaza de Hong Kong se inicia como uso oficial pero se está extendiendo rápidamente a los bancos chinos y recientemente, como veremos más adelante, incluso a entidades no chinas.

4.2. Uso privado del RMB

El uso privado del RMB para financiación a través del mercado de bonos de Hong Kong se inicia con los bancos chinos, pero recientemente se ha extendido a no residentes chinos, en concreto grandes entidades internacionales con operaciones importantes en China. Las primeras entidades que se lanzan hacia este mercado son algunos bancos en Hong Kong con grandes operaciones en China, pero después le han seguido multinacionales como muestra la Tabla 4. Más allá de la internacionalización del RMB, esta medida tiene un objetivo importante que es el de utilizar a Hong Kong como modelo para el desarrollo del reducido, aunque creciente y aún inmaduro, mercado de bonos corporativos en China.

En paralelo, las autoridades chinas han diseñado un programa piloto para la utilización del RMB como moneda de uso para transacciones comerciales transfronterizas y préstamos interbancarios. Respecto a este último aspecto, el uso del RMB en el sistema bancario de Hong Kong fue lanzado conjuntamente por la China continental y Hong Kong el 25 de febrero de 2004, cuando 32 bancos con licencia comenzaron a ofrecer depósitos denominados en renminbi y a operar en cambios de divisas y servicios de remesas. El Gráfico 4 muestra el cambio del tamaño de las operaciones en RMB en Hong Kong desde febrero de 2004 a octubre de 2008. En dicho Gráfico se muestra cómo los depósitos en RMB arrancaron con sólo 895 millones de yuanes en febrero de 2004. Estos aumentaron de forma pronunciada hasta alcanzar los 77.675 millones de yuanes en mayo de 2008, debido a una fuerte expectativa de apreciación de dicha moneda. En particular, el rápido aumento ▷

GRÁFICO 4
DEPÓSITOS EN HONG KONG DENOMINADOS EN RMB



Fuente: Autoridad Monetaria de Hong Kong.

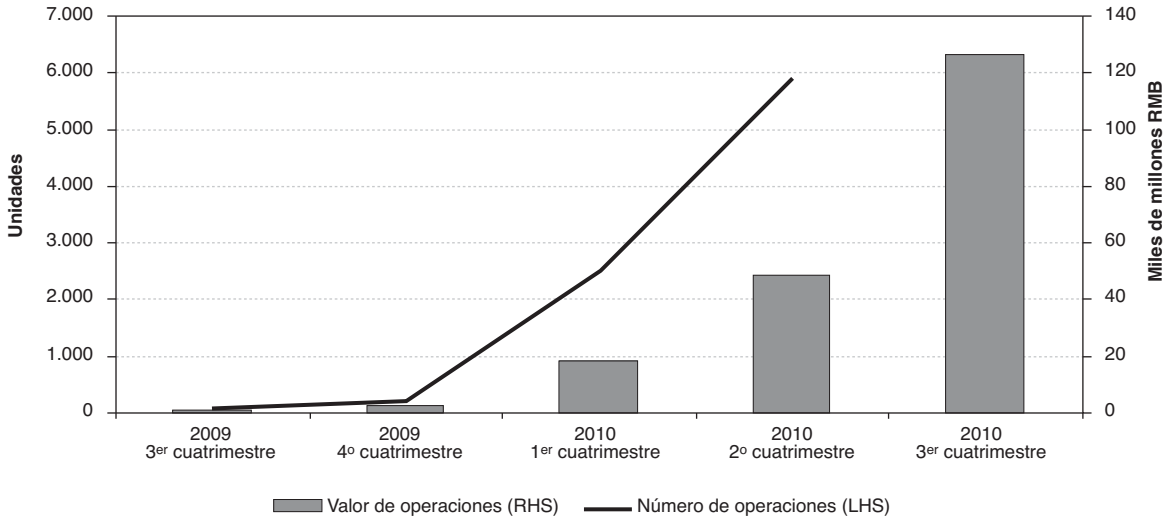
de la demanda de la moneda china en el primer trimestre de 2008 llevó a los depósitos en RMB a crecer un 33 por 100 en un año, resultando que en el mes de mayo los depósitos en Hong Kong se habían multiplicado por tres respecto al año anterior. Sin embargo, una nueva política llevada a cabo por el Sistema de Comercio de Divisas de China (China Foreign Exchange Trade System) el 5 de mayo de 2008, referente a una tasa mayor en las transacciones en RMB por parte del banco de compensación, incrementó los costes de transacción de cambiar dólares de Hong Kong a renminbi con la consecuente reducción de los depósitos en RMB en dicha plaza a partir de junio de 2008. El frenazo de la economía china unos meses más tarde, como consecuencia de la crisis internacional y, con ella, el frenazo en la apreciación del RMB, fueron otros motivos importantes detrás de la moderación de los depósitos denominados en RMB en Hong Kong. Muy recientemente esos depósitos se han disparado. Esto se debe, en parte, a que hemos regresado a fuertes expectativas de apreciación del RMB pero también por el programa piloto aprobado por el Gobierno chino, y ampliado en ocasiones sucesivas, para poder realizar transacciones comerciales internacionales denominadas en RMB.

El uso del RMB para transacciones comerciales es reciente; comienza en julio de 2009, con el lanzamiento de un programa piloto de liquidación de operaciones comerciales transfronterizas en RMB. Dicho acuerdo permitía, a empresas nacionales designadas, el uso del RMB como moneda de liquidación de transacciones comerciales entre países. El ámbito nacional de este programa piloto incluía cinco ciudades chinas: Shanghái, Guangzhou, Shenzhen, Zhuhai y Dongguan, mientras que el ámbito extranjero se circunscribía a Hong Kong, Macao y todos los países miembros de ASEAN. En junio de 2010, China amplió la cobertura geográfica del programa piloto a 20 provincias de China y al mundo entero. Además, el programa piloto incluye a todos los importadores chinos y a más exportadores chinos designados. En julio de 2010, el Banco Popular de China (BPC) firmó con la Autoridad Monetaria de Hong Kong (AMHK) un memorándum complementario de cooperación sobre la ampliación del programa de liquidación comercial en RMB del BPC y, con el Banco de China (Hong Kong), un Acuerdo revisado para la liquidación de transacciones en renminbi (RMB), que juntos flexibilizan las limitaciones anteriores sobre el uso de los fondos en RMB y la transferencia de fondos entre distintas cuentas en RMB. En agosto de 2010, el BPC permitió que algunas instituciones financieras extranjeras cualificadas, incluidos algunos bancos centrales y bancos comerciales, invirtieran en el ▷

MAPA 1
COBERTURA NACIONAL DEL PROGRAMA DE TRANSACCIONES COMERCIALES INTERNACIONALES EN RMB

Fuente: Autoridad Monetaria de Hong Kong.

GRÁFICO 5
OPERACIONES COMERCIALES TRANSFRONTERIZAS EN RMB



Fuente: PBoC, BBVA.

mercado de bonos interbancarios nacionales de China como medida para ampliar los canales de inversión de los RMB resultantes de las liquidaciones comerciales en el exterior.

El programa piloto, en especial después de la ampliación de junio de 2010, incentivó un rápido crecimiento de las operaciones comerciales transfronterizas denominadas en RMB (Gráfico 5). Sin embargo, el volumen de comercio con liquidación en RMB sigue siendo una pequeña fracción del comercio internacional de China, un 0,13 por 100 en los tres primeros trimestres de 2010. Esperamos ▷

que el rápido crecimiento de las operaciones que se liquidan en RMB continúe durante un largo periodo de tiempo.

De cara al futuro, esperamos un rápido crecimiento de las operaciones comerciales transfronterizas denominadas en RMB. Con independencia de una nueva ampliación de la cobertura del programa piloto y de la flexibilización de las cuotas relevantes, es probable que las autoridades chinas implanten más medidas complementarias para fomentar la tenencia y el uso extraterritorial del RMB, medidas que podrían incluir el levantamiento de la restricción de las entradas en China de RMB liquidados en el extranjero en forma de IED y de inversión en cartera.

Es de esperar que las operaciones comerciales denominadas en RMB crezcan más en algunas zonas del mundo que en otras. Así deberían crecer más en los países que tengan la intención de convertirse en centros extraterritoriales de RMB y/o utilicen eventualmente el RMB como moneda local y, lógicamente, en aquellos que estén geográficamente más cerca de China o que tengan vínculos comerciales más fuertes con China. En ese sentido, Hong Kong y Macao continuarían siendo los centros neurálgicos de este proceso. En una segunda etapa los países con mayores transacciones en RMB deberían ser Indonesia, Filipinas, Laos, Camboya, Myanmar, Vietnam, Tailandia y Brunei. En una tercera etapa muy probablemente Singapur, Malasia, Taiwán, Mongolia, Corea y economías del Asia Central y acabando por el resto de grandes economías mundiales.

5. Repercusiones políticas y próximos pasos

El proceso de internacionalización del RMB se está produciendo, no hay duda de ello, aunque es desigual según qué aspectos del uso internacional de una moneda. Es difícil saber hasta dónde las autoridades chinas podrán llegar dentro del marco actual de no convertibilidad del RMB y también evitando entradas excesivas de capital en China.

El aspecto en el que se ha avanzado más es, sin duda, en el uso comercial de una moneda internacional seguida de la financiación, aunque focalizada en el mercado de bonos en Hong Kong. Respecto al primer aspecto, el programa piloto de liquidación comercial transfronteriza en RMB es un paso importante, aunque todavía se enfrenta a muchos retos. En primer lugar, hasta la fecha, el uso del RMB en el comercio internacional se concentra en las operaciones de importación de China desde otros países, representando más del 80 por 100 del volumen total del comercio transfronterizo en RMB. Dadas las expectativas de fuerte apreciación del RMB, las empresas de comercio extranjeras tienen pocos incentivos para pagar en RMB y asumir la financiación del comercio en RMB. En segundo lugar, la lista designada del programa piloto debería ampliarse para incluir más empresas nacionales. Por otro lado, muchos de los grandes socios comerciales de China (como la UE, EEUU y América Latina), hasta la fecha, sólo constituyen una pequeña fracción del volumen total de las liquidaciones comerciales transfronterizas en RMB. En tercer lugar, el RMB extraterritorial acumulado en las liquidaciones comerciales transfronterizas todavía está sujeto a diversas restricciones de uso en China, lo que desanima a los exportadores o a los inversores extranjeros a tener RMB. Finalmente, Hong Kong, el mercado extraterritorial de RMB, se encuentra en una etapa incipiente en la cual los productos de inversión relacionados con el RMB son limitados y la cuantía, relativamente pequeña de RMB en el exterior, todavía no puede mantener de forma eficaz un mercado de financiación líquido.

De cara al futuro, las autoridades de China harán avanzar el programa piloto de diversos modos. En primer lugar, tomando más medidas para ampliar los canales y poder invertir de nuevo el RMB extraterritorial en China. Además del mercado de bonos interbancario de China, habrá más mercados de capital nacionales, por ejemplo, se abrirá el mercado de acciones a los tenedores de RMB extraterritorial. En segundo lugar, la lista designada del programa piloto se ampliará para incluir todas las provincias y más empresas de ▷

China. Finalmente, se prevé que los actuales controles de cuota incluidos en el programa piloto y sus medidas complementarias se eliminen o se sigan flexibilizando; por ejemplo, se va a aumentar la cuota agregada para la financiación en RMB de los bancos políticos, así como el límite máximo de conversión diaria de RMB para los individuos.