

## Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?

Alicia García Herrero

Tras salir airosa de la crisis global en 2008-09, China ha decidido, finalmente, dejar de ser un gigante exportador pero sin músculo financiero. Para ello, las autoridades chinas han introducido medidas para la internacionalización del RMB acompañadas por una paulatina apertura de la cuenta de capital que debería culminar en la convertibilidad del RMB en un futuro no muy lejano. Uno de los primeros y más importantes pasos que se han tomado hacia la internacionalización del RMB ha sido permitir a los importadores y exportadores facturar en RMB primero con el apoyo del gran centro financiero *off shore*<sup>1</sup> que tiene China a disposición: Hong Kong. Allí, el RMB ha dado sus primeros pasos como moneda de financiación e inversión a nivel internacional gracias a la creación de un mercado de bonos denominados en RMB (conocido como mercado Dim Sum). La internacionalización del RMB, además, se ha descentralizado mediante acuerdos bilaterales con los principales países con los que comercia China. La magnitud de la apuesta del Gobierno chino para la internacionalización del RMB es ya tan elevada que no parece factible una vuelta atrás. A su vez, la liberalización del mercado *on-shore* es esencial para que el RMB llegue a alcanzar un uso internacional considerable. En cualquier caso, y aunque la internacionalización del RMB proceda exitosamente como esperamos, no podemos olvidarnos de la enorme inercia que existe en el uso internacional de una moneda. En ese sentido, no parece sensato pensar que el RMB vaya a desbancar la posición del dólar en los próximos años por mucho que la economía china pueda hacerlo.

### 1. Introducción

Hace menos de diez años el mundo temía el colapso de la economía china por la debilidad de su sistema financiero. Uno de los principales motivos de dicha debilidad fue la decisión de China de transformar su economía completamente planificada en una economía más de mercado, con la subsiguiente reestructuración –y en algunos casos cierre– de un gran número de empresas estatales y el fuerte aumento de la morosidad de la banca.

A pesar de las dificultades, China consiguió evitar una crisis bancaria como la que vivieron otras economías en transición en el Este y Centro de Europa gracias, entre otras cosas, a una importante diferencia: la existencia de férreos controles de capital. Una cuenta de capital prácticamente cerrada y la no convertibilidad del Renminbi (RMB) evitaron la salida de depósitos de un sistema bancario técnicamente insolvente. La posterior recapitalización bancaria por parte del Estado y el fuerte crecimiento de la economía china, y a su vez del crédito bancario, fueron achicando el peso de los préstamos morosos en los balances bancarios y aumentando la, hasta la fecha, muy baja rentabilidad de la banca china.

Coincidiendo con la recapitalización bancaria empezó un tímido proceso de liberalización financiera y de la cuenta de capital que, a fecha de hoy, casi una década después, sigue sin haber culminado en dos de los principios básicos de un sistema financiero de mercado: la liberalización completa de los tipos de interés y la convertibilidad de la moneda.

De hecho, la crisis global que azotó a EE UU en 2008-2009 puso un cierto freno a dicho proceso de liberalización hasta que, con el anuncio del Nuevo Plan Quinquenal de la economía China en 2011, han vuelto a soplar vientos de reforma financiera.



En este contexto, y con una economía que ha duplicado su tamaño en menos de una década hasta convertirse en la segunda economía del mundo, el Gobierno ha ido dando señales cada vez más claras de que no sólo quiere ser un gigante económico sino también financiero.

Así, y a pesar de que los controles de capitales claramente han facilitado el manejo de las políticas macroeconómicas en China durante mucho tiempo, el Gobierno ha decidido embarcarse en un proceso de internacionalización de RMB de manera que China pueda llegar a tener una moneda de uso internacional y que no tenga que depender del dólar (o del euro) para sus transacciones internacionales.

A pesar de las dificultades que China enfrentará en este proceso, debe entenderse como el curso natural de las cosas cuando una economía alcanza el tamaño que tiene la de China. Por otro lado, el experimento de China es único en el sentido de que, a diferencia de lo sucedido anteriormente con otras monedas internacionales como el dólar estadounidense, la libra esterlina o el yen japonés, los esfuerzos por internacionalizar el RMB preceden a la apertura total (o convertibilidad) de la cuenta de capital (Frankel, 2011).

Esta particularidad, de nuevo, se explica por la situación de partida de China que era la de una economía planificada que se abre en términos reales pero no financieros (excepto por la inversión directa y de manera muy controlada). En cualquier caso, una vez que se abre este camino de internacionalización, la apertura de la cuenta de capital y la convertibilidad del RMB son ineludibles en el medio plazo si el RMB quiere establecerse como moneda de referencia a nivel internacional y así lo han declarado las autoridades chinas en intervenciones recientes.

Por último, es importante destacar que el actual proceso de internacionalización del RMB brinda enormes oportunidades de negocio a las instituciones financieras que puedan intermediar estos flujos. También las empresas con relaciones comerciales con China se pueden beneficiar de una reducción de los costes de transacción puesto que antes necesitaban pasar por una moneda vehicular (el dólar) para efectuar sus transacciones con las empresas chinas. Finalmente, los inversores en el mundo entero pueden empezar a diversificar en la moneda de la que pronto será la primera potencia económica mundial, China.

## 2. Algunos conceptos básicos sobre el uso internacional de una moneda

No hay un marco claramente establecido para definir lo que significa para una moneda su "internacionalización", pero sí hay esquemas que detallan qué funciones debe

cumplir una moneda si se utiliza más allá de sus fronteras. Kenen (1983) y Chinn y Frankel (2005) han desarrollado una lista de las principales funciones internacionales de una moneda mundial. Estas son, la acumulación de valor, servir como medio de intercambio y, por último, servir como unidad de cuenta. Además, cada una de estas funciones puede tener un uso privado o un uso público por lo que, al final, estamos hablando de una clasificación en seis grandes grupos como muestra la Tabla 1.

Así, una moneda internacional puede utilizarse para propósitos privados, como es la facturación del comercio internacional y la denominación de productos financieros emitidos o adquiridos fuera de las fronteras del emisor. Por otro lado, los principales usos oficiales son servir como moneda de reserva para las autoridades monetarias o para las instituciones al cargo de las reservas internacionales de un país, así como moneda vehículo para la intervención en los mercados cambiarios también por parte de la institución a cargo de las reservas internacionales, y, por último, como referencia para vincular una moneda, en la medida en que un país pueda tener una tasa de cambio fija o semi-fija.

Tabla 1. Funciones internacionales de una moneda mundial

Papel de la moneda	Uso oficial	Uso privado
Acumulación de valor	Moneda de reservas internacionales	Sustitución de monedas (dolarización)
Medio de intercambio	Moneda vehículo para la intervención en los mercados cambiarios	Facturación de comercio y operaciones financieras
Unidad de cuenta	Ancla para vincular una moneda	Denominación (valor) para las operaciones comerciales y financieras

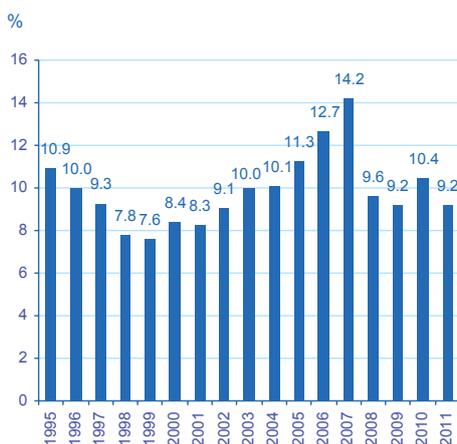
Fuentes: Kenen (1983) y Chinn y Frankel (2005)

Como veremos en la sección 4, el proceso de internacionalización que China ha decidido llevar a cabo ha estado centrado en los usos privados de la moneda y, dentro de ellos, en lo que es más relevante para la gran potencia exportadora que es China: la facturación del comercio y las operaciones financieras con el desarrollo de un mercado de bonos denominados en RMB en la plaza financiera de Hong Kong y que explicaremos con más detalle posteriormente.

### 3. Posibles motivaciones detrás de la apuesta china de internacionalización del RMB

Tras tres décadas de rápido crecimiento económico (Gráfico 1), China se ha convertido en el primer exportador mundial (Gráfico 2) y en la segunda economía del mundo después de EE UU, sobrepasando a Japón.

Gráfico 1. Crecimiento del PIB de China



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2. Cuota de participación de China en las exportaciones mundiales



Fuente: IMF y BBVA Research

Durante este periodo, los fuertes controles de capital han sido una herramienta que ha resultado útil para amortiguar los ciclos económicos de una China muy dependiente del mundo por el lado de la economía real. Esto ha sido reconocido en palabras de las propias autoridades chinas. Pero dichos controles, y por tanto la falta de convertibilidad plena del RMB, son una de las principales causas de que China tenga un peso muy limitado en el ámbito financiero a pesar de su enorme músculo económico a nivel mundial.

A pesar de este "subdesarrollo" financiero, que durante mucho tiempo las autoridades chinas no han considerado un problema sino más bien lo contrario, China ha tomado ahora como rumbo la internacionalización del RMB. La apuesta puede considerarse valiente por el tiempo y las dificultades asociadas con dicho cambio, y está destinada a cambiar la manera en que funciona la arquitectura internacional. Además, parece aún más valiente debido a que dicha internacionalización del RMB se está produciendo en el mercado *off-shore* y no *on-shore*, como fue el caso, en el pasado, en algunas economías avanzadas; y la senda parece más difícil por no ser el RMB convertible.

Por ello, la pregunta que cabe hacerse es qué es lo que ha cambiado ahora en la mente de las autoridades chinas para lanzarse a un proceso de internacionalización de la moneda que necesariamente, más tarde o más temprano, requerirá abrir la cuenta de capital.

En primer lugar, la debilidad de las grandes economías desarrolladas ha servido como desencadenante para que el Gobierno chino decida elegir este momento para iniciar el proceso de internacionalización del RMB. El diferencial de crecimiento entre la economía china y el mundo desarrollado, en especial EE UU, que emite la moneda de reserva mundial, el dólar, no ha hecho más que aumentar en los últimos años. En particular, la crisis de 2008-09 seguida de la actual crisis europea ha alimentado una creciente desconfianza en el dólar y más recientemente en el euro, la segunda moneda de reserva más importante. Adicionalmente, la economía japonesa lleva más de dos décadas sin recuperarse del colapso de una burbuja financiera y bursátil, lo que ha alejado al yen de la posibilidad de convertirse en una moneda de reserva o, al menos, una moneda vehicular dentro del continente asiático.

Con este telón de fondo el atractivo del RMB como divisa internacional ha aumentado. Después de que China volviese a adoptar un régimen de tipos de cambio más flexible en junio de 2010 y de nuevo en abril de 2012, los capitales extranjeros han aumentado su interés por invertir en una nueva moneda dentro de la estrecha canasta de posibles monedas de uso internacional. China, además, ha contado con la ayuda de Hong Kong como centro financiero *off-shore* de gran tamaño y abundante liquidez (cuya moneda de curso legal, sin embargo, no es el RMB sino el USD).

Pero más allá de la debilidad de las economías avanzadas como explicación del motivo del inicio del proceso de internacionalización del RMB, es necesario buscar una razón más estructural que origine dicho proceso. La explicación más factible, tomando un horizonte de corto plazo, es la necesidad que tiene China de diversificar sus activos en el exterior, y no sólo geográficamente sino también por moneda. Ante las perspectivas poco halagüeñas del dólar y del euro, mantener una parte de los activos financieros chinos en el exterior en RMB se presenta como una excelente opción para China.

Desde 1998 y de manera prácticamente continuada, China ha registrado "superávits gemelos", es decir, por cuenta corriente y por cuenta de capital. Mediante una balanza comercial favorable y dada la enorme afluencia de capital en forma de Inversión Extranjera Directa (IED), y en menor medida de inversiones en cartera, China ha acumulado reservas gigantescas en divisas por un valor de más de 3 billones de USD, equivalente a más del 50% de su PIB. Aunque

estas descomunales reservas en divisas, así como los activos extranjeros que mantiene China, pueden actuar como cámara acorazada en caso de crisis, un exceso también plantea notables dificultades, ya que el mantenimiento de las reservas resulta costoso y deben gestionarse cuidadosamente para evitar pérdidas. Las pérdidas pueden venir por movimientos bruscos en los tipos de interés de los activos de renta fija que constituyen la gran parte de las reservas internacionales de cualquier país incluyendo China, así como por movimientos en los tipos de cambio entre las monedas que constituyen la canasta de las reservas internacionales y el RMB. Suponiendo que continuara el rápido crecimiento económico de China y la acumulación de superávits comerciales, la presión al alza sobre el RMB a medio plazo amenazaría con pérdidas de valor elevadas en dichas reservas bajo los controles de capital actuales. Por tanto, la acumulación de activos en el exterior en RMB, en vez de en las principales monedas de reserva, se presenta como una opción interesante de diversificación y por tanto reducción de dichos riesgos. Cheung, Ma y McCauley (2010) han acuñado la palabra "renmimbización" de las reservas internacionales chinas para describir este proceso.

Tomando Japón como referencia (EE UU no sería un buen elemento comparativo ya que el nivel de internacionalización de su divisa es muy superior y su situación es más bien la de un gran deudor que no un acreedor), se calcula que alrededor de un 12% de los activos externos de los japoneses están denominados en yenes. En este sentido, a China le queda un largo camino que recorrer, ya que está empezando desde cero.

Por otro lado, y a mucho más largo plazo, cabe la posibilidad de que las autoridades chinas estén pensando en un futuro en el que China, aunque parezca paradójico, pueda convertirse en un gran deudor internacional al estilo de los EE UU (García Herrero, 2011). Este cambio estructural en la situación económica de China se produciría fundamentalmente por el súbito envejecimiento de la población china que se producirá en los próximos años y sus negativas consecuencias sobre el gasto fiscal y la productividad, lo que debería llevar a un fuerte caída del ahorro interno y, en consecuencia, a un aumento del endeudamiento externo. En esas circunstancias, contar con una moneda de uso internacional, como es el caso del dólar para los EE UU, facilitaría enormemente la financiación externa reduciendo a su vez el coste de la misma y serviría como explicación del inicio del proceso de internacionalización del RMB.

#### 4. ¿Qué pasos se han dado en el ámbito del comercio internacional?

En 2009, en medio de la crisis financiera internacional, las autoridades chinas deciden empezar a internacionali-

zar el RMB siguiendo la receta que tanto les ha ayudado en otras ocasiones que es crear un laboratorio de lanzamiento de la reforma sin generalizarlo al resto del territorio chino. El laboratorio designado fue Hong Kong y, de las muchas funciones que puede tener una moneda en su uso internacional, China ha empezado por dos, ambas privadas: la primera la facturación del comercio internacional y la segunda como moneda de financiación o de inversión a nivel internacional.

### Avances en el uso del RMB como moneda de pago en el comercio internacional

En julio de 2009 las autoridades chinas introdujeron un programa piloto para realizar operaciones comerciales transfronterizas en RMB (de aquí en adelante el “programa piloto”), programa que se amplió en junio de 2010 tras haberse demostrado su viabilidad. Antes del programa piloto, la práctica totalidad del comercio transfronterizo tenía que denominarse en monedas extranjeras (en especial el dólar estadounidense); de hecho, todavía en la segunda mitad de 2009, por ejemplo, las cifras oficiales muestran que sólo un 0,04% de las operaciones comerciales transfronterizas de China se denominaban en RMB. Con dicho programa piloto se permitía a las empresas nacionales designadas en cinco ciudades chinas (Shanghái, Guangzhou, Shenzhen, Zhuhai y Dongguan) el uso del RMB como moneda de pago de las transacciones comerciales internacionales con los países de la zona ASEAN. En junio de 2010, el programa piloto se amplió para incorporar 20 provincias chinas y, a nivel internacional, el resto del mundo. La ampliación nacional incluía a todos los importadores chinos de las regiones piloto y a 365 exportadores chinos designados. Poco después, en julio de 2010, el Banco Popular de China (BPdC) firmó nuevos acuerdos con la Autoridad Monetaria de Hong Kong (AMHK) para que la misma pudiera contar con una línea de crédito en RMB en el caso en el que el mercado interbancario de Hong Kong necesitara liquidez en dicha moneda. También se llegó a un acuerdo con un banco comercial chino, en concreto el Banco de China (Hong Kong), para que actuara como compensador de las transacciones en RMB en el mercado *off-shore* de Hong Kong. En agosto de 2010, dada la escasez de canales para invertir en RMB en Hong Kong y el fuerte aumento de los depósitos en dicha moneda, con el descuadre resultante en los balances de los bancos de Hong Kong, el BPdC permitió a algunas instituciones financieras extranjeras cualificadas, incluidos varios bancos centrales y bancos comerciales, invertir en el mercado de bonos interbancario nacional. En diciembre de 2010, el BPdC amplió el ámbito del programa de uso transfronterizo para incluir a los grandes exportadores de las regiones piloto, con lo que el número total de exportadores designados se elevó a

67.359 (un 30% aproximadamente del total de exportadores). En enero de 2011, el BPdC permitió a las empresas de las 20 regiones piloto hacer inversiones directas en el exterior utilizando el RMB (lanzamiento de nuevos negocios, fusiones y adquisiciones, así como la participación en inversiones estratégicas, pero con la exclusión de las inversiones financieras). Hoy por hoy todas estas medidas se han ido generalizando a prácticamente todas las empresas chinas e importadores/exportadores en el exterior.

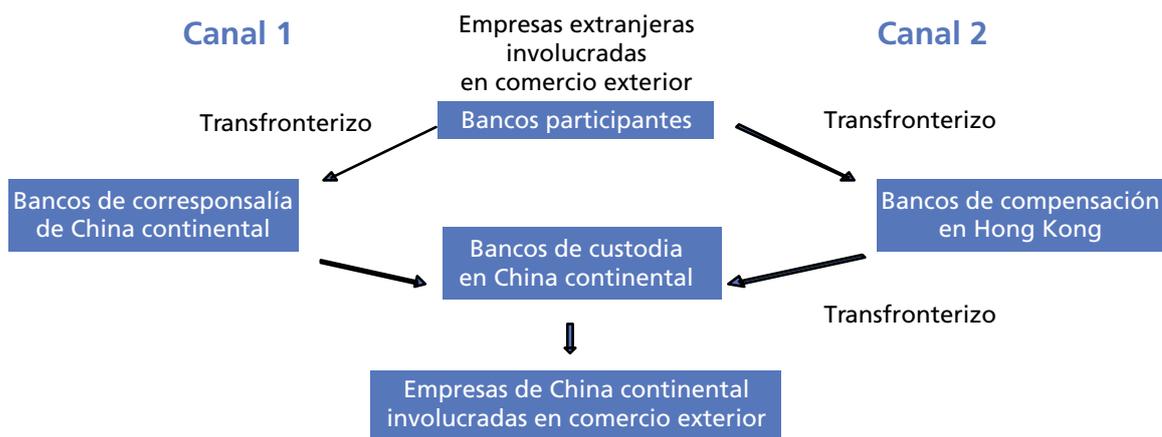
En este contexto, el programa piloto debe verse como un paso importante hacia el objetivo de China a largo plazo de internacionalizar su moneda, objetivo que debería crear grandes oportunidades de negocio para los distintos agentes interesados en China (importadores, exportadores, inversores e incluso empresas que quieran financiarse en RMB a través del mercado de bonos en RMB de Hong Kong, como se explica más adelante).

Desde el lanzamiento y la posterior ampliación del programa piloto, a los importadores y exportadores extranjeros se les ha permitido utilizar el RMB como moneda de transferencia en las operaciones con sus socios comerciales chinos en territorio nacional. A este respecto, pueden participar en transacciones financieras relacionadas con el RMB con los bancos cualificados (bancos participantes o BP), incluidas las inversiones en depósitos, actividades de cambio de divisas, remesas y financiación comercial.

En virtud del programa piloto, cualquier empresa de comercio extranjera puede recibir RMB como moneda de transferencia cuando exporta a empresas chinas de las regiones piloto (todos los importadores chinos tienen derecho a este plan). Por otro lado, si una empresa extranjera desea pagar en RMB las importaciones desde China, su socio comercial chino debe estar entre las empresas designadas en una de las regiones piloto.

Existen dos canales para realizar transacciones comerciales en RMB para las empresas extranjeras (García Herrero et al., 2011). El primero es utilizar el banco de compensación (CB) de Hong Kong, es decir el Banco de China (Hong Kong) para el cobro de exportaciones a, o pago de importaciones de, China en el sistema bancario de Hong Kong. El segundo canal es a través de bancos corresponsales de China continental fuera de Hong Kong. Este segundo canal se ha utilizado mucho menos hasta la fecha (ver Gráfico 3).

Gráfico 3. Los dos canales para uso transfronterizo del RMB



Fuente: CBI y BBVA Research

Tabla 2. Acuerdos de swap bilaterales de China con otros países

Acuerdos de swap bilaterales	Tamaño total	Entrada en vigor	Vencimiento
China-Corea	180.000 millones de RMB/38 billones de KRW	Dic 08	Dic 11
China-Corea (renovado)	360.000 millones de RMB/64 billones de KRW	Oct 11	Oct 14
China-Hong Kong	200.000 millones de RMB/227.000 millones de HKD	Ene 09	Ene 12
China-Hong Kong (renovado)	400.000 millones de RMB/490.000 millones de HKD	Nov 11	Nov 14
China-Malasia	80.000 millones de RMB/40.000 millones de MYR	Feb 09	Feb 12
China-Malasia (renovado)	180.000 millones de RMB/90.000 millones de MYR	Feb 12	Feb 15
China-Bielorrusia	20.000 millones de RMB/8 billones de BYB	Mar 09	Mar 12
China-Indonesia	100.000 millones de RMB/175 billones de IDR	Mar 09	Mar 12
China-Argentina	70.000 millones de RMB/70.000 millones de ARS	Mar 09	Mar 12
China-Islandia	3.500 millones de RMB/66.000 millones de ISK	Jun 10	Jun 13
China-Singapur	150.000 millones de RMB/30.000 millones de SGD	Jul 10	Jul 13
China-Nueva Zelanda	25.000 millones de RMB	Abr 11	Abr 14
China-Uzbekistán	7.000 millones de RMB	Abr 11	Abr 14
Mongolia	5.000 millones de RMB/1 billones de MNT	May 11	May 14
Mongolia (expandido)	10.000 millones de RMB/2 billones de MNT	Mar 12	May 14
Kazajstán	700 millones de RMB	Jun 11	Jun 14
Tailandia	70.000 millones de RMB/320.000 millones de THB	Dic 11	Dic 14
Pakistán	10.000 millones de RMB/140.000 millones de PKR	Dic 11	Dic 14
Emiratos Árabes Unidos	35.000 millones de RMB/20.000 millones de AED	Ene 12	Ene 15
Turquía	10.000 millones de RMB/3.000 millones de TRY	Feb 12	Feb 15
Australia	200.000 millones de RMB/30.000 millones de AUD	Mar 12	Mar 15

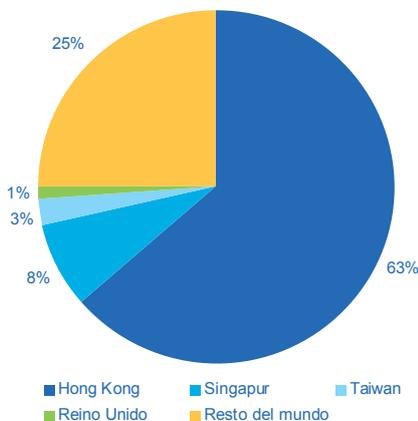
Fuente: BPdC y BBVA Research

Más allá de las transacciones comerciales privadas, China empezó a participar en diversas formas de acuerdos de swap y acuerdos monetarios regionales a finales de la década de 1990 que ha extendido rápidamente desde el inicio de la crisis global en 2008. En la primera etapa, el objetivo principal era proporcionar fondos para ayudar a estabilizar las economías en crisis durante el periodo de la crisis financiera asiática, más allá de los fondos provistos a través de los paquetes de rescate internacionales orga-

nizados por el FMI en aquel momento. Hay que destacar que los acuerdos de swap de China en aquella época eran en dólares estadounidenses. A partir de finales de 2008, durante el periodo más duro de la crisis financiera, China firmó una serie de acuerdos de swap bilaterales denominados en RMB con otros países con el objetivo fundamental de fomentar la facturación en RMB del comercio internacional entre China y dichos países (Tabla 2).

Gracias a todas estas medidas introducidas por las autoridades chinas, el uso del RMB para pagos transfronterizos ha ido en aumento y hoy ya está cerca del 10% de las importaciones chinas. García, Herrero, Schwartz y Xia (2012) señalaron que dichos pagos se concentran particularmente en empresas de Asia pero se han ido extendiendo también a otras regiones (Gráfico 4). Lo más interesante de este proceso es que aunque tiene un fin privado, se ha tratado de una iniciativa pública de las autoridades chinas y no de sus agentes privados puesto que nunca habrían tenido el incentivo previamente. Detrás de esta observación ha de entenderse lo arduo que es que una moneda alcance un uso internacional con la inercia que siempre ha arrastrado ese tipo de decisión.

Gráfico 4. Distribución regional del uso transfronterizo del RMB



Fuentes: BPDc y BBVA Research.

#### Avances en el uso del RMB como moneda de inversión / financiación

Como se mencionaba anteriormente, el aumento de los depósitos en RMB relacionados con transacciones comerciales en el sistema bancario de Hong Kong ha creado la necesidad de tener productos de financiación y de inversión en dicha moneda y poder así dar cierta rentabilidad a dichos depósitos (He y McCauley, 2010).

Más allá de los productos típicamente bancarios, se ha creado un nuevo mercado de bonos emitidos en RMB, que se ha venido a denominar "dim-sum" (siguiendo el nombre de un hábito culinario bien conocido en el Sur de

China y, por supuesto, Hong Kong, que no se diferencia mucho de nuestras tapas).

Los primeros emisores en el mercado "dim-sum" en Hong Kong fueron entidades de China continental que tenían como principal cometido crear el mercado aunque también consiguieron financiarse a un costo bastante inferior al de China continental gracias al exceso de demanda de producto en RMB en un momento en el que existían fuertes expectativas de apreciación de la moneda. Obviamente, dicho arbitraje es posible gracias a los controles de capital que aún siguen funcionando en China. Posteriormente fueron las entidades financieras de Hong Kong con presencia en China y grandes empresas internacionales con inversiones en China. A medida que iba avanzando el mercado también se han ido produciendo emisiones de empresas con escasas relaciones con China por motivos puramente financieros. El valor de los bonos en RMB que están en circulación en Hong Kong alcanzó la cifra de 49.850 millones de RMB a finales de 2010, lo que supone un incremento del 66% con respecto al año anterior (Tabla 3).

En cualquier caso, la motivación fundamental para emitir bonos de muchas de estas empresas ha sido la de poder reinvertir la liquidez en RMB obtenida en Hong Kong de nuevo en China continental. Esta práctica –que resultaba complicada en una primera fase– se ha ido facilitando por parte de las autoridades chinas dando así un espaldarazo al futuro del mercado de bonos "dim-sum". La cuota que se puede repatriar viene determinada por el denominado RQFII (Restricted Qualified Foreign Institutional Investment) que, en cualquier caso, es una cuota cada vez menos restrictiva a medida que China aumenta su interés por seguir recibiendo capital extranjero en la actual fase de desaceleración económica. Alternativamente, algunas corporaciones podrían preferir utilizar sus ganancias en RMB de otros modos que no impliquen la repatriación de los fondos a China, como por ejemplo hacer operaciones de swap en USD.

Tabla 3. Emisiones de bonos denominados en RMB *off-shore*  
(bonos “dim-sum”)

	Fecha de Emisión	Emisor	Clasificación del emisor	Cupón	Plazo	Total (en miles de millones de RMB)	Observación
1	13-jul-10	Hopewell Infrastructure	Empresa de Hong Kong	2,98%	2Y	1,40	1ª emisión no bancaria
2	16-sep-10	McDonald	Empresa multinacional	3,00%	3Y	0,20	1ª emisión de una corporación extranjera
3	30-sep-10	Bank of China	Banco comercial de China	2,90%	3Y	2,80	
4	12-oct-10	China Development Bank	Banco oficial de China	Floating	3Y	2,00	
5	22-oct-10	ADB	Institución supranacional	2,85%	10Y	1,20	1ª clasificación internacional “AAA”
6	29-oct-10	Sinotruck	Empresa china	2,95%	2Y	1,00	1ª emisión no bancaria
7	30-nov-10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,80%	5Y	2,00	
8	30-nov-10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,00%	3Y	2,00	
9	02-dic-10	Exp-Imp Bank of China	Banco oficial de China	2,65%	3Y	4,00	
10	14-dic-10	VTB	Banco extranjero	2,95%	3Y	1,00	1ª emisión de un banco extranjero
11	20-dic-10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,60%	2Y	3,00	
12	11-ene-11	SinoChem	Empresa china	1,80%	3Y	3,50	
27	14-ene-11	World Bank	Institución supranacional	0,95%	2Y	0,50	
13	09-may-11	Big Will Investments Ltd	Empresa de Hong Kong	7,00%	3Y	2,61	
14	11-may-11	Melco Crown Entertainment Ltd	Empresa de Macao	3,75%	2Y	2,30	
15	11-may-11	Global Logistic Properties	Empresa multinacional	3,38%	5Y	2,65	
16	25-may-11	Volkswagen AG	Empresa multinacional	2,15%	5Y	1,50	
17	03-jun-11	Right Century Ltd	Empresa de Hong Kong	1,85%	3Y	3,00	
18	17-jun-11	Value Success International Ltd.	Empresa china	2,08%	3Y	2,00	
19	30-jun-11	Rainbow Days Ltd.	Empresa multinacional	3,00%	5Y	1,60	
20	14-jul-11	Caterpillar Financial Services Corp	Empresa multinacional	1,35%	2Y	2,30	
21	03-ago-11	China Shanshui Cement	Empresa china	6,50%	3Y	1,50	
22	12-ago-11	Eastern Air Overseas	Empresa de Hong Kong	4,00%	3Y	2,50	
23	18-ago-11	MOF	Ministerio de Hacienda de China	0,60%	3Y	6,00	
24	18-ago-11	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,40%	5Y	5,00	
25	18-ago-11	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,94%	7Y	3,00	
26	12-sep-11	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,60%	2Y	5,00	
27	19-sep-11	Air Liquide Finance	Empresa multinacional	3,00%	5Y	1,75	
28	18-oct-11	Sinotrans Shipping Ltd.	Empresa china	3,30%	3Y	2,60	
29	26-oct-11	CNPC Golden Autumn	Empresa china	2,55%	2Y	2,50	
30	10-nov-11	ICBC Asia	Banco de Hong Kong	6,00%	10Y	1,50	
31	16-nov-11	Lafarge Shui	Empresa multinacional	9,00%	3Y	1,50	
32	01-dic-11	Baosteel Group	Empresa china	3,50%	3Y	2,10	
33	17-ene-12	Agricultural Development Bank of China	Banco oficial de China	3,00%	2Y	2,10	
34	20-ene-12	China Development Bank	Banco oficial de China	4,20%	15Y	2,50	el más largo plazo
35	01-mar-12	Baosteel Group	Empresa china	4,15%	5Y	1,50	
36	05-abr-12	Exp-Imp Bank of China	Banco oficial de China	2,70%	2Y	3,00	
37	12-abr-12	New World China	Empresa china	8,50%	3Y	4,30	
38	11-may-12	HSBC Bank PLC	Banco extranjero	2,88%	3Y	2,00	

Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## 5. ¿Qué oportunidades de negocio hay?

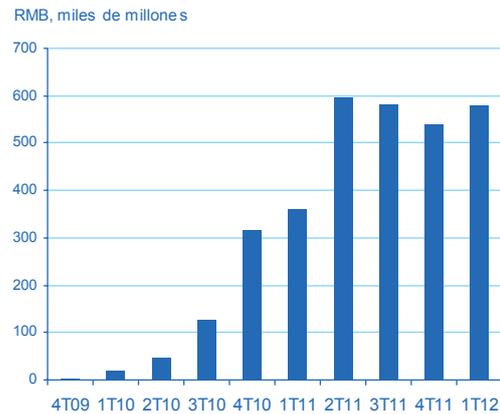
El programa piloto ha incentivado el rápido crecimiento de las operaciones comerciales transfronterizas denominadas en RMB, especialmente desde su ampliación en junio de 2010 (Gráfico 5). Sin embargo, la cuota del volumen de comercio denominado en RMB todavía representa una pequeña fracción del comercio internacional de China, alrededor del 2,5% del total de importaciones y exportaciones en 2010. No obstante, es de esperar que esta cuota aumente en los próximos años a medida que la iniciativa pública de China va venciendo la inercia privada del uso de divisas como el USD o EUR en el comercio.

La utilización del RMB como moneda de transferencia puede conllevar tanto costes como beneficios para las empresas de comercio y para las empresas multinacionales. En general el incentivo para utilizar el RMB como moneda de transferencia juega más a favor de los importadores chinos que de los importadores extranjeros, de modo que aproximadamente en el 80% de las operaciones comerciales transfronterizas que se denominan en RMB se trata de importadores chinos que liquidan sus operaciones en RMB con los exportadores extranjeros. El motivo de esta asimetría es que son los importadores chinos los que se benefician más de utilizar el RMB para el pago de sus compras al eliminar así el riesgo de cambio. Una consecuencia de esto, además de la reciente medida que permite que las salidas de IED se denominen en RMB, es que dichos flujos no den automáticamente como resultado una reducción de la tenencia de divisas por parte de China, lo que podría frustrar los esfuerzos por desacelerar la acumulación de reservas a corto plazo.

La ampliación de los canales de inversión del RMB *off-shore* que está en manos de inversores y empresas extranjeras será un requisito para poder seguir fomentando las transferencias en RMB en el comercio internacional. En este sentido, Hong Kong tiene un buen posicionamiento para aprovechar la creciente actividad del mercado *off-shore*. En particular, Hong Kong disfruta de ciertas ventajas preexistentes, como la gran cuota de comercio que pasa a través de sus fronteras, la integración económica con China y la madurez de su sistema financiero, así como el papel que desempeña como centro financiero internacional. A estas ventajas hay que añadir la política de China que promociona el papel de Hong Kong como el principal centro del RMB *off-shore*, incluido el establecimiento de memorandos de entendimiento con la AMHK sobre acuerdos de compensación, que fomentan el desarrollo de productos financieros denominados en RMB y permiten unos límites de conversión del RMB anuales más altos para los titulares de cuentas bancarias individuales. Los depósitos

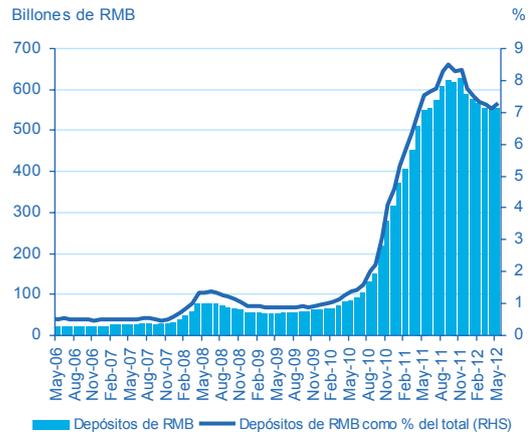
en RMB aumentaron rápidamente (Gráfico 6) en Hong Kong a lo largo del pasado año, tal y como se ha comentado anteriormente por el creciente interés del público de disponer de RMB para las transacciones comerciales y en anticipación de las perspectivas de apreciación de dicha moneda (Gráfico 7).

Gráfico 5. Valor de las transferencias transfronterizas en RMB



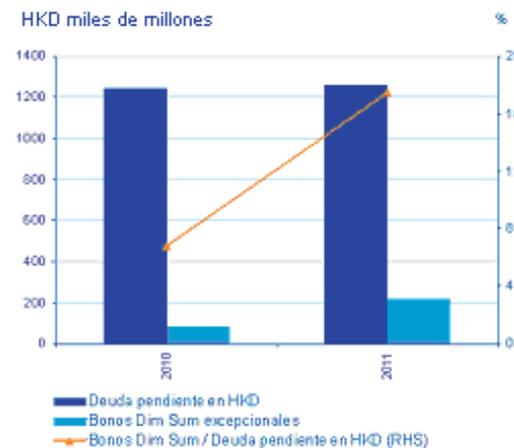
Fuentes: BPDc y BBVA Research

Gráfico 6. Depósitos en RMB en Hong Kong



Fuentes: AMHK y BBVA Research

Gráfico 7. Valor de las transferencias transfronterizas en RMB



Fuentes: CEIC y BBVA Research

Las importantes medidas complementarias del programa piloto que se adoptaron en agosto de 2010, tomadas para aliviar la escasez de canales de inversión en RMB en Hong Kong a medida que aumentaban los depósitos, crearon importantes oportunidades de intermediación para las instituciones financieras. Como se menciona anteriormente, estas medidas consistieron en primer lugar en dar permiso a algunas instituciones financieras cualificadas, incluidos algunos bancos centrales y bancos comerciales extranjeros, para que invirtieran en el mercado de bonos interbancario nacional de China. En segundo lugar se liberalizaron las normativas de emisión de bonos denominados en RMB en Hong Kong con el fin de desarrollar un mercado de bonos *off-shore* en esta moneda.

Además de los bonos *off-shore* en RMB, el mercado de Hong Kong también ofrece un creciente conjunto de productos de inversión financiera para los RMB *off-shore* que incluye certificados de depósito denominados en RMB, fondos de bonos en RMB, planes de seguros y de ahorro y productos de inversión estructurados. Más recientemente se ha permitido la denominación de préstamos bancarios en RMB así como la denominación de títulos bursátiles en RMB en la bolsa de Hong Kong aunque, especialmente esto último, sigue en un proceso embrionario. Como ya se ha indicado, la disponibilidad de estos productos es una de las ventajas de Hong Kong como centro de RMB *off-shore*.

#### 6. ¿Cómo pueden beneficiarse los bancos y los inversores extranjeros del uso del RMB?

El uso transfronterizo del RMB ofrece nuevas oportunidades de negocio, en especial a los bancos nacionales de China y Hong Kong, pero también para el resto (Tabla 4). En concreto, es probable que los bancos extranjeros experimenten un aumento de la demanda de depósitos en RMB y de servicios financieros relacionados con dicha moneda. Por otro lado, como se ha indicado más arriba, los bancos de Hong Kong ya han sido testigo de un fuerte incremento de los depósitos en RMB, y tal como hemos descrito, han emitido mensualmente nuevos productos financieros en RMB.

Tabla 4. Oportunidades de negocio que se derivan del uso transfronterizo del RMB

Ámbito comercial	Detalles
<b>Bancos participantes (BP)</b> <b>Banca minorista y corporativa</b> <b>Banca de inversión</b>	Ofrecen servicios de transferencia comercial transfronteriza en RMB a empresas comerciales, incluidas la transferencia comercial y la financiación del comercio. Ofrece servicios <i>off-shore</i> en RMB a corporaciones o a individuos, como aceptación de depósitos, cambio de moneda, remesas y cheques. Ofrece cotización de renta variable, emisión de bonos, gestión de activos internacionales y servicios de cobertura a empresas ubicadas en China continental.

Fuentes: CBI y BBVA Research

#### 7. Conclusiones, repercusiones políticas y próximos pasos

El programa piloto del uso transfronterizo del RMB es un paso importante hacia la internacionalización de dicha moneda, que, como se comenta en la sección 4 de este artículo, es clave para que China equilibre su potencial exportador con su aún limitado músculo financiero. Sin embargo, el mayor desarrollo del uso transfronterizo del RMB se enfrenta todavía a muchos impedimentos y retos políticos. Entre los principales obstáculos, como ya hemos enumerado previamente, destacan la falta de incentivos de los importadores extranjeros para tener y utilizar el RMB y las restricciones para mover el RMB *off-shore* a China continental. En concreto, el escaso volumen de RMB *off-shore*, que a su vez es resultado de la limitada diversidad de oportunidades y canales de inversión del mismo, reduce los incentivos de los importadores extranjeros para tener y utilizar el RMB como moneda de operaciones. Esto da como resultado el desequilibrio que ya hemos mencionado en el uso del RMB en las operaciones comerciales (la mayoría –80%– se concentra en los importadores chinos de productos extranjeros). Las diversas restricciones a las que todavía está sujeto el RMB *off-shore* acumulado en su uso transfronterizo en cuanto a su envío y uso en China desaniman aún más a los exportadores o a los inversores extranjeros a tener RMB, aunque las restricciones se han reducido con el RQFII.

De cara al futuro, aunque no se ha especificado el momento ni la secuencia, las autoridades chinas parecen estar listas para hacer avanzar el programa piloto en varias direcciones, lo que incluye varias medidas para ampliar los canales de inversión del RMB *off-shore* en China. Además del mercado de bonos interbancario nacional, podrían abrirse otros segmentos del mercado de capitales interno, por ejemplo, el mercado nacional de valores en RMB (acciones tipo A, a las que a veces se hace referencia como “mini-QFII”). Un mayor levantamiento de las restricciones de los fondos *off-shore* en RMB para la entrada de IED sería un gran paso hacia delante. Se prevé que las cuotas existentes bajo el programa piloto se eliminarán o se relajarán más con el tiempo, junto con la introducción de nuevas medidas favorecedoras.

Por ejemplo, actualmente existe una cuota global acumulada sobre la cantidad que los bancos participantes pueden dedicar a las transacciones en RMB, así como un límite sobre la conversión diaria de RMB para los individuos. Es bastante probable que estos límites se eleven con el tiempo. Finalmente se prevé un fuerte desarrollo del mercado *off-shore* en RMB en Hong Kong con una mayor diversidad de corporaciones e instituciones que emitirán bonos *off-shore* en RMB en Hong Kong, además del aumento de emisiones de acciones denominadas en RMB en el mercado *off-shore*, de las que hasta el momento tan solo se ha realizado una.

En cuanto al éxito del proceso de internacionalización del RMB, no hay duda de que China cuenta con la fuerza económica y financiera necesaria para convertir el RMB en una divisa internacional o, al menos, en una importante divisa regional en Asia (García Herrero, Tsai y Xia, 2012). La cuestión clave es si el proceso de internacionalización del RMB puede desarrollarse sin contratiempos como desean las autoridades. En este sentido la estrategia elegida, es decir, empezar con el mercado *off-shore*, depende en gran medida de las expectativas de apreciación del RMB debido al motivo inherentemente especulativo de los participantes en los centros *off-shore*. De hecho, un cambio repentino en las expectativas de apreciación del RMB podría provocar volatilidad en este nuevo mercado. Si empezasen a retirarse los depósitos denominados en RMB (o se convirtiesen a otra divisa), las entidades de Hong Kong podrían enfrentarse a problemas de liquidez dado el aún limitado desarrollo del mercado monetario en RMB y el tamaño limitado de la línea de crédito swap que Hong Kong mantiene con el BPdC. La emisión de bonos en RMB también podría ralentizarse considerablemente, ya que la demanda de tales bonos sería evidentemente menor sin dicha apreciación de la divisa.

Por tanto, parece evidente que el mercado *on shore* del RMB debe desarrollarse en paralelo con el mercado *off shore*. Una manera sencilla de hacerlo sería permitir a los no residentes tomar prestado en RMB en los mercados de capitales de China. Esto sería una continuación del programa de "bonos panda", es decir, bonos emitidos en China en RMB por parte de entidades no residentes, pero también podría incluir OPVs de empresas extranjeras en el mercado de valores de Shanghái. Tal uso más extendido del RMB con fines privados también podría permitir la creación de mercados de derivados más líquidos en RMB, una condición previa importante para que el RMB tenga un uso oficial en su proceso de internacionalización (es decir, mantenerse en las reservas del banco central y vinculado a las divisas de otros países). De hecho, países como Singapur podrían anunciar oficialmente la inclusión del

RMB en la cesta de divisas a la que vinculan su tipo de cambio (es posible que Singapur ya lo esté haciendo, pero el anuncio de que la composición de la cesta de divisas para la vinculación incluye el RMB sería una señal importante para otros países que buscan divisas fuertes a las que vincular las suyas propias en medio de la peor crisis occidental en décadas). Una posibilidad más futurista, pero verosímil, sería que la AMHK vinculase la moneda de Hong Kong a una cesta que incluyese el RMB y no el dólar.

Europa debería seguir atentamente el proceso de internacionalización del RMB por al menos dos razones. En primer lugar, contar con una divisa internacional en un país tan importante como China podría reabrir el debate acerca de si Asia está lo suficientemente cerca de constituir un área monetaria óptima y, por tanto, puede examinar la posibilidad de una mayor cooperación monetaria y, finalmente, una moneda única. Aunque resulta familiar para la realidad europea, tal idea es muy poco probable en Asia. Y no sólo debido a la mala prensa que ha tenido el proyecto europeo en los últimos años, sino también porque Asia va muy rezagada desde el punto de vista ideológico. En segundo lugar, y esto es mucho más pertinente, es necesario considerar cómo la internacionalización del RMB afectará a Europa y, en concreto, al euro. El primer resultado posible, y positivo para Europa, serían los aumentos de valoración que Europa podría obtener de la diversificación de sus activos financieros en RMB en detrimento del USD. Sin embargo, el segundo resultado sería mucho más negativo. El mismo modelo de diversificación en detrimento de las divisas occidentales (no sólo el USD) reduciría la demanda de activos en euros en un momento en que la zona euro más necesita tal demanda.

En resumen, aún es pronto para saber cómo terminará el proceso de internacionalización del RMB, pero sí parece prometedor. En mi opinión, las dos cuestiones más urgentes que deben abordar las autoridades chinas son, en primer lugar, cómo avanzar en el proceso de internacionalización del RMB desenredándolo de la problemática de los controles sobre la afluencia de capitales. En segundo lugar, cómo conseguir que el proceso sea más generalizado y potencialmente menos volátil. Para ello es necesario el desarrollo del mercado *on shore*, lo cual, como es lógico, requiere avanzar en el proceso de liberalización financiera y de apertura de la cuenta de capital para que el RMB sea una moneda convertible McCauley (2011). Sin duda alguna, Europa debe seguir atentamente el proceso para aprovechar todas las ventajas al tiempo que limita el riesgo de falta de interés en el euro.

## Bibliografía

Cheung, Yin-Wong, Guonan Ma y Robert N. McCauley, 2010, *Renminbising China's Foreign Assets*, Documento de Trabajo 16/2010, Instituto de Estudios Monetarios de Hong Kong (Hong Kong Institute for Monetary Research).

Chinn, Menzie. y Jeffrey. Frankel. 2005. *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?* Documento de Trabajo 11510. Oficina Nacional de Investigación Económica (National Bureau of Economic Research), Nueva York, EE UU.

Frankel, Jeffrey, 2011, *Historical Precedents for Internationalization of the RMB*, Maurice R. Greenberg Centro de Estudios Geoeconómicos y el Programa de Instituciones Internacionales y Gobernanza Mundial, Consejo de Relaciones Exteriores, Noviembre.

García Herrero, Alicia 2011, *El sorprendente proyecto de internacionalización del RMB y sus consecuencias para Europa*. Observatorio Económico, BBVA Research.

García Herrero, Alicia, Stephen Schwartz y Le Xia, 2012, *La internacionalización del RMB avanza y las nuevas dificultades exigen medidas políticas*, Observatorio Económico, BBVA Research,

García Herrero, Alicia, Stephen Schwartz, Le Xia,, Chunzi Zhang y Qun Liao, 2011, *Uso transfronterizo del Renminbi: funcionamiento y oportunidades*, Observatorio Económico, BBVA Research, China CITIC Bank y CITIC Bank International.

García Herrero Alicia, Yingyi Tsai y Le Xia, 2012, *RMB Internationalization: What is in for Taiwan?* Documento de Trabajo 12/06, BBVA Research.

He, Dong y Robert N. McCauley, 2010, *Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues*, Documento de Trabajo 320, BIS.

Kenen, Peter. 1983. *The Role of the Dollar as an International Currency*. Papeles Ocasionales 13. Grupo de los Treinta. Nueva

York, EE.UU.

McCauley, Robert, 2011, *Renminbi Internationalization and China's Financial Development*, BIS Revista Trimestral, Diciembre.

## Sobre la autora

Alicia García Herrero es economista jefe para mercados emergentes en BBVA Research. Asimismo es miembro del Comité de Asesores del Instituto de Investigación de la Autoridad Monetaria de Hong Kong y profesora de la universidad de Lingnan en Hong Kong. También es asesor especial de la Comisión Europea sobre temas de China.

Antes de trabajar en BBVA, formó parte del programa de investigación para Asia del Banco Internacional de Pagos en Hong Kong. Además, fue directora de la División de Economía Internacional del Banco de España y profesora visitante de la Universidad Johns Hopkins. Alicia García Herrero también ha trabajado como asesora del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo y economista en el Fondo Monetario Internacional.

Las opiniones expresadas en este artículo no tienen porque coincidir con las del BBVA.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

© Fundació Privada Institut d'Estudis Financers. Reservados todos los derechos.

# Otras publicaciones de ODF

feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI...¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
sept	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José M Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF)	Ignacio Fernández Pérez
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M <sup>a</sup> Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Altuna Olga del Orden Olasagasti
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat Salvat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado Coll
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent Meca
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk Serrat
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà i Vallsquer
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella Anguera
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez-Salinas
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent Canaleta
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent Canaleta
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica