

EL CAMINO A LA internacionalización DEL RENMINBI

OSCAR BENDEZÚ*, NICOLE CARBONE**
Y JEAN PAUL WATSON***

China requiere abrir sus mercados domésticos al resto del mundo y potenciar sus mercados financieros para lograr que el renminbi se convierta en una moneda internacional de reserva, tal como lo son el dólar americano, el euro, el yen japonés, entre otras monedas.

* Especialista de Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.
oscar.bendezu@bcrp.gob.pe

** Especialista en Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP.
nicole.carbone@bcrp.gob.pe

*** Especialista en Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.
jeanpaul.watson@bcrp.gob.pe

Desde la implementación de las primeras reformas pro mercado a inicios de la década de los ochenta que buscaban restablecer su economía de libre intercambio, China abandona gradualmente un régimen económico de control estatal centralizado para adoptar una economía más liberal. En las últimas décadas, este proceso de liberalización ha traído consigo un acelerado ritmo de crecimiento económico que pone a China como un actor central a nivel global en materia económica y geopolítica. Junto con el desarrollo económico, China busca también el desarrollo de sus mercados financieros, proceso en el cual queda aún un largo camino por recorrer.

Para desarrollar los mercados financieros chinos se necesita liberalizar los mismos. Esto significa por ejemplo: i) permitir la libre entrada y salida de China del capital de inversionistas chinos y extranjeros; ii) permitir que el valor del renminbi chino (coloquialmente llamado yuan chino), la moneda oficial de China, fluctúe libremente según su oferta y demanda en el mercado de divisas; etc. Existe progreso en los distintos campos de la liberalización de los mercados financieros chinos, sin embargo el grado de libertad en estos está aún lejos de compararse con los mercados financieros más importantes del mundo.

Un punto de interés dentro de la agenda del gobierno chino es la adopción del renminbi por

“ Para desarrollar los mercados financieros chinos se necesita liberalizar los mismos. ”

el Fondo Monetario Internacional como moneda de reserva, junto con el dólar americano, el euro y el yen japonés, entre otras monedas.

1. HITOS HISTÓRICOS EN LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL RENMINBI (VER GRÁFICO 1)

1.1) 1980-1994:

Sistema de tipos de cambio diferenciados

Durante la década del ochenta y parte de los noventa, existían dos tipos de moneda china: el renminbi (literalmente “la

GRÁFICO 1 Principales hitos históricos en la evolución del régimen cambiario



CUADRO 1 ■ Calificación Crediticia de los bonos soberanos de largo plazo

	Estados Unidos	Eurozona	China	Eurozona Core*	Eurozona Periferia**
2009	AAA	AA-	A+	AA+	A+
2010	AAA	AA-	AA-	AA+	A
2011	AA+	A+	AA-	AA+	BBB+
2012	AA+	A	AA-	AA+	BB+
2013	AA+	A	AA-	AA	BBB-
2014	AA+	A	AA-	AA	BBB-
2015	AA+	A	AA-	AA	BBB-

* ALEMANIA, FRANCIA, HOLANDA, AUSTRIA, BELGICA, FINLANDIA.

** ESPAÑA, ITALIA, PORTUGAL, GRECIA, IRLANDA.

moneda del pueblo”), cuya posesión estaba prohibida para los ciudadanos extranjeros, y los Certificados de Moneda Extranjera del Banco Central de China (PBoC por sus siglas en inglés), “moneda” que utilizaban los extranjeros dentro de China. Para conseguir dichos certificados, era necesario comprarlos con moneda extranjera (dólares, francos, etc.) en una oficina del PBoC (no en una casa de cambios) y por un valor mucho mayor que el tipo de cambio de mercado¹. Estas condiciones fomentaron la proliferación de la compra-venta ilegal del renminbi en mercados negros de divisas dentro de China, hasta la abolición del sistema de tipos de cambio diferenciados y la discontinuación de los Certificados de Moneda Extranjera del PBoC, en 1994.

1.2) 1997-2005:

Ancla en el tipo de cambio CNY/USD

En el contexto de la crisis financiera del sudeste asiático en 1997, el gobierno de China implementó un tipo de cambio fijo entre el renminbi y el dólar americano para mantener la confianza de los inversionistas extranjeros en su moneda, garantizando que sus tenencias denominadas en la moneda china no perderían valor por fluctuaciones del tipo de cambio. Esta política tuvo resultados favorables para las inversiones de capitales extranjeros en China. Al mismo tiempo, al término de la crisis, China se había convertido en la potencia exportadora que se conoce hoy en día.

1.3) 2005-presente:

Régimen de flotación controlada

En el año 2005, el PBoC anunció la adopción de una política de tipo de cambio de

flotación controlada, con lo cual permitía que el tipo de cambio CNY/USD fluctuase dentro de un rango que comenzó en +/- 0,3% y actualmente es +/- 2%. Se estableció el mercado de productos derivados. En el año 2010, se inició la liberalización del mercado de capitales, con la institución de los sistemas de cuotas de inversión para inversionistas extranjeros y locales (QFII y QDII) y la aparición del renminbi *offshore* (CNH) negociado inicialmente en Hong Kong para luego expandir su presencia a plazas financieras como Londres y Singapur.

2. ¿RENMINBI COMO MONEDA INTERNACIONAL?

Una moneda de reserva internacional es aquella que es utilizada ampliamente por los bancos centrales e instituciones como parte de sus reservas internacionales. A pesar de ser aceptado internacionalmente como un activo con valor y haber visto un crecimiento rápido en su utilización en los últimos años, el renminbi actualmente no puede considerarse una moneda internacional de reserva. Para lograr tal objetivo, las instituciones internacionales deben tener a su disposición un mercado en renminbi con una flexibilidad y libertad cercana a la de los mercados de las monedas de reserva internacional, como el dólar americano o el euro y, en menor medida, el yen y la libra esterlina.

Es importante mencionar que las reservas internacionales de un país son invertidas a manera de un portafolio de inversión global, en donde los renminbi deben poder ser utilizados en la compra de activos como certificados de depósitos y bonos emiti-

¹ Como referencia sobre el grado de sobrevaloración del tipo de cambio oficial que se utilizaba en el PBoC, justo antes de que se aboliera el sistema de tipos de cambio diferenciados, el tipo de cambio de mercado era de 8,7 renminbi por dólar americano, mientras que el tipo de cambio oficial en el PBoC era de 5,8 renminbi por dólar americano.

dos en renminbi. Por ello que es necesario un mercado líquido, profundo y en donde exista instrumentos derivados.

Para que un país pueda considerar su moneda como de reserva, por lo general debe cumplir las siguientes condiciones:

- a) **El mercado de bonos soberanos debe ser líquido y profundo, además de contar con un mercado de derivados² desarrollado que permita realizar operaciones de cobertura.**

En términos de calidad crediticia, el mercado de deuda pública de largo plazo de Estados Unidos ostenta la más alta calificación, AA+, seguido por China, con AA- y la Eurozona, con A (ver Cuadro 1).

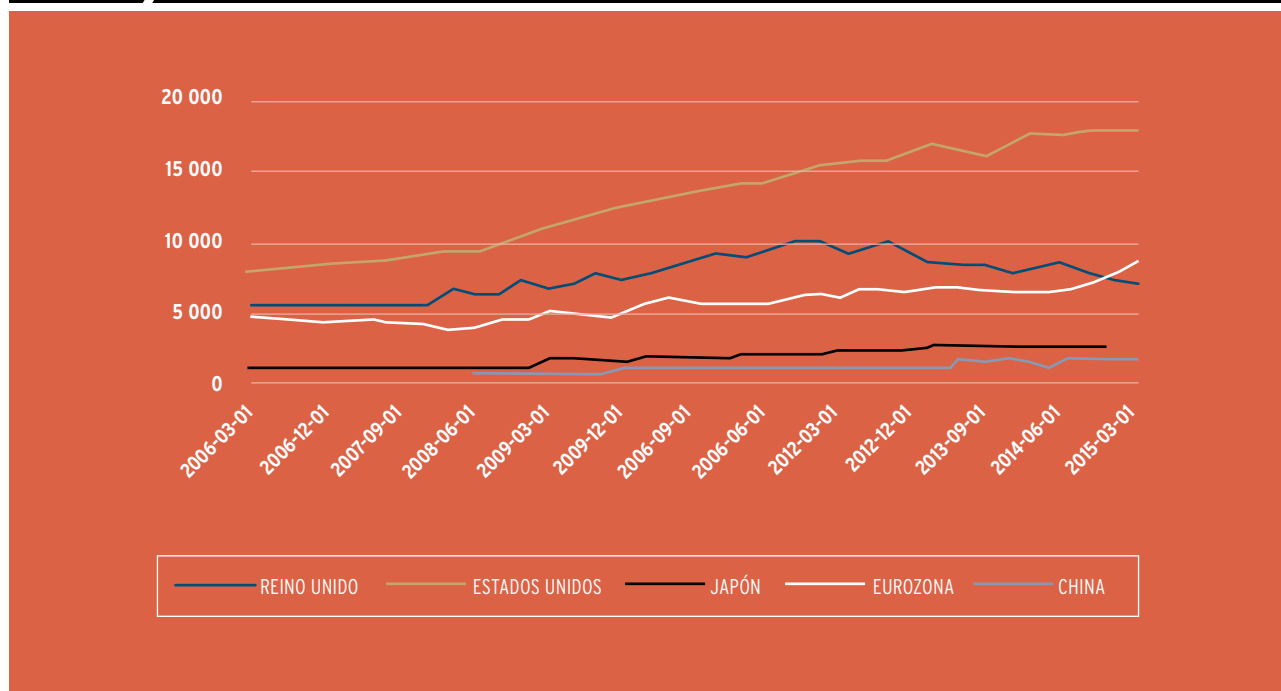
Sin embargo, en términos de tamaño de mercado, China está muy por debajo de sus pares considerados como moneda de reserva (ver Gráfico 2).

Además, el mercado de renta fija en renminbi continúa siendo accesible únicamente para un grupo reducido de inversionistas que incluye a inversionistas domésticos o aquellos autorizados bajo los esquemas QFII y RQFII. Sin embargo, la internacionalización del renminbi ha permitido el desarrollo de un mercado de renta fija en renminbi *offshore* en Hong Kong

“ **Una moneda de reserva internacional es aquella que es utilizada ampliamente por los bancos centrales e instituciones como parte de sus reservas internacionales** ”

denominado Dim Sum. Si bien se emitieron bonos Dim Sum desde 2007, no fue hasta la emisión de un bono en renminbi *offshore* por la compañía americana McDonald's que el mercado se expandió exponencialmente. Estos instrumentos pueden ser comprados por cualquier inversionista que tenga renminbi *offshore*. A la fecha de

GRÁFICO 2 ■ Bonos de gobierno existentes en el mercado (US\$ miles de millones)



² Los derivados financieros son instrumentos basados en acuerdos de compra o venta a futuro, de otro instrumento financiero, monedas o productos básicos. También podría decirse que es un arreglo o contrato financiero entre dos partes, cuyos pagos o flujos de efectivo están basados o derivados del comportamiento de otro instrumento o activo.

CUADRO 2 ■ Calificación Crediticia de los bonos soberanos de largo plazo

CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LOS PRINCIPALES BANCOS			
Pais	Banco	Rating	Core Tier 1
Estados Unidos	JP Morgan Chase & Co	A+	10,2
	Bank Of America	A+	9,6
	Wells Fargo & Co	AA-	10,44
	Citigroup Inc	A	10,58
Europa	Banco Santander SA,	A-	9,7
	BNPParibas	A+	10,3
	Intesa Sanpaolo SpA	BBB-	13,3
	Unicredit SpA	BBB+	10,02
China	Ind. & Com, Bank of China Ltd	A	11,92
	Agricultural Bank of China	A	9,09
	Bank Of China Ltd	A	10,61
	Industrial Bank Co, Ltd	BB+	8,45

FUENTE: BLOOMBERG

redacción de este artículo, el monto emitido alcanza los RMB 710 mil millones, siendo los principales emisores empresas domiciliadas en China Continental. Con respecto al sector económico del emisor, las instituciones financieras son las que han tenido mayor emisión a la fecha, seguidas por las instituciones del gobierno.

b) El sistema financiero debe contar con una estructura sólida y segura dado que una parte significativa de las reservas internacionales están invertidas en depósitos

“Actualmente en China, el sistema financiero se encuentra en un periodo de transición que permita otorgarle una estructura confiable y eficiente”

bancarios.

Un sistema bancario sólido y confiable constituye una base importante para el dinamismo de una economía. Actualmente en China, el sistema financiero se encuentra en un periodo de transición que permita otorgarle una estructura confiable y eficiente que sirva como respaldo al conjunto de reformas implementadas por el gobierno para hacer sostenible su crecimiento económico. Las calificaciones crediticias de los principales bancos chinos son menores que los principales bancos norteamericanos pero mejores que sus pares europeos. Sin embargo, el ratio Capital Tier 1³ es en promedio menor, lo cual refleja una menor fortaleza financiera (ver Cuadro 2).

Una de las medidas adoptadas por el PBoC para impulsar el crecimiento de depósitos en renminbi fue la autorización a bancos en Hong Kong para captar depósitos en renminbi (otorgada en 2004); sin embargo, a partir de 2010 los depósitos en esta plaza tuvieron un crecimiento exponencial proveniente de los pagos recibidos del comercio. Este crecimiento en los depósitos ha ido estabilizándose a medida que el acceso a otros instrumentos financieros ha ido creciendo. Como se puede ver en el gráfico, actualmente los depósitos en renminbi colocados en Hong Kong alcanzan los RMB 972 miles de millones y representan el 9% y 19% del total de depósitos y total de depósitos en moneda extranjera, respectivamente (ver Gráfico 3).

³ El capital Tier1 es la medida central de la fortaleza financiera de un banco desde el punto de vista del regulador. Se compone de un capital básico I, que consiste principalmente en las acciones ordinarias y las reservas declaradas (o utilidades retenidas).

“ La internacionalización del renminbi ha sido descrita como el mayor desarrollo en el mercado financiero global desde la formación del euro. ”

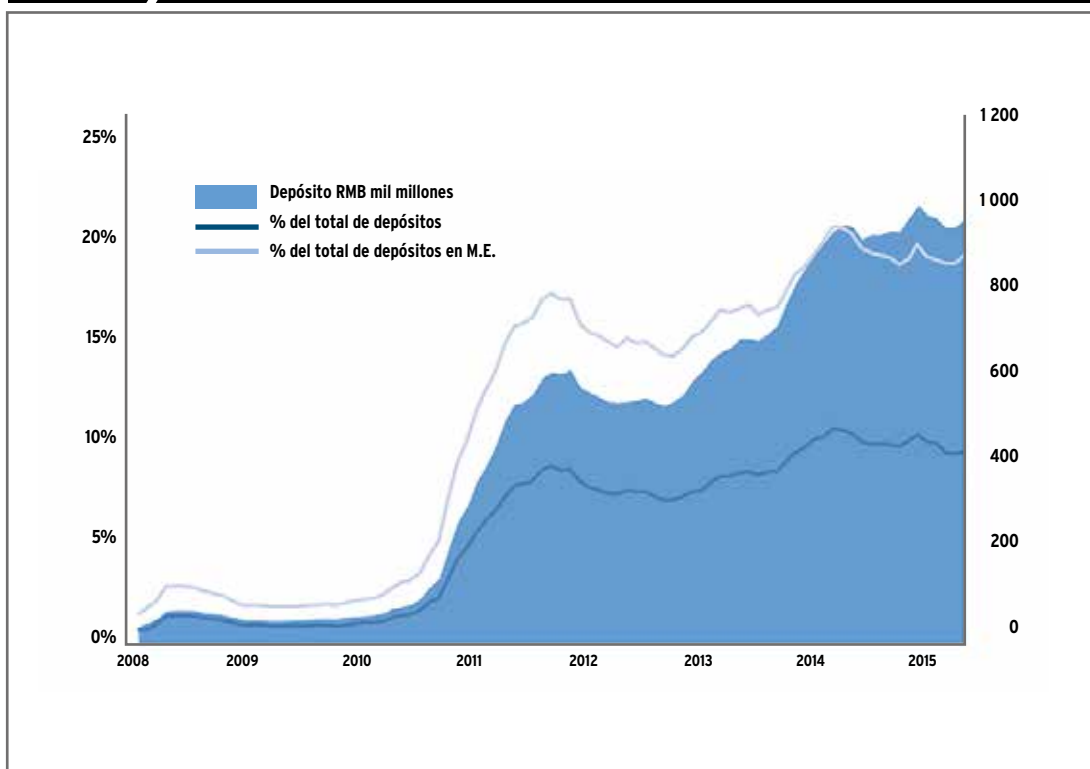
La autorización otorgada a Hong Kong para captar depósitos en renminbi *offshore* fuera de China Continental y su posterior nombramiento como jurisdicción autorizada para los esquemas QFII y RQFII han convertido a esta plaza en el principal centro de transacciones en renminbi fuera de China.

c) **La moneda debe ser de uso internacional y ser usada frecuentemente por inversores como moneda en la cual mantener una parte de sus activos**

La internacionalización del renminbi ha sido descrita como el mayor desarrollo en el mercado financiero global desde la formación del euro. Desde noviembre de 2014, el renminbi se ha convertido en la quinta moneda de pago en el mundo, después de haber estado en la posición N°7 durante un año y de haberse ubicado en la posición N°13 en enero de 2013.

El mayor uso de esta moneda, tanto para transacciones comerciales como financieras, refleja no solo el creciente peso de China en la economía mundial y el comercio (segunda economía más grande del mundo, el primer exportador, mayor tenedor de reservas internacionales y mayor fuente y receptor de inversión extranjera) sino también las medidas tomadas por el PBoC para fomentar la internacionalización del renminbi. Este proceso de internacionalización se desarrolla paulatinamente desde 2009, iniciado con una mayor permisividad del uso del renminbi en el comercio hasta la emisión de deuda en esta moneda.

GRÁFICO 3 ■ Depósitos en RMB en Hong Kong



FUENTE: HONG KONG MONETARY AUTHORITY.

Las primeras medidas del PBoC para incrementar la utilización del renminbi se concentraron en el comercio. En 2009, el PBoC lanzó un esquema que permitía a cinco regiones en China Continental (Shanghai, Guangzhou, Shenzhen, Dongguan and Zhuhai) utilizar el renminbi en sus transacciones comerciales con los países miembros de la Asociación de Naciones del Sur Este de Asia (ASEAN por sus siglas en inglés), Hong Kong y Macau. Posteriormente, este acuerdo se extendió a 20 provincias para finalmente ser aplicada a nivel nacional.

Posteriormente, en 2011 se estableció el esquema Renminbi Qualified Foreign Investor (RQFII), cuya principal diferencia con el esquema QFII es que permite a los inversionistas calificados entrar al mercado doméstico con el renminbi *offshore* sin necesidad de realizar la conversión. Esta modificación en el mecanismo de entrada al mercado incentiva a las instituciones a obtener renminbi *offshore* y ha sido uno de los principales motores del crecimiento en el mercado de bonos en renminbi *offshore*.

3. EL SIGUIENTE PASO

A finales de este año, el Fondo Monetario Internacional decidirá si el renminbi se une a la canasta de monedas que son consideradas como moneda de reserva y que forman parte del DEG. El DEG (Derechos Especiales de Giro o SDR por sus siglas en inglés) es una clase especial de activo de reserva, creado por el FMI en 1969 con la intención de ser un activo a mantener en las reservas internacionales de los países miembros. La última composición fue revisada en 2010, por lo que a finales de este año, el Fondo revisará las ponderaciones dadas a cada moneda y China buscará que su moneda alcance el status de moneda de reserva e ingrese al SDR junto al dólar americano, euro, yen y libra esterlina. A pesar de que actualmente el rol principal del DEG es servir como unidad de cuenta del FMI y de diversos organismos internacionales, el incluir al renminbi en esta canasta significaría el reconocimiento a la importancia de China y su moneda en el actual panorama económico mundial.

Se espera que la última fase en la evolución del renminbi sea la libre convertibilidad. En agosto último, se dio un paso para lograr este objetivo: PBoC devaluó el renminbi durante dos días en aproximadamente 3%, además de cam-

“ **Incluir al renminbi** en esta canasta significaría el reconocimiento a la importancia de China y su moneda en el actual panorama económico mundial ”

biar el método por el cual se fija el tipo cambio de inicio de sesión, que ahora seguía por el tipo de cambio de cierre del día anterior. De esta manera, el sistema de fijación es más transparente y refleja mejor al mercado.

Adicionalmente, China continuaría el proceso de liberalización de su cuenta de capitales, ampliando el mercado *offshore* e implementando medidas que hagan que el mercado onshore sea más accesible y menos costoso para los participantes del mercado. Esto se evidencia en las últimas reformas hechas por el PBoC en julio de este año, mediante las cuales se agiliza el acceso al mercado onshore además de eliminar el sistema de cuotas a las cuales cada participante podía aplicar y permitir acceso a inversores extranjeros al mercado de derivados.⁴

En la actualidad, China tiene la suficiente influencia económica y financiera para lograr que el renminbi se convierta en una moneda internacional de reserva. La clave está en abrir sus mercados domésticos al resto del mundo y potenciar sus mercados financieros. Si las reformas continúan, la internacionalización y convertibilidad del renminbi se acelera y se flexibiliza el actual régimen cambiario, el renminbi se puede colocar dentro de las cinco principales monedas en el comercio para 2020 y quizás dentro de las primeras tres en la siguiente década.

⁴ Originalmente, el proceso para invertir en el mercado onshore de bonos en China requería el permiso explícito del PBoC para poder participar, el cual consistía en un largo proceso de aprobación y aplicación y estaba limitado sólo a compras y ventas spot de bonos en el mercado onshore, además de estar a sujeto a un sistema de cuotas que limitaba el monto máximo de inversión.