

# Observatorio Económico

China

Hong Kong, 25 de agosto de 2011  
Análisis económico

Asia

Economista Jefe de Mercados Emergentes

**Alicia García Herrero**

[alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

## El sorprendente proyecto de internacionalización del RMB y sus consecuencias para Europa

La reciente visita de Li Kechiang a Hong Kong se saldó con otro paquete de medidas destinadas a internacionalizar aún más el uso del RMB. Hong Kong se mostró encantada con la consolidación de su papel como principal centro financiero para negocios en RMB.

Hasta la fecha, la internacionalización del RMB se puede considerar un éxito, a la vista del rápido crecimiento de los depósitos saldados en RMB, por no hablar del mercado de los bonos "dim sum". Este éxito debe confrontarse con la dificultad que entraña el propio proyecto. De hecho, cualquier decisión destinada a cambiar la manera en que funciona la arquitectura internacional se puede considerar un proyecto audaz, pero el proyecto chino probablemente lo sea incluso más. Esto se debe a la singularidad del proceso de globalización del RMB. De hecho, la internacionalización de otras divisas como el dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés evolucionó a partir del mercado on-shore, y no tanto del mercado off-shore, como en China. China ha tenido que optar por una senda aparentemente más difícil por una razón muy sencilla: el RMB todavía no es una divisa convertible. Sin embargo, un aspecto muy importante a favor de China es que puede contar con Hong Kong como un centro financiero de gran tamaño y líquido, que utiliza una divisa diferente de curso legal, el USD.

Centrándonos en esta singularidad de la internacionalización del RMB cabe plantearse una serie de preguntas interesantes que merecen un análisis más detenido. En primer lugar, ¿por qué desea China internacionalizar el RMB ahora? En segundo lugar, ¿tendrá éxito? Y por último, ¿cuáles serán las consecuencias de esta próxima internacionalización del RMB para el resto del mundo? Estas preguntas no sólo ayudarán a comprender el proyecto de China para la internacionalización del RMB, sino que también arrojarán luz sobre la manera de superar las barreras futuras.

## El momento de la internacionalización del RMB

La economía china ha crecido a un ritmo sin precedentes en la reciente historia económica. De hecho, los pasos más recientes de ese éxito han coincidido con una crisis económica larga y profunda en el mundo desarrollado. Esa combinación, junto con la creciente falta de confianza en las principales divisas del mundo, presenta una gran oportunidad para lanzar una nueva divisa. De hecho, hasta cierto punto la influencia económica de China se ha visto fortalecida considerablemente en tiempos recientes gracias al grave deterioro de las principales economías avanzadas, y sin embargo ha sido causada por la crisis global generalizada. Con este telón de fondo ha aumentado el atractivo del RMB como divisa internacional. Después de que China volviese a adoptar un régimen de tipos de cambio más flexible en junio de 2010 se ha reforzado la expectativa de la apreciación del RMB, lo que ha propiciado una importante afluencia de capitales hacia China. A la vista de esta situación, son muchos quienes sostienen que China debería internacionalizar su divisa para complementar su creciente influencia económica.

Sin embargo, al examinar los argumentos expuestos anteriormente, se debe abordar la cuestión de la elección del momento más adecuado. Con una fuerte afluencia de capitales provocada por la expectativa de apreciación del RMB, China debería tomar medidas para alentar la salida, no la afluencia de capitales, pero la manera en que se está llevando a cabo el proyecto de internacionalización del RMB está consiguiendo justamente lo contrario. De hecho, la mayor parte del uso off-shore del RMB está concentrado en importaciones chinas, y no en exportaciones (80% frente al 20% del comercio total denominado en RMB), y en IED hacia el interior, no hacia el exterior de China. En otras palabras, la internacionalización del RMB en realidad está alentando una mayor afluencia que salida de capitales. Aunque se está ralentizando el crecimiento económico de China, a las autoridades les sigue preocupando la afluencia de capitales y, posiblemente, una apreciación demasiado rápida del tipo de cambio.

En mi opinión existen al menos dos razones que pueden explicar por qué han empezado las autoridades a promover la internacionalización del RMB. La primera es la extrema debilidad de las principales economías avanzadas con divisas internacionales, como EE. UU., Europa y Japón, debido a la larga duración de la crisis financiera mundial. Esta situación ofrece al RMB una oportunidad de mejorar su posición y lograr establecerse en Asia.

La segunda, y más importante, es la enorme y creciente exposición de China a divisas extranjeras, especialmente al dólar estadounidense. China ha registrado "superávits gemelos" por cuenta corriente y por cuenta de capital desde 1998. A través de una balanza comercial favorable, IED y la afluencia de capital, China ha acumulado reservas gigantescas en divisas extranjeras de más de 3 billones de USD, equivalente al 50,2% del 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 graves retos: el mantenimiento de las reservas resulta costoso y deben gestionarse cuidadosamente para evitar pérdidas. De hecho, mientras continúe el rápido crecimiento económico de China, el RMB tenderá a apreciarse en relación con las divisas que mantiene en sus reservas, lo que inevitablemente dará lugar a pérdidas por valoración.

Aparte de eliminar las fuentes de acumulación de reservas (a saber, superávits de la balanza de pagos), China puede reducir tales pérdidas relacionadas con el tipo de cambio denominando parte de sus activos extranjeros netos en RMB. En otras palabras, China puede "renminbizar" (por utilizar el término acuñado por Cheung, Ma y McCauley) parte de sus enormes reservas de activos extranjeros. La pregunta, por tanto, es en qué cuantía.

Tomando Japón como referencia (EE. UU. no sería un buen elemento comparativo ya que el nivel de internacionalización de su divisa es muy superior), se calcula que alrededor de un 12% de las carteras de valores representativos de deuda japoneses están denominados en yenes. En este sentido, a China le queda un largo camino que recorrer, ya que está empezando desde cero.

## ¿Tendrá éxito?

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. 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, a saber, 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", pero también podría incluir OPVs de empresas extranjeras en el mercado de valores de Shanghai.

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 el grupo de divisas al que vinculan el tipo de cambio (es posible que Singapur ya lo esté haciendo, pero el anuncio de que la composición de divisas de 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 Autoridad Monetaria de Hong Kong vinculase una cesta que incluyese el RMB, y no el dólar.

## Consecuencias para Europa

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 un 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 cómo desenredar el proceso de internacionalización de la afluencia de capitales y cómo conseguir que el proceso sea más generalizado y potencialmente menos volátil mediante el desarrollo del mercado on-shore. Por último, Europa debe seguir atentamente el proceso para aprovechar todas las ventajas al tiempo que limita el riesgo de falta de interés en el euro.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe.** Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.**

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas (i) que tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) que están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

**BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.**

**"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Corporate Governance".**

**BBVA es un banco sujeto a la supervisión del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y está inscrito en el Banco de España con el número 0182.**