

# Observatorio Económico

## China

Hong Kong, 17 de julio de 2012  
Análisis Económico

Asia

Economista Jefe de Economías  
Emergentes del Grupo  
**Alicia García Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Economista Jefe de Asia  
**Stephen Schwartz**  
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Economista Senior  
**Le Xia**  
Le.xia@bbva.com

## La internacionalización del RMB avanza y las nuevas dificultades exigen medidas políticas

*Esta nota es una actualización del informe original que publicamos el año pasado sobre el programa de Liquidación transfronteriza en RMB de China ([orígenes, mecánica y oportunidades](#)). Además de valorar los progresos de la liquidación transfronteriza y del mercado de RMB off-shore, hacemos una serie de sugerencias políticas para favorecer el avance de la internacionalización del RMB.*

- **Desde su puesta en marcha en 2009, el programa de liquidación comercial transfronteriza en RMB de China ha conseguido elevar el perfil del RMB en las transacciones internacionales.**

En el 2T 2012, las transacciones comerciales transfronterizas liquidadas en RMB constituyeron el 10,9% del comercio de China, en comparación con la cifra prácticamente nula al comienzo del programa. Al mismo tiempo, el mercado de RMB off-shore (donde se denomina CNH) creció rápidamente en una diversidad de productos financieros, incluidas las divisas al contado, los futuros entregables, los swaps, los depósitos y los certificados de depósito, así como los bonos y otros productos estructurados. En especial, la emisión de bonos "Dim Sum" denominados en RMB ha crecido rápidamente.

- **No obstante, a pesar del éxito general, la internacionalización del RMB se ha encontrado recientemente con dificultades.**

Después de experimentar un crecimiento constante hasta mediados de 2011, el porcentaje de transacciones comerciales fronterizas liquidadas en RMB se ha desacelerado recientemente, y han disminuido los depósitos de Hong Kong en RMB. Estas dificultades se deben en gran medida a que las expectativas de apreciación son más bajas. Sin embargo, la desaceleración oculta dos tendencias subyacentes. En primer lugar, mientras que antes las liquidaciones comerciales en RMB las utilizaban fundamentalmente los importadores chinos, se han ampliado también a los exportadores chinos, con el resultado de una división 60/40 respectivamente (en comparación con la división 80/20 observada hasta la primera mitad de 2011). En segundo lugar, la distribución geográfica de las liquidaciones comerciales en RMB se ha ampliado. Esta evolución es saludable con vistas al crecimiento sostenido del uso de la divisa en el comercio internacional a largo plazo.

- **Las iniciativas políticas favorecen el crecimiento del mercado.**

Debido a la falta de plena convertibilidad y en contraste con el desarrollo de otras monedas de reserva del mundo, cuya evolución fue parte de un proceso impulsado por los mercados, la internacionalización del RMB sigue siendo un proceso que depende principalmente del impulso político. Además de la ampliación del programa piloto original a todas las empresas y regiones, se han tomado medidas que permiten enviar mayores remesas de RMB off-shore para su uso en China continental. Además, la liquidez off-shore se ha mejorado gracias a los nuevos acuerdos de swap de divisas bilaterales firmados con países que forman parte de su conjunto de socios comerciales. En Hong Kong se ha puesto en marcha una facilidad de liquidez en RMB entre los bancos y la Autoridad Monetaria de Hong Kong (AMHK), y se ha relajado la normativa con el fin de acelerar el crecimiento del mercado de RMB.

# Observatorio Económico

## China

Hong Kong, 17 de julio de 2012  
**Análisis Económico**

Asia

*Economista Jefe de Economías  
Emergentes del Grupo*  
**Alicia García Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

*Economista Jefe de Asia*  
**Stephen Schwartz**  
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

*Economista Senior*  
**Le Xia**  
Le.xia@bbva.com

- **Se requerirán nuevas medidas para mantener el ritmo de crecimiento del mercado de RMB off-shore.**

En nuestra opinión, estas medidas deben abordar las siguientes áreas: i) ofrecer un trato más favorable a las transacciones denominadas en RMB (es decir, un trato fiscal preferente); ii) permitir la cotización directa del RMB frente a otras monedas para reducir los costes de las transacciones; iii) seguir desarrollando el mercado de RMB en Hong Kong y aumentar el volumen de liquidez del RMB off-shore y iv) ampliar los canales para invertir en RMB en China continental.

## El comercio transfronterizo en RMB se ralentiza debido a las menores expectativas de apreciación

Tras el considerable aumento experimentado hasta mediados de 2011, la proporción de transacciones comerciales transfronterizas liquidadas en RMB se ha desacelerado recientemente (Gráfico 1). Este descenso se ha producido a pesar de que el año pasado el programa piloto de liquidaciones en RMB se amplió a la totalidad del ámbito nacional, cuando anteriormente estaba limitado al 80% de los importadores y exportadores nacionales (distribuidos en 20 municipalidades y regiones). Por otro lado, Hong Kong sigue disfrutando de su posición como principal centro financiero de operaciones en RMB: aproximadamente el 80% del total facturado en RMB se liquidó a través de su sistema bancario.

Sin embargo, la desaceleración del volumen global de liquidaciones comerciales en RMB enmascara dos importantes tendencias subyacentes. En primer lugar, la distribución de las liquidaciones comerciales en RMB entre importadores y exportadores nacionales está ahora más equilibrada. En concreto, mientras que en 2010 aproximadamente el 80% de las liquidaciones comerciales en RMB estaba relacionado con las actividades de los importadores chinos (que enviaban RMB para pagar a las empresas del exterior), ese porcentaje cayó en 2011 hasta situarse en torno al 60%. La razón de este cambio, y el factor principal que ha contribuido al estancamiento general del crecimiento del comercio en RMB es, muy probablemente, que hay menores expectativas de apreciación del RMB, lo que se debe en parte a la reducción del superávit por cuenta corriente de China (Gráficos 2 y 3). Esta circunstancia ha provocado que los exportadores extranjeros no aceptaran pagos en RMB y, al mismo tiempo, ha incentivado a los importadores extranjeros a pagar en dicha moneda.

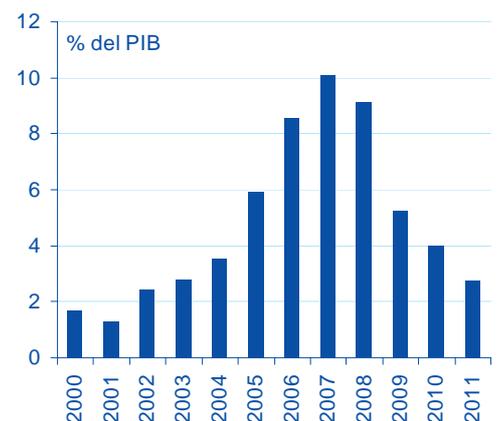
Una segunda tendencia es la ampliación de la distribución geográfica de las liquidaciones comerciales en RMB (Gráfico 4). En concreto, el porcentaje acumulado de liquidaciones comerciales transfronterizas en RMB con empresas fuera de Hong Kong pasó de situarse aproximadamente en el 25% a finales de 2010 a situarse en torno al 36% a finales de 2011, lo que implica que poco a poco el RMB se va aceptando cada vez más como moneda de facturación.

Gráfico 1  
**El crecimiento de las liquidaciones comerciales en RMB se ha desacelerado**



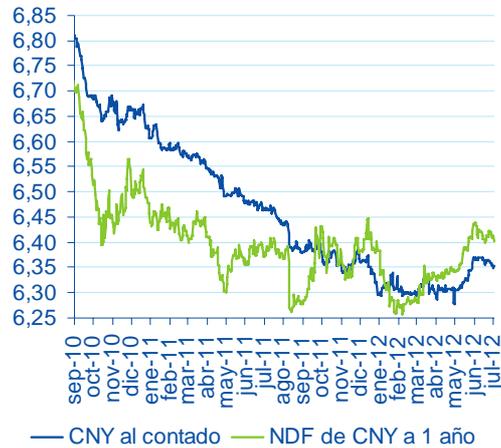
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 2  
**El superávit por cuenta corriente de China se ha reducido**



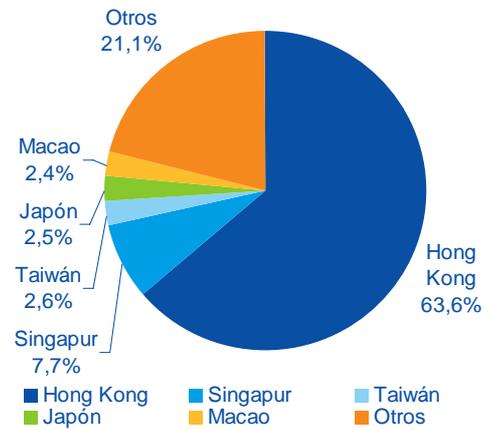
Fuentes: CEIC y BBVA Research

Gráfico 3  
**Las expectativas de apreciación han disminuido**



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4  
**Distribución geográfica de las transacciones liquidadas en RMB (a finales de enero de 2012)**



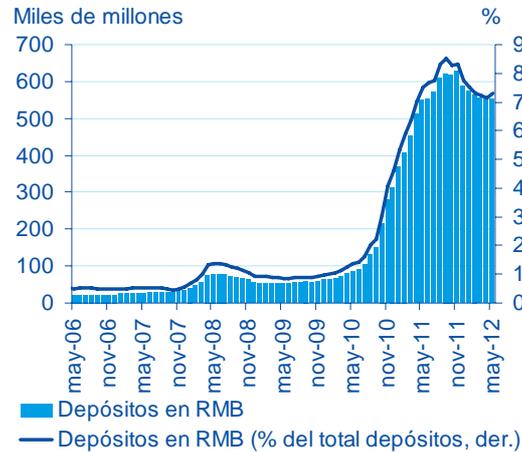
Fuentes: BPDc y BBVA Research

## Las operaciones en RMB off-shore siguen en expansión

A pesar de que el crecimiento de las liquidaciones comerciales en RMB se ha moderado, las operaciones en RMB off-shore siguen en expansión debido a que las oportunidades de inversión en RMB son cada vez más atractivas. Como principal centro de RMB off-shore, Hong Kong se ha beneficiado en especial de este negocio. Pero al mismo tiempo, el mercado off-shore ha crecido en varios centros financieros, incluidos, entre otros, Singapur, Londres y Tokio, cada uno de los cuales podría desarrollar sus sectores y nichos de mercado específicos (véase más abajo).

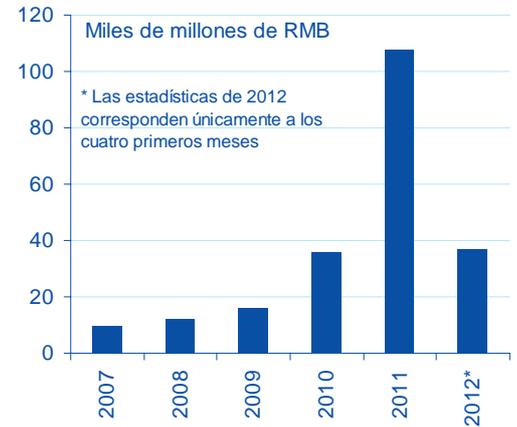
El creciente caudal de liquidez del RMB off-shore ha incentivado el crecimiento del mercado del "CNH" off-shore, además de impulsar el tradicional mercado del CNY en territorio nacional. El principal motor de crecimiento del mercado fue el aumento de los depósitos de RMB en Hong Kong, pues antes de caer en los últimos meses debido a que las expectativas de apreciación son más bajas, se alcanzó el nivel máximo de 627.000 millones de RMB en noviembre de 2011, lo que equivale aproximadamente al 10% del total de los depósitos de Hong Kong (Gráfico 5). Hasta la fecha, el mercado del CNH engloba una serie de productos financieros que incluyen las divisas al contado, los futuros entregables, los swap, los depósitos y los certificados de depósito, así como los bonos y otros productos estructurados.

Gráfico 5  
**Hong Kong: Los depósitos en RMB subieron hasta la mitad de 2011 y desde entonces bajan**



Fuentes: CEIC y SEE del BBVA

Gráfico 6  
**Emisiones de bonos Dim Sum**

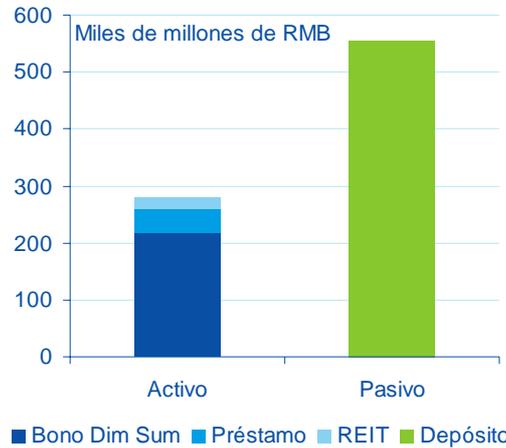


Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

A pesar de la reciente caída de los depósitos en RMB de Hong Kong, el mercado de bonos en RMB off-shore (el llamado mercado “Dim Sum”) ha seguido prosperando, especialmente después de que las autoridades pusieran en marcha iniciativas que permiten una mayor regularidad en la entrada de fondos en RMB como inversión extranjera directa en China continental. Como ejemplo de la creciente popularidad de los instrumentos, varios bonos Dim Sum y pagarés denominados en RMB cotizan ahora en el mercado de valores de Luxemburgo. En 2011, el importe total de emisiones de bonos Dim Sum alcanzó 108.000 millones de RMB, el triple de la cifra registrada el año anterior. Al mismo tiempo, se ha diversificado la composición de los emisores de bonos Dim Sum (Gráfico 6). Sin embargo, en fechas más recientes, la nueva emisión se ha desacelerado debido a las menores expectativas de apreciación, junto con el deterioro del entorno mundial y el aumento de la aversión al riesgo.

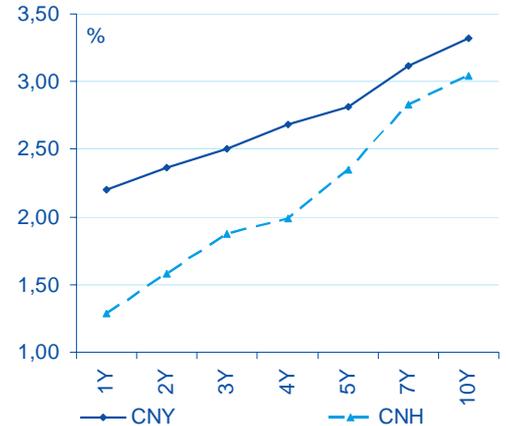
Además de los bonos, también han crecido otras formas de activos denominados en RMB y disponibles en Hong Kong (Gráfico 7). En abril de 2011, en el mercado de valores de Hong Kong se produjo la primera salida a bolsa con acciones emitidas en RMB (la llevó a cabo la REIT o sociedad de inversión inmobiliaria Hui Xian, con un valor de 10.500 millones de RMB). Sin embargo, la demanda de la nueva emisión fue decepcionante y el mercado sigue siendo muy pequeño. El crecimiento del mercado de créditos en RMB off-shore tiene mayor importancia. Según la AMHK, los créditos en RMB off-shore de Hong Kong se incrementaron hasta llegar a 42.000 millones de RMB en el 1T 2012 en comparación con los 2.000 millones de RMB registrados a finales de 2010. La mayoría de los fondos recaudados en el mercado de créditos off-shore se reciben como inversión extranjera directa en China continental. Como el mercado de Hong Kong todavía ofrece ventajas en los costes de financiación en RMB (Gráfico 8), el mercado de créditos aún tiene potencial de crecimiento.

Gráfico 7  
Valores en RMB off-shore



Fuentes: CEIC y SEE del BBVA

Gráfico 8  
La curva de tipos del mercado off-shore está por debajo de la de China continental



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

## Aumenta la competencia entre los principales centros financieros por las operaciones en RMB

Las operaciones en RMB off-shore han llamado la atención de diversos centros financieros aparte de Hong Kong. A pesar de las ventajas que tiene Hong Kong (como el alto porcentaje de comercio que pasa por sus fronteras, la integración económica con China y las iniciativas políticas de las autoridades chinas para promover su sistema financiero como principal centro de comercio de RMB off-shore), otros centros financieros compiten por la cuota de mercado, en especial Londres y Singapur, e incluso Taipei. Por ahora, como alternativa a Hong Kong, Londres cuenta con una ventaja relativa debido a que desempeña un papel fundamental como centro de actividad monetaria; entre otras cosas, Londres tiene la ventaja de su zona horaria, que le permite atender las liquidaciones y la demanda comercial de Europa y América. A finales de 2011, los depósitos en RMB de Londres ascendían a 36.000 millones de RMB, aunque esta cifra aún está muy por debajo de la de Hong Kong. Singapur también tiene potencial para aumentar sus operaciones en RMB debido a la proximidad con otros países miembros de ASEAN y a la solidez de su infraestructura financiera. Por último, Taiwán está bien posicionada para desarrollar un mercado de RMB off-shore y dar servicio a su gran demanda local. (Véase nuestro documento de trabajo [La internacionalización del RMB: ¿Cuáles son las ventajas para Taiwán?](#)). Los lazos económicos con China, incluidos el comercio y la inversión extranjera directa (que se han fortalecido con el Acuerdo Marco de Cooperación Económica vigente desde 2010), hacen de Taiwán un candidato natural para expandir las operaciones en RMB.

Dado que varios centros financieros compiten ahora para destacarse como centro de RMB off-shore, se plantea la cuestión de qué clase de relación desarrollarán entre ellos. Cabe esperar que Hong Kong mantenga su ventaja sobre otros competidores debido a la proximidad y la relación especial que tiene con China continental. Además, Hong Kong tiene la ventaja de ser el "pionero" dado el desarrollo de su mercado de RMB off-shore y la profundidad de mercado y la estructura financiera que eso conlleva. Lejos de perder terreno frente a los competidores, creemos que lo más probable es que Hong Kong se desarrolle como "el centro de los centros de RMB off-shore", de modo que actuaría como una especie de participante "mayorista" ofreciendo productos y servicios a otros centros de operaciones en RMB, que a su vez proporcionarían servicios a sus clientes locales.

Dicho esto, el resto de los centros de RMB off-shore serían fuertes competidores de Hong Kong, pues establecerían sus propias ventajas y competirían en nichos de mercado específicos. Singapur, por ejemplo, anunció recientemente sus planes de cotizar, cambiar, compensar y liquidar valores denominados en RMB. En concreto, la bolsa de Singapur (SGX) daría a los emisores la opción de ofrecer las transacciones comerciales en 'dos monedas' para que los inversores puedan convertir dichos valores en RMB o en dólares de Singapur. También se prevé que el SGX será el primer mercado de valores del mundo que ofrezca la compensación de futuros OTC en divisas para el RMB.

## El RMB gana poco a poco aceptación internacional

El RMB también ha hecho progresos para convertirse con el tiempo en moneda de reserva, aunque el proceso será largo. Varios bancos centrales han expresado recientemente su interés por el RMB para diversificar sus reservas de divisas. A este respecto, varios de ellos, incluidos los de Hong Kong, Japón, Corea del Sur y Malasia trataron de invertir en el mercado de bonos interno de China. Al mismo tiempo, se han iniciado debates sobre la posibilidad de incluir el RMB en la cesta de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI. Aunque la inclusión del RMB en el DEG está aún lejana, pues, entre otras cosas, para ser apto el RMB tendría que ser totalmente convertible, los debates en sí mismos son prueba de la creciente aceptación de la divisa en el mundo financiero internacional.

Otro indicio de que la utilización del RMB ha aumentado es que las autoridades taiwanesas anunciaron a principios de julio que ahora las empresas nacionales pueden emitir bonos en RMB en los mercados extranjeros directamente, en vez de hacerlo a través de sus filiales off-shore.

## La internacionalización del RMB es un proceso de carácter político

En contraste con el desarrollo de otras monedas de reserva del mundo, que evolucionaron como parte de un proceso impulsado por los mercados, la internacionalización del RMB sigue siendo un proceso muy condicionado por la política. Esto se debe principalmente a la falta de convertibilidad plena del RMB.

Además de ampliar el ámbito nacional del programa piloto de liquidación comercial original, las iniciativas de las autoridades pretenden facilitar la repatriación de los fondos off-shore a China continental con el fin de mejorar el atractivo de la tenencia de RMB. Las autoridades también están mejorando la capacidad institucional de internacionalización del RMB mediante acuerdos de swap de divisas bilaterales con un número de países cada vez mayor, y se están haciendo progresos en el cambio directo del RMB con otras monedas.

En lo que respecta a mejorar el atractivo del RMB off-shore, las autoridades han facilitado cada vez más los flujos entre el mercado intraterritorial y el mercado off-shore al relajar las restricciones de la cuenta de capital. Estas iniciativas incluyen: i) permiso para la IED y la IED saliente en RMB (marzo 2012), ii) lanzamiento y ampliación de un "programa RQFII" que permite hacer inversiones en RMB en los mercados de valores de China, y iii) apertura del mercado interbancario nacional de bonos a determinadas instituciones inversoras extranjeras incluidos varios bancos centrales. Aunque la mayoría de estas iniciativas todavía están sujetas a limitaciones y cuotas, han contribuido a mejorar la liquidez del mercado de RMB off-shore y han ampliado el uso en inversiones del RMB off-shore (Tabla 1).

El gobierno de China también ha tratado de establecer una base institucional para la internacionalización del RMB mediante la firma de acuerdos de swap de divisas bilaterales con sus socios comerciales, con un total de 17 acuerdos en la actualidad (Tabla 2). Desde comienzos de 2011, China ha firmado ese tipo de acuerdos con 9 países por un valor de 355.700 millones de RMB (unos 56.000 millones de dólares estadounidenses). Además, China ha renovado y ampliado sus acuerdos de swap con Hong Kong y Corea del Sur hasta un total de 400.000 millones de RMB y 360.000 millones de RMB respectivamente. (El BPdC ha

reconocido que se han utilizado algunas de las líneas de swap, aunque no ha revelado ninguna cifra).

Por último, cabe señalar que la creciente capacidad de cambiar el RMB directamente con otras monedas ha facilitado el uso del RMB en los flujos comerciales bilaterales. Este hecho, más que abrir nuevos canales para la liquidación comercial en RMB por sí mismo, ha influido al reducir las comisiones y los diferenciales, y por tanto, se ha reducido el coste de las transacciones en RMB. En 2011 se establecieron varias regiones piloto donde se permite el comercio de divisas directo entre el RMB y otras monedas (Tabla 3). Es significativo que China y Japón hayan llegado a un acuerdo para lanzar el cambio directo del RMB y el yen, pues se prevé que dicho acuerdo, que entró en vigor en junio de 2012, aumente el uso del RMB en el comercio bilateral entre ambos países.

Naturalmente, el desarrollo de las operaciones en RMB off-shore está sujeto a la normativa financiera de las autoridades de Hong Kong. A este respecto, en lo que va de año se han adoptado una serie de medidas para reducir las restricciones y facilitar el crecimiento del mercado:

- *Límites de posiciones abiertas netas (NOP)*: el NOP aumentó del 10% al 20% en enero de 2012, y luego se hizo más flexible en mayo. (El NOP establece límites sobre la diferencia entre los activos y pasivos en RMB en balance). La nueva flexibilidad permite a los bancos establecer sus propios límites NOP internos para el RMB por encima del 20% en consulta con la AMHK, según sea “apropiado para la escala y la naturaleza de sus actividades.”
- *Límites de liquidez en RMB (límite de gestión del riesgo en RMB)*: en junio de 2012, el “límite de liquidez en RMB” se sustituyó por una “ratio de liquidez en RMB” más flexible del 25% calculada sobre la misma base que la ratio de liquidez obligatoria, lo que amplía el rango de activos admisibles para cubrir los requisitos de liquidez. Anteriormente, a los bancos se les requería que tuvieran al menos el 25% de sus depósitos en RMB en efectivo (en su balanza por cuenta corriente de liquidación con el banco de compensación en RMB).
- *Facilidad de liquidez en RMB*: en junio de 2012 la AMHK introdujo una línea de liquidez en RMB para los bancos basándose en el acuerdo de swap con el BPdC. El objetivo de esta línea es reducir los posibles déficits de liquidez en RMB a corto plazo para “apoyar la continuada profundización del mercado de capitales en RMB de Hong Kong y fortalecer el papel que desempeña Hong Kong como centro mundial de operaciones en RMB off-shore”. Gracias a esta facilidad, los bancos pueden pedir préstamos de una semana en RMB a la AMHK sobre avales aceptables.

## Sin embargo, la internacionalización del RMB se ha encontrado con dificultades

Después de un despegue estelar en los últimos dos años, el desarrollo del mercado de RMB off-shore y la internacionalización del RMB se han encontrado con dificultades. Como se ha observado más arriba, la prueba más evidente es la caída que han experimentado los depósitos en RMB de Hong Kong en los últimos 5-6 meses.

Hay diversos factores que pueden explicar la caída, todos ellos relacionados con las menores expectativas de apreciación de la moneda. En primer lugar, al estar más equilibrados los flujos comerciales relacionados con el RMB se ha moderado el ritmo del flujo de salida del RMB hacia el mercado off-shore. Las últimas estadísticas muestran que la ratio del valor comercial de las exportaciones en RMB en relación con el de las importaciones cayó a 1:1,7 en 2011 desde el nivel de 1:5,5 de 2010. Así pues, estimamos que en 2011 se produjo un flujo de salida de 540.000 millones de RMB hacia el mercado off-shore a través del canal de liquidación comercial, lo que representa un aumento del 13% con respecto al año anterior, aunque el valor total de las transacciones comerciales liquidadas en RMB se triplicó durante el mismo periodo.

En segundo lugar, es posible que al haber surgido otros centros de RMB los depósitos de Hong Kong se hayan desviado. Como hemos dicho anteriormente, los depósitos acumulados de Londres ascendían a 37.000 millones de RMB a finales de 2011. Además, se han desarrollado otros instrumentos de inversión en RMB, incluida la primera emisión de bonos Dim Sum que tuvo lugar en Londres el año pasado.

En tercer lugar, la moderación gradual de las restricciones de la cuenta de capital permite que el RMB off-shore vuelva a China continental con mayor facilidad. Algunos de estos canales son exclusivos para Hong Kong, como el RQFII.

Esos canales han dado lugar a que los bancos de Hong Kong compitan por la liquidez en RMB, con el resultado una rentabilidad más elevada en los instrumentos de depósito en RMB, aunque todavía está por debajo de la que ofrecen los tipos de interés intraterritoriales. Para aliviar esas presiones, la AMHK ha puesto en marcha medidas que permiten a los bancos utilizar su línea de swap de divisas, de modo que el BPdC actúa como prestamista de último recurso en el mercado de RMB off-shore.

## Medidas para avanzar en la internacionalización del RMB en un clima de dificultades

Las menores expectativas de apreciación del RMB plantean nuevos retos a la internacionalización de la moneda, por lo que las iniciativas políticas de las autoridades adquieren más importancia para mantener el impulso de internacionalización del RMB. Las siguientes medidas podrían ser útiles:

- *Trato preferente para el uso del RMB como moneda de facturación en las transacciones comerciales transfronterizas y para su uso en la inversión.* Por ejemplo, determinadas importaciones denominadas en RMB podrían tener un trato fiscal favorable. También sería útil establecer procedimientos para simplificar la liquidación comercial en RMB e integrar mecanismos de compensación en RMB.
- *Cambio directo del RMB con otras divisas, en especial con los socios comerciales de ASEAN, Corea del Sur y Taiwán.* De ese modo, al reducir los costes de conversión de las divisas, se ampliaría el mercado. Las autoridades también podrían establecer más líneas de swap de divisas bilaterales para garantizar suficiente liquidez en RMB en los mercados cambiarios con cambio directo.
- *Seguir desarrollando el mercado de RMB en Hong Kong e incrementar el volumen de liquidez del RMB off-shore.* En este sentido, con el tiempo las autoridades pueden incrementar el límite de conversión diaria de RMB para los individuos, así como otros límites y cuotas que afectan al RMB. Sin embargo, es posible que dado el entorno actual de menores expectativas de apreciación y caída de los depósitos en RMB, ahora no sea el mejor momento para aumentar los límites de conversión, pues podría acelerarse la salida de depósitos en RMB.
- *Ampliar los canales de inversión en RMB.* Facilitar el flujo de RMB a China continental sigue siendo un elemento clave para mejorar el atractivo de tener RMB off-shore. Las autoridades podrían tener que relajar parte de las restricciones de la cuenta de capital, así como incrementar las cuotas actuales impuestas en algunos programas piloto importantes. Por ejemplo, podría incrementarse la cuota de RQFII y dar permiso a más empresas intraterritoriales de China para emitir bonos Dim Sum en el mercado off-shore.
- *Ampliar las posibilidades de inversión saliente en RMB desde China.* Las autoridades podrían introducir un programa "RQDII" que permita a inversores institucionales cualificados de China invertir fuera del territorio nacional utilizando fondos en RMB, con activos en RMB o en otra moneda. En cualquiera de los casos, con esa medida se incrementaría el volumen de liquidez del RMB off-shore.

Tabla 1. Iniciativas políticas para avanzar en la internacionalización del RMB

Fecha	Iniciativas políticas
Enero 2011	El BPdC publicó las "Medidas administrativas del programa piloto de liquidación en RMB de la inversión extranjera directa saliente (IEDS)", que sirven de guía a las instituciones financieras para llevar a cabo liquidaciones transfronterizas de IEDS en RMB.
Abril 2011	Hui Xian, una sociedad de inversión inmobiliaria (REIT por sus siglas en inglés) recaudó 10.480 millones de RMB y se convirtió en la primera OPV en RMB fuera de China continental.
Julio 2011	El grupo CME anunció el lanzamiento de nuevos contratos de futuros en RMB al tipo de cambio fijo diario de referencia del BPdC. Asimismo, el grupo CME anunció que permitiría a los inversores utilizar RMB como aval para la negociación de futuros a partir de 2012.
Agosto 2011	El viceprimer ministro chino, Li Keqiang, hizo una visita a Hong Kong y anunció diversas medidas para mejorar el papel de la ciudad como centro de RMB off-shore. Las nuevas medidas incluyen la ampliación del programa piloto de liquidación comercial en RMB a escala nacional para determinadas empresas, permiten a los inversores extranjeros comprar valores en China continental bajo el programa RQFII y dan apoyo a la IED al permitir que los RMB obtenidos legalmente en el extranjero vuelvan a China continental.
Octubre 2011	También se promulgaron medidas que permiten que los fondos en RMB legítimamente recaudados en el extranjero puedan utilizarse para hacer inversiones extranjeras directas en China continental. Estas medidas, que tienen algunas limitaciones, tienen como objetivo fomentar la utilización del RMB en el comercio y la inversión transfronterizas.
Diciembre 2011	También se aprobaron otras medidas que permiten a los inversores extranjeros cualificados en RMB (RQFII) pertenecientes a agencias de gestión de fondos y de valores invertir en valores nacionales dentro de una determinada cuota.
Marzo 2012	El programa piloto de liquidación comercial en RMB también se amplió a todas las empresas importadoras y exportadoras.
	Se puso en marcha un programa piloto que permite a los bancos centrales extranjeros, así como a los bancos de compensación y a los bancos de liquidación de Hong Kong y Macao invertir RMB off-shore en el mercado interbancario de bonos del territorio nacional, lo que facilita el mecanismo de repatriación del yuan.
Abril 2012	Las cuotas de inversión del programa RQFII se incrementaron en 50.000 millones de RMB. A las instituciones cualificadas se les permitió utilizar la cuota para emitir productos de fondos cotizados, de acciones tipo A en RMB que cotizan en la bolsa de HK.
Junio 2012	La AMHK presentó un programa para los bancos mediante el cual pueden utilizar la línea de crédito swap con el BPdC si necesitan liquidez en RMB. Además, la AMHK flexibilizó la normativa sobre los límites de liquidez en RMB para los bancos.
Julio 2012	Las autoridades de China se comprometieron a incorporar nuevas iniciativas para animar a terceros a utilizar el RMB en inversiones y liquidaciones comerciales a través de Hong Kong. Además, afirmaron que a partir de ahora se dará un trato preferente a la inversión de RMB off-shore a largo plazo en el mercado de capitales interno, aunque aún no se han dado a conocer los detalles relevantes.

**Tabla 2. Acuerdos de swap de divisas bilaterales entre China y sus socios comerciales**

	Tamaño total	Entrada en vigor	Fecha de vencimiento
China-Corea	180.000 millones de RMB/38 billones de won	Dic-08	Dic-11
renovado	360.000 millones de RMB/64 billones de won	Oct-12	Oct-12
China-Hong Kong	200.000 millones de RMB/227.000 millones de HKD	Ene-09	Ene-12
renovado	4.000 millones de RMB/490.000 millones de HKD	Nov-12	Nov-12
China-Malasia	80.000 millones de RMB/40.000 millones de MYR	Feb-12	Feb-12
renovado	180.000 millones de RMB/90.000 millones de MYR	Feb-12	Feb-12
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 rupias	Mar-12	Mar-12
China-Argentina	70.000 millones de RMB/cantidad equivalente en pesos	Mar-12	Mar-12
China-Islandia	3.500 millones de RMB/66.000 millones de ISK	Jun-12	Jun-12
China-Singapur	150.000 millones de RMB/30.000 millones de SGD	Jul-12	Jul-12
China-Nueva Zelanda	25.000 millones de RMB	Abr-11	Abr-14
China-Uzbekistán	700 millones de RMB	Abr-11	Abr-14
Mongolia	5.000 millones de RMB	May-12	May-12
ampliado	10.000 millones de RMB	Mar-12	May-12
Kazajistán	7.000 millones de RMB	Jun-12	Jun-12
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
EAU	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-12
Australia	200.000 millones de RMB/30.000 millones de AUD	Mar-12	Mar-12

**Tabla 3 Cambio de divisas directo entre China y otros países**

Fecha	Provincia	País	Divisa	Detalles
Jun-11	Yunnan	Laos	Kip de Laos (LAK)	El banco Fudian de Kunming, capital de la provincia de Yunnan, facilitó el cambio directo entre el RMB y el LAK.
Jun-11	Xinjiang	Kazajistán	Tenge de Kazajistán (KZT)	El BdC de la provincia de Xinjiang facilitó el cambio directo entre el RMB y el KZT.
Jun-11	Guangxi	Vietnam	Dong vietnamita (VND)	El ICBC de Nanning estableció un centro de liquidación y compensación en RMB entre China y los países miembros de ASEAN, con un programa piloto para el cambio directo entre el RMB y el VND.
Jul-11	Shandong	Corea	Won coreano (KRW)	Una selección de bancos facilitaron el cambio directo entre el RMB y el KRW a los clientes de Qingdao que cumplieran los requisitos.
Dic-11	Yunnan	Tailandia	Baht tailandés (THB)	Una selección de bancos de la provincia de Yunnan comenzaron a ofrecer cambio entre el RMB y el THB en el mercado interbancario después de que China y Tailandia firmaran un acuerdo de swap de divisas. También se facilitó el cambio directo entre las dos monedas.
Jun-12	En todo el país	Japón	Yen japonés (JPY)	China y Japón anunciaron el inicio de la cotización directa del RMB y el JPY en Shanghái y Tokio a partir de junio de 2012. Así, el JPY se convertirá en la segunda de las monedas principales (después del USD) en tener un tipo de cambio directo frente al yuan en el mercado intraterritorial de China.

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, 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 emisión 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 tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar 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 o 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. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, 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 u otra entidad del Grupo BBVA 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 del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse 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 relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

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 sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.