

¿Reinará el renminbi?

Eswar Prasad y Lei Ye

La moneda china está adquiriendo más importancia a escala mundial, pero es poco probable que destrone al dólar en el futuro cercano

LA ECONOMÍA china ya es la segunda en el mundo y es uno de los motores cruciales del crecimiento mundial. Representa entre el 10% y el 15% del PIB mundial (según cómo se mida), y en 2011 aportó aproximadamente una cuarta parte del crecimiento del PIB mundial. Pero de las monedas de las seis mayores economías, el renminbi chino es la única que no se cotiza ni se acepta con facilidad en todo el mundo; es decir, no es una moneda fuerte.

Últimamente el gobierno chino ha tomado medidas para promover el uso internacional del renminbi, pero sin abrir su economía al libre flujo de capitales y sin flexibilizar el tipo de cambio. Sin embargo, el gran tamaño de la economía china y su creciente aporte al producto y al comercio mundial hacen pensar que con esas medidas el renminbi adquirirá más preponderancia en las finanzas y el comercio internacional. Pero una pregunta clave es si el renminbi alcanzará la misma preponderancia mundial que la economía china, o quizá la del dólar.

La respuesta depende de tres conceptos individuales pero interrelacionados sobre la moneda:

- **Internacionalización:** Su uso como unidad de denominación y pago de transacciones comerciales y financieras transfronterizas, es decir, como medio de cambio internacional.
- **Convertibilidad de la cuenta de capital:** El grado en que un país restringe la

entrada y salida de capital financiero; una cuenta de capital completamente abierta no tiene restricciones.

- **Moneda de reserva:** Es decir, si los bancos centrales acumulan la moneda como protección contra crisis de balanza de pagos.

La moneda de un país puede ser de uso internacional aun si la cuenta de capital del país no está completamente abierta, y su uso internacional puede ser escaso o nulo aun si los capitales fluyen libremente. Pero el uso internacional y la apertura de la cuenta de capital son requisitos para la aceptación de la moneda como moneda internacional de reserva.

Aquí se evalúan el estado actual y las perspectivas del renminbi en cada una de estas dimensiones, considerando el equilibrio y la sostenibilidad del desarrollo económico de China y sus implicaciones para el sistema monetario mundial.

Convertirse en moneda de reserva

El tamaño y las perspectivas de crecimiento de China obligan a pensar en que el renminbi a la larga se convertirá en moneda de reserva. La probabilidad y el plazo de esa transición dependen de los atributos típicos de una moneda de reserva y del avance de China en cada una de las tres dimensiones. El que una moneda sea de reserva suele depender de los siguientes factores:

- **Tamaño de la economía:** El PIB del país y su participación en el comercio y las finanzas mundiales son factores importantes, pero no cruciales.
- **Políticas macroeconómicas:** Quienes inviertan en los activos soberanos de un país deben confiar en la solidez de las políticas económicas, y en especial en el compromiso de mantener una inflación baja y una deuda pública sostenible, para evitar la desvalorización de la moneda.
- **Tipo de cambio flexible:** Las monedas de reserva suelen cotizarse libremente y el mercado determina su valor externo, aunque esto no descarta por completo la posible intervención del banco central en el mercado de divisas. Una cuenta de capital abierta no es lo mismo que libre flotación.
- **Cuenta de capital abierta:** Las reservas deben ser una forma de pago aceptable para



los socios comerciales y financieros de un país, y para eso es necesario que la moneda se negocie fácilmente en los mercados financieros mundiales. Esto es difícil si un país restringe los flujos de capital y si sus mercados cambiarios están poco desarrollados y bajo control directo del gobierno.

- **Desarrollo del mercado financiero:** Los mercados financieros del país, en especial los de bonos públicos, deben ser profundos y líquidos, con muchos compradores y vendedores que proporcionen activos “seguros” a los inversionistas y bancos centrales de otros países. El volumen de negocios en los mercados de bonos también es importante, y es un indicador de la liquidez.

No hay una regla firme que indique cuales de estos factores son importantes o incluso esenciales. Por ejemplo, el franco suizo es una moneda mundial de reserva pese a lo poco que Suiza aporta al PIB y al comercio mundial. Además, las principales economías emisoras de monedas de reserva —Japón, Estados Unidos y la zona del euro, por ejemplo— tienen deudas públicas grandes y crecientes que hacen dudar sobre su estabilidad macroeconómica, pero que hasta ahora no han afectado la situación de sus monedas. Basándose en la experiencia de Estados Unidos, algunos analistas deducen que la cuenta corriente de China deberá registrar déficits enormes para que el país pueda ofrecer activos de reserva al resto del mundo. Pero eso no sucede. El yen japonés y el franco suizo son monedas de reserva pese a los permanentes superávits en cuenta corriente de los emisores.

Cómo encaja el renminbi

China ahora representa un 10% del comercio mundial de bienes, frente a 4% hace 10 años, y mantiene numerosos vínculos comerciales con otras economías. Es discutible si la política fiscal y monetaria de China ancla las expectativas de inflación a largo plazo y fomenta la estabilidad macroeconómica. La deuda pública explícita y el déficit presupuestario público de China son moderados en comparación con los de las principales economías emisoras de monedas de reserva. Y pese al régimen cambiario estrictamente dirigido, que ha comprometido la independencia de la política monetaria, la tasa de inflación de China ha sido relativamente estable en los últimos años.

En lo que respecta a la cuenta de capital de China, los controles siguen siendo considerables, pero están eliminándose selectiva y cuidadosamente. Como resultado, las entradas brutas aumentaron drásticamente en los últimos 10 años, gracias a las ventajas de China como destino para la inversión extranjera. Las salidas distintas de reservas internacionales, incluidas las inversiones en el extranjero de empresas e inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, también han aumentado mucho, pero a partir de un nivel más bajo. Es decir, la cuenta de capital de China se está abriendo, pero aún es más cerrada que las de las economías emisoras de monedas de reserva, como Estados Unidos, Japón, el Reino Unido, Suiza y la zona del euro.

El grado de desarrollo del mercado financiero del país es un determinante crucial del estatus internacional de la moneda. Históricamente, cada moneda de reserva debe su importancia a diferentes circunstancias y motivaciones, pero una constante es la presencia de mercados financieros sólidos. Los siguientes son aspectos destacados del desarrollo de los mercados financieros:

- **Amplitud:** La disponibilidad de diversos instrumentos financieros, incluidos los mercados de cobertura de riesgos.
- **Profundidad:** Un gran volumen de instrumentos financieros en mercados específicos.
- **Liquidez:** Un alto volumen de negocios.

Sin un mercado de deuda suficientemente grande, el renminbi no puede usarse de forma creíble en transacciones internacionales. Si los mercados de deuda denominada en renminbi no gozan de suficiente liquidez, la moneda no será atractiva para las empresas extranjeras. La mayor volatilidad del tipo de cambio debida a la apertura de la cuenta de capital puede ser motivo de preocupación para los importadores y exportadores que no tienen acceso a la protección cambiaria de los mercados de derivados.

En China, los bancos siguen dominando el sistema financiero, y el gobierno controla directamente la mayor parte del sistema bancario. El volumen total del crédito bancario interno supera el volumen combinado de los mercados de acciones y bonos. El tamaño y la estructura del sistema bancario, que protegen las utilidades de los bancos al limitar la competencia, junto con las barreras regulatorias, han reprimido el desarrollo del mercado financiero.

Los mercados de deuda en China son de mucho menor tamaño y liquidez que los de las principales economías emisoras de monedas de reserva (gráfico 1). El mercado de deuda pública es de buen tamaño en términos absolutos, pero su volumen de negocios es bajo, mientras que el mercado de bonos empresariales es aún pequeño pero tiene un volumen de negocios relativamente alto. El panorama es similar si se analizan las proporciones de títulos de deuda internacional por moneda de emisión. Las monedas de reserva existentes dominan, y tan solo un 0,1% de la deuda internacional está denominada en renminbi.

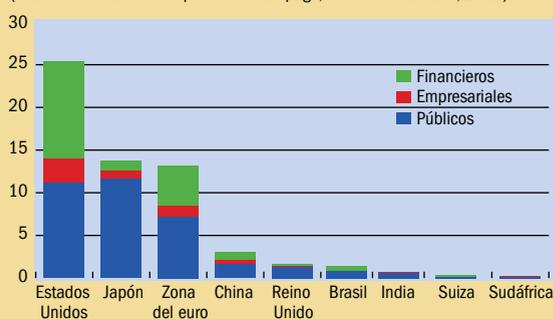
El mercado de títulos de deuda en China es pequeño en comparación con otros países, pero su crecimiento es rápido, y concuerda con el plan de convertir al renminbi en una moneda internacional

Gráfico 1

A la zaga

Los mercados de deuda chinos son mucho más pequeños y menos líquidos que los mercados de deuda de los países emisores de las principales monedas de reserva.

(títulos de deuda interna pendientes de pago, billones de dólares, 2010)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y cálculos de los autores.

Nota: El gráfico muestra el monto de deuda interna pendiente de pago por residencia y sector del emisor. Los datos de la zona del euro no incluyen los datos de Estonia.

(gráfico 2), pero la transición del renminbi a moneda de reserva probablemente se llevará a cabo en un plazo mucho más largo.

El desarrollo de los mercados de acciones en China ha sido significativo. Tras las reformas de 2005, la capitalización y la actividad del mercado se sextuplicó, y el volumen de negocios aumentó más de diez veces. Sin embargo, los mercados de acciones en China son muy volátiles y su gestión empresarial tiende a generar dudas, y por eso quizá no ayuden mucho a convertir el renminbi en moneda internacional.

El ritmo de internacionalización del renminbi depende de su uso no solo en el comercio sino también en transacciones financieras internacionales. El volumen de negocios en el mercado cambiario es un buen indicador del potencial de una moneda como medio de pago de transacciones internacionales comerciales y financieras. En 2010 el renminbi representó menos de un 1% de todas las operaciones cambiarias, pero esa cifra oculta algo: para el pago de transacciones cambiarias, China utiliza la RAE de Hong Kong, que en 2010 absorbió un 5% del volumen total de negocios del mercado cambiario. A través de la RAE de Hong Kong, el renminbi puede competir con otras monedas de mercados emergentes como posibles monedas internacionales.

La mayoría de los mercados de derivados en China aún son incipientes, pero tres de las bolsas de futuros de materias primas están entre las 20 mayores del mundo en cuanto a número de contratos y opciones negociados. Pero para promover el uso internacional de una moneda es más valioso contar con mercados de derivados financieros más diversos y líquidos.

En cierta medida, las políticas que canalizan la actividad hacia la RAE de Hong Kong están desempeñando la función que suelen desempeñar los mercados financieros internos dinámicos. Tanto el monto de depósitos en renminbi como el número de instituciones autorizadas para efectuar transacciones en renminbi en la RAE de Hong Kong se han disparado en el último año.

Las políticas para incrementar el uso internacional del renminbi en realidad han promovido la importancia mundial de la moneda evitando los riesgos que implica la liberalización de la cuenta de capital. Sin embargo, no es posible explotar todo el

potencial del uso internacional del renminbi sin promover más activamente su uso interno. A la larga, será difícil desarrollar plenamente los mercados cambiarios y de derivados si no se liberaliza sustancialmente la cuenta de capital.

En resumen, en el último decenio la amplitud, profundidad y liquidez de los mercados financieros chinos mejoraron moderadamente, pero la mejora de las dimensiones clave del desarrollo del mercado financiero fue insuficiente, y las deficiencias del sistema financiero probablemente frustrarán los esfuerzos para promover el papel del renminbi a escala internacional.

Creciente presencia internacional

Pese a una débil estructura financiera de apoyo, el renminbi está ampliando su presencia internacional (gráficos 3 y 4). La RAE de Hong Kong ha sido un importante campo de prueba de las iniciativas para promover el uso internacional del renminbi. En 2004 se permitió que los residentes de la RAE de Hong Kong abran cuentas de depósito en renminbi, y posteriormente se autorizaron los pagos comerciales transfronterizos y la emisión de bonos en renminbi.

Dado el auge del comercio chino, promover los pagos comerciales transfronterizos en renminbi es el primer paso lógico hacia la internacionalización de la moneda. Dichos pagos han aumentado notablemente desde que se iniciaron en 2009, y en 2011 representaron aproximadamente el 8% del comercio total de China en bienes y servicio. Las remesas mensuales en renminbi que recibe la RAE de Hong Kong para esos pagos ascendieron a casi US\$25.000 millones mensuales en 2011, o sea, más del doble del promedio de 2010.

La emisión de bonos denominados en renminbi (bonos dim sum) en la RAE de Hong Kong se triplicó entre 2007 y 2010 y llegó a un máximo de aproximadamente US\$10.000 millones en el segundo trimestre de 2011; de ahí en adelante la emisión disminuyó al empeorarse las condiciones del mercado mundial por el enconamiento de la crisis en Europa.

Otro indicador del uso internacional del renminbi es su presencia en las transacciones interbancarias. Esas transacciones

Gráfico 2

Ganando terreno

Los mercados de deuda chinos son pequeños en cifras absolutas, pero están creciendo con rapidez.

(títulos de deuda interna pendientes de pago, billones de dólares)



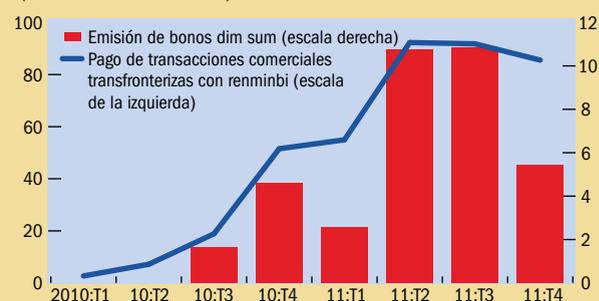
Fuente: Banco de Pagos Internacionales.
Nota: Datos hasta septiembre de 2011.

Gráfico 3

Creciente presencia internacional

En la RAE de Hong Kong, China está emitiendo bonos denominados en renminbi (bonos dim sum) y pagando transacciones comerciales con renminbi.

(miles de millones de dólares)



Fuentes: CEIC Data, Bloomberg y cálculos de los autores.

prácticamente no existieron hasta mediados de 2010, cuando se autorizó a las instituciones financieras de la RAE de Hong Kong a abrir cuentas en renminbi. Desde entonces, las transacciones han aumentado considerablemente en volumen y valor, y superaron los US\$500.000 millones en agosto de 2011.

La apertura y rápida expansión de varios frentes del mercado internacional del renminbi aún son de escala moderada, pero presagian una fuerte presencia de la moneda en las transacciones comerciales y financieras en Asia. No obstante, hay quienes piensan que la emisión de bonos dim sum y los pagos transfronterizos en renminbi aún son de alcance limitado, y que la actividad se concentra en empresas de China continental y sus filiales en la RAE de Hong Kong. Esto en parte puede deberse a intentos por eludir los controles de capital. Es decir, incluso la influencia del uso internacional del renminbi no se ha desarrollado completamente.

Por otro lado, el banco central de China está creando y ampliando líneas bilaterales de swap de moneda local con otros bancos centrales para fomentar el uso del renminbi en las transacciones internacionales comerciales y financieras. Las líneas son por montos pequeños, pero denotan los esfuerzos por familiarizar a los bancos centrales de otros países con instrumentos y servicios financieros denominados en renminbi.

El renminbi también ha empezado a aparecer en las reservas internacionales de algunos bancos centrales. Malasia y Nigeria declararon reservas en renminbi por primera vez en 2011, y un 0,3% de los activos de la cartera de inversión del Banco Central de Chile está denominado en renminbi. Otros bancos centrales están considerando incluir en sus reservas activos en renminbi. Estas tenencias no son reservas oficiales dada la falta de convertibilidad del renminbi, pero eso no parece haber impedido que estos bancos vean en los activos denominados renminbi un seguro contra las presiones de balanza de pagos similar al de otras monedas de reserva.

Estos hechos son modestos, pero simbolizan el cambio de percepción con respecto a la estabilidad del renminbi y su futuro papel en el sistema monetario internacional.

Ganarle al dólar

¿Destronará el renminbi al dólar de EE.UU. como principal moneda de reserva mundial? Tal vez, pero para eso falta mucho. Es más probable que en el próximo decenio el renminbi se convierta en una moneda de reserva que tan solo erosione el dominio del dólar.

Unos dos tercios de las reservas mundiales de divisas son instrumentos financieros denominados en dólares de EE.UU. La proporción del dólar en el volumen de operaciones del mercado cambiario y en los pasivos internacionales en divisas de los bancos no estadounidenses confirman el dominio de esa moneda en las finanzas mundiales. Pero la creciente preocupación acerca de la estabilidad macroeconómica de Estados Unidos podría restar atractivo al dólar. Si bien la Reserva Federal tiene una credibilidad muy bien ganada en todo el mundo gracias a su lucha contra la inflación, la creciente deuda pública representa una preocupación grave. La deuda bruta del gobierno general de Estados Unidos equivale a aproximadamente el 90% del PIB, y el FMI pronostica que para 2016 podría ascender al 110% del PIB, o casi US\$21 billones. Este es un terreno peligroso para la mayor economía del mundo, pero paradójicamente —dadas las debilidades de Japón y la zona del euro y la demanda de activos “seguros” por parte de las economías emergentes que siguen acumulando reservas internacionales— la deuda creciente de Estados Unidos podría afianzar el dominio del dólar en el sistema financiero mundial.

Por otro lado, sigue habiendo una brecha entre China y Estados Unidos en cuanto a la disponibilidad de activos seguros y líquidos, como los bonos públicos. La profundidad, amplitud y liquidez de los mercados financieros de Estados Unidos no tienen par. En lugar de acercarse a Estados Unidos mediante la acumulación de deuda, el desafío para China consiste en desarrollar otros mercados financieros y ampliar la disponibilidad de activos de alta calidad denominados en renminbi.

La importancia del renminbi en el comercio y las finanzas internacionales sigue creciendo, pero aun así es poco probable que el renminbi se convierta en una moneda de reserva prominente —y menos probable aún que amenace el dominio del dólar—, salvo que China dote al renminbi de libre convertibilidad y liberalice su cuenta de capital. El desafío para el gobierno chino está en respaldar sus modestas medidas internacionales con importantes reformas internas. Las perspectivas del renminbi como moneda mundial y la trayectoria del crecimiento de China dependerán de las decisiones que se tomen con respecto a un conjunto más amplio de políticas, sobre todo en lo que se refiere a desarrollo del mercado financiero, flexibilidad cambiaria y liberalización de la cuenta de capital. ■

Eswar Prasad es profesor titular de la cátedra Tolani de Política Comercial de la Universidad de Cornell, y titular de la cátedra New Century de Economía Internacional en la Brookings Institution. Lei Ye es estudiante de posgrado en la Universidad de Cornell.

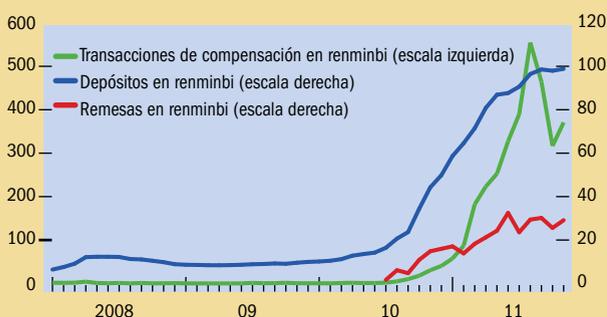
Este artículo se basa en un estudio de la Brookings Institution realizado por los autores y titulado “The Renminbi’s Role in the Global Monetary System”.

Gráfico 4

Los bancos promueven el papel del renminbi en el exterior

Los depósitos, las remesas y las transacciones de compensación internacionales denominadas en renminbi están muy por encima de los niveles registrados en 2008.

(miles de millones de dólares)



Fuentes: CEIC Data y Autoridad Monetaria de Hong Kong.