

Una zona intermedia

El renminbi chino asciende, pero no reinará



Eswar Prasad

EN noviembre de 2015, el FMI realizó un anuncio de trascendencia simbólica en los anales de las finanzas internacionales. Decidió incluir al renminbi chino en el selecto grupo de monedas de reserva mundial. El renminbi se sumaría a la selecta cesta de monedas (anteriormente conformada por el dólar de EE.UU., el euro, el yen japonés y la libra esterlina) que constituyen la unidad monetaria artificial del FMI, el derecho especial de giro (DEG). El renminbi parecía estar camino a conquistar al mundo y redefinir las finanzas mundiales.

Desde entonces hubo grandes cambios. El renminbi perdió valor en relación con el dólar, y China se enfrenta a una gran salida de capitales, que refleja en parte la pérdida de confianza en la economía y la moneda. La inclusión del renminbi en la cesta del DEG, en vigor desde octubre de 2016, no ha logrado contener esta erosión de la confianza.

El furor inicial predictivo del ascenso hegemónico inevitable del renminbi, tal vez comparable al dólar, probó ser exagerado. Pero probablemente ocurra lo mismo con las hipotéticas situaciones tremendistas que ahora predicen el desmoronamiento del valor y la importancia del renminbi en un momento en el que el capital

financiero sale de China. La realidad seguramente se encuentra en algún punto intermedio entre estos dos extremos.

En el largo plazo, el significado para el sistema financiero mundial del ascenso del renminbi depende, en gran medida, de la forma en que la economía misma de China cambie en el proceso de elevar su moneda. En realidad, la transformación de la economía nacional puede haber sido de hecho un propósito oculto detrás del fuerte impulso que China ha dado a su moneda.

El tamaño importa, pero no para todos

China tiene actualmente la segunda economía más grande del mundo (según tipos de cambio del mercado). En 2016, su PIB anual alcanzó USD 11 billones y representa el 15% del PIB mundial, precedido solamente por Estados Unidos, cuyo PIB anual es de USD 19 billones. Asimismo, China es protagonista importante del comercio internacional, con el 13% del comercio mundial de bienes. La influencia de China en la economía mundial es incluso mayor cuando se mide en relación con otras dimensiones. El país posee prácticamente el 30% de las reservas

de divisas mundiales y, a partir de la crisis financiera, ha aportado un tercio del crecimiento del PIB mundial.

A pesar del poderío económico del país, la talla internacional de su moneda, el renminbi, no se condice completamente con la de su economía. Entre las monedas de las seis economías más grandes del mundo, el renminbi está comenzando a emerger recién ahora como un factor en la economía mundial. Las otras —el dólar, el euro (utilizadas por dos de las seis economías más importantes, Alemania y Francia), el yen y la libra esterlina— tienen, en diferente grado, funciones bien establecidas en las finanzas mundiales.

Singular conjunto de estrategias

En los últimos tiempos, el gobierno chino ha tomado una serie de medidas para elevar el renminbi a la altura de este grupo de monedas selectas mediante el aumento de su uso internacional. Sin embargo, la adopción del renminbi en los mercados mundiales es limitada dado que el gobierno chino parece no estar dispuesto a aprobar un tipo de cambio totalmente determinado por el mercado y una cuenta de capital abierta que permita la libre circulación transfronteriza de capitales. Esto puede reflejar un enfoque conservador para promover el libre funcionamiento de las fuerzas del mercado, y con la prudencia que requieren los riesgos de la rápida liberalización económica.

De este modo, China ha seguido un singular conjunto de estrategias para promover el renminbi, al tiempo que gradualmente procura liberar el flujo de capitales y el tipo de cambio. A la luz del tamaño mismo de China y su participación creciente en el PIB y el comercio mundiales, las medidas del gobierno cobraron impulso rápidamente.

A mediados de la década de 2000, el gobierno comenzó a eliminar las restricciones a las entradas y salidas de capitales de manera controlada y gradual. Este proceso continuó incluso tras la crisis financiera mundial. Por ejemplo, el gobierno ha establecido diferentes sistemas para permitir a los extranjeros invertir en los mercados de valores y bonos de China. Simultáneamente, ahora los particulares, las empresas y las instituciones cuentan con un alto número de canales para colocar parte de sus inversiones en mercados extranjeros. Pero el gobierno sigue teniendo un dominio estricto de cada uno de estos canales.

China propició la disponibilidad del renminbi más allá de sus fronteras, incluso con la aprobación de 15 centros financieros extra-territoriales para transacciones entre el renminbi y otras monedas. El gobierno estableció también el Sistema Internacional de Pagos Transfronterizos para facilitar las transacciones comerciales entre empresas nacionales y extranjeras con el uso del renminbi en lugar de monedas utilizadas de manera más generalizada como el dólar y el euro.

Estas medidas llevaron a profundizar la internacionalización del renminbi, su uso más amplio como moneda y pago de transacciones comerciales y financieras transfronterizas; es decir, como instrumento de cambio internacional. En el segundo semestre de 2014, alrededor de un tercio del comercio internacional de China estaba denominado y era pagado en renminbi. Además, esta moneda representaba cerca del 2% de los pagos transfronterizos en todo el mundo, con lo cual se encontraba entre las primeras seis monedas de pago del mundo, aunque con una participación pequeña.

Pero luego el avance de la moneda se detuvo y China hizo frente a una desaceleración del crecimiento, a un ciclo pronunciado de

auge y caída en el mercado accionario, y a la preocupación sobre el aumento del endeudamiento y la inestabilidad financiera. En el último año, el avance del renminbi como instrumento de cambio internacional se ha revertido. Los indicadores cuantitativos de su uso en las finanzas internacionales apuntan en general a signos de una regresión pronunciada, y la liberación de los flujos de capitales se encuentra en un punto muerto.

De todos modos, es importante poner en perspectiva las reactivaciones y contracciones. A pesar de las limitaciones a las entradas y salidas de capitales de China, el renminbi ha comenzado a desempeñar una función más importante, si bien modesta, en las finanzas internacionales en un período relativamente breve. La trayectoria del avance logrado por el renminbi en esta dimensión fue impresionante en un comienzo, pero estos acontecimientos aún se encuentran en una etapa incipiente y no se deben exagerar demasiado. Sin lugar a dudas, el camino a seguir tendrá sobresaltos y muchos desvíos.

Moneda de reserva

Otro aspecto de la función de una moneda en las finanzas internacionales es su condición de moneda de reserva que los bancos centrales extranjeros consideran como protección ante una crisis de balanza de pagos. Esta condición se suele considerar una ventaja a medias: una economía con moneda de reserva puede tomar préstamos a un menor costo de inversionistas extranjeros mediante la emisión de deuda denominada en su propia moneda, pero una mayor demanda puede dificultar ocasionalmente el manejo del valor de la moneda. En realidad, en las décadas de 1980 y 1990, Alemania y Japón procuraron resistirse a que sus monedas pasasen a tener esta condición dado que no deseaban que una mayor demanda y la consiguiente apreciación de la moneda dañasen sus sectores exportadores.

De cualquier forma, este tema puede parecer prematuro dado que China no tiene ni un tipo de cambio flexible ni una cuenta de capital abierta, en algún momento considerados prerrequisitos para una moneda de reserva. Si bien, en la práctica, el FMI ha incluido al renminbi en el grupo de monedas de reserva, las perspectivas de los participantes en los mercados financieros influyen más en la determinación de la condición de una moneda. Después de todo, los inversionistas extranjeros deben adquirir y comercializar fácilmente instrumentos financieros denominados en esa moneda sin grandes restricciones a los flujos financieros transfronterizos. Necesitan confiar razonablemente en que el valor de la moneda no estará controlado por un gobierno con escasa consideración por las fuerzas del mercado. Al igual que en muchos otros asuntos económicos, aquí China también parece haber roto el molde tradicional.

Increíblemente, el renminbi ya se ha convertido en una moneda de reserva de facto, aunque China no cumple con algunos de los prerrequisitos otrora considerados esenciales. El mero tamaño de la economía de China y la fortaleza de sus vínculos comerciales y financieros con economías de todo el mundo parecen haber compensado las otras limitaciones.

Muchos bancos centrales de todo el mundo están adquiriendo gradualmente al menos una cantidad modesta de activos denominados en renminbi para sus carteras de reserva de divisas. La lista comprende un grupo de países con diversidad geográfica y económica, como Australia, Austria, Chile, Corea, Japón, Malasia, Nigeria y Sudáfrica. De acuerdo con cálculos del FMI, cerca del 2% de las reservas mundiales de divisas tienen ahora un componente de activos financieros

denominados en renminbi. Unos 35 bancos centrales de todo el mundo han firmado acuerdos bilaterales para el canje de monedas locales con el banco central de China. Dichos acuerdos les confieren acceso a la liquidez del renminbi que pueden aprovechar para defender sus monedas o mantener la estabilidad de las importaciones incluso si se interrumpe el ingreso de capitales extranjeros.

Si bien el renminbi ha logrado la condición de moneda de reserva, su avance en esta dimensión seguramente estará limitado por la carencia de mercados financieros bien desarrollados. Los inversionistas oficiales extranjeros, como los bancos centrales y los fondos soberanos de inversión, por lo general procuran invertir en instrumentos de deuda de renta fija de alta liquidez y relativa seguridad, incluso si dichos títulos tienen una tasa de rendimiento relativamente baja. Los mercados de instrumentos de deuda del gobierno y sociedades de China son bastante grandes pero sus volúmenes de contratación aún se consideran limitados y los marcos regulatorios, frágiles.

Por lo tanto, el fortalecimiento de sus mercados financieros es importante tanto para el propio desarrollo económico de China como para la promoción de la función internacional de su moneda.

El caballo de Troya

En realidad, se puede defender de manera general la idea de que China trató de usar el ascenso de su moneda principalmente para frenar la oposición a las reformas internas. Muchas de las reformas necesarias para afianzar la función internacional de la moneda beneficiarán en definitiva a China, independientemente de lo que ocurra con la moneda. Por ejemplo, un tipo de cambio más flexible dará lugar a una política monetaria más independiente que puede concentrarse en los objetivos de política nacionales sin la limitación de mantener un tipo de cambio en particular. De igual manera, un sistema financiero más amplio y mejor regulado puede afianzar la canalización de la gran cantidad de ahorro nacional de China hacia inversiones más productivas que generen un producto más estable y crecimiento del empleo.

Sin embargo, muchas de estas reformas se enfrentaron tradicionalmente a una dura oposición de grupos de interés poderosos que pueden verse afectados por cambios al sistema actual. Por ejemplo, los exportadores chinos se opusieron durante mucho tiempo al tipo de cambio determinado por el mercado, por temor a que llevara a la apreciación de la moneda y les restara competitividad a sus exportaciones en mercados extranjeros. Los grandes bancos estatales se resistieron a las tasas de interés determinadas más competitivamente para los depósitos (en lugar de las tasas fijadas por el gobierno) que permitirán a los bancos más pequeños competir con mejores tasas para los depósitos de particulares y empresas. Algunos funcionarios del gobierno también se han rehusado a efectuar ciertas reformas económicas que podrían presentar riesgos en el corto plazo; prefieren la estabilidad y el control a la volatilidad inherente de las fuerzas del mercado. Al presentar estas reformas como esenciales para promover la condición de la moneda, los funcionarios a favor de la reforma han utilizado en realidad una estrategia de caballo de Troya para promover medidas de liberalización económica que, de otra manera, habrían fracasado.

El abismo entre reserva y refugio

A partir de la crisis financiera, ha cobrado fuerza un nuevo concepto en las finanzas internacionales: la moneda “de refugio”. Dicha moneda es más que una moneda de reserva básica; se trata de una moneda que ofrece seguridad a los inversionistas

durante las turbulencias mundiales y no solo diversificación de sus activos y rendimientos más altos.

China tal vez esté adquiriendo poderío económico, pero aún persiste el interrogante de si logrará ganarse la confianza de los inversionistas extranjeros. Esta confianza es esencial para que una moneda se considere refugio seguro. Un país que procura obtener esta condición para su moneda debe contar con un marco institucional sólido, que incluya un poder judicial independiente, un gobierno democrático y abierto e instituciones públicas robustas (en especial, un banco central creíble). Tradicionalmente, estos elementos han sido considerados esenciales para ganarse la confianza de inversionistas extranjeros, tanto privados como oficiales, incluso la de los bancos centrales y los fondos soberanos de inversión.



La importancia creciente del renminbi chino modificará las finanzas internacionales.

Por lo general, los inversionistas extranjeros desean saber que recibirán un trato justo de acuerdo con procedimientos jurídicos bien establecidos, en lugar de estar sujetos a los caprichos del gobierno. También tienden a valorar la independencia institucional como la del banco central de la interferencia del gobierno, cualidad importante para mantener la credibilidad y el valor de la moneda.

Los dirigentes chinos procuran alcanzar la liberación financiera y reformas económicas limitadas orientadas al mercado, sin duda de forma lenta y, a menudo, imprecisa. Pero inequívocamente han repudiado las reformas políticas, jurídicas e institucionales. Si algo hizo el gobierno de China fue hacer retroceder la libertad de expresión, el Estado de derecho y la independencia de instituciones clave de la interferencia del gobierno. En pocas palabras, si bien el renminbi chino tiene la capacidad de transformarse en una moneda de reserva importante, no alcanzará la condición de moneda de refugio sin reformas de gran alcance en la estructura institucional y política de China. Aparentemente, no se vislumbran dichas reformas. En consecuencia, es descabellado pensar que, algún día, el renminbi competirá con el dólar de EE.UU. como moneda de reserva mundial dominante.

Riesgos futuros

En gran medida, que el renminbi alcance prominencia mundial dependerá del poderío económico y financiero creciente de China. Una gran desaceleración del crecimiento o, lo que es peor, el colapso del sistema financiero podrían modificar su trayectoria y descarrilar el ascenso del renminbi. En realidad, algunas de las políticas para afianzar la talla internacional del renminbi —incluida la apertura de la cuenta de capital y la determinación del tipo de cambio más libremente por las fuerzas del mercado— podrían exponer la estabilidad económica y financiera de China a diversos riesgos ante un manejo equivocado de estos cambios de política.

La estrategia del caballo de Troya contribuyó indirectamente al avance al menos de una serie limitada de reformas del sector financiero y la liberalización de la cuenta de capital. Por ejemplo, para satisfacer las condiciones y el plazo establecido por el FMI para la inclusión del renminbi en la cesta del DEG, China debió liberalizar en 2015 las tasas de interés para los depósitos bancarios,

eliminar algunas restricciones a los flujos de capitales y, al menos en principio, reducir su intervención en los mercados de divisas.

Sin embargo, estos cambios no han estado acompañados por reformas de la economía real. En lo concerniente a las empresas estatales y las mejoras tan necesarias a la gestión empresarial, así como la necesidad urgente de eliminar los incentivos perversos para que los bancos concedan préstamos a las empresas del gobierno, aún queda mucho camino por recorrer. Los préstamos a empresas estatales, muchas de las cuales son improductivas e ineficientes, pero todavía realizan grandes inversiones, siguen estando implícitamente garantizados por el gobierno y cuentan con patrocinadores poderosos.

Por lo tanto, China enfrenta complicaciones como resultado de reformas caprichosas y desequilibradas. Las reformas limitadas de los mercados financieros y la apertura de la cuenta de capital no estuvieron apoyadas por reformas en otros ámbitos, lo cual aumentó la volatilidad en lugar de obtener los beneficios que brindan los mercados cuando funcionan adecuadamente.

La preocupación en torno a las perspectivas de crecimiento de la economía y la alta volatilidad en los mercados de valores nacionales contribuyeron a exacerbar las salidas de capitales en los últimos años. Esto generó presión a la baja en la moneda y, en la medida en que el banco central procuró seguir gestionando el valor de la moneda frente al dólar de EE.UU., se produjo una caída de las reservas de divisas de aproximadamente USD 1 billón (en relación con el nivel máximo de unos USD 4 billones en junio de 2014). Claramente, el estado de la economía de China y la condición del renminbi están estrechamente vinculados.

La recta final

A pesar de ciertos tropiezos en el proceso, el renminbi se encuentra camino a convertirse en una moneda internacional importante,

como parte de un proceso de muchos años y difícilmente lineal. Si China juega correctamente sus cartas, con reformas adecuadas en el sector financiero y otras orientadas al mercado, el renminbi chino podría convertirse un día en una moneda de reserva importante y, en definitiva, representar hasta el 10% de las reservas de divisas. (A manera de comparación, el dólar de EE.UU. y el euro representan ahora el 64% y el 21%, respectivamente, de las reservas mundiales de divisas).

Si bien la moneda ha avanzado de manera notoria en un período relativamente corto, no está nada garantizado que continúe en la misma trayectoria impresionante de los últimos años. Y es probable que su pleno potencial siga sin hacerse realidad si el gobierno chino no emprende una amplia gama de reformas económicas y financieras.

Sin embargo, para que el renminbi se convierta en una moneda de refugio, China deberá iniciar reformas incluso de mayor alcance de su marco institucional, que en definitiva modificarán sus instituciones políticas, jurídicas y públicas. Dichos cambios no son actualmente opciones en consideración.

Aun así, el ascenso del renminbi chino al podio internacional modificará de muchas maneras las finanzas internacionales, e incluso a la misma China. En los próximos años, la importancia creciente del renminbi chino en las finanzas internacionales podría catalizar reformas nacionales y, quizá, también propiciar un sistema financiero internacional más estable.

El renminbi chino seguirá en ascenso en las finanzas mundiales, pero no se espera que reine. ■

Eswar Prasad es Profesor de la Facultad Dyson en la Universidad de Cornell y Profesor titular en la Brookings Institution. Este artículo se basa en su nuevo libro, Gaining Currency: The Rise of the Renminbi.

Modernizing China

Investing in Soft Infrastructure

Edited by
W. Raphael Lam
Markus Rodlauer
Alfred Schipke

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Las políticas que respaldan el buen funcionamiento de los mercados y la gestión económica —la “infraestructura inmaterial”— son fundamentales para la transformación económica de China. En este libro se examina la evolución económica de este país y se recomiendan diversas opciones para seguir fortaleciendo los marcos de política.

“...un libro esencial para comprender los desafíos a los que se enfrenta China...”

—David Dollar, Investigador Principal, Brookings Institution

USD 38. Inglés. ©2017. 288 págs. Rústica.
ISBN 978-1-51353-994-2. Stock #MCISTEA

Solicítelo ahora en bookstore.imf.org/fd317

F O N D O M O N E T A R I O I N T E R N A C I O N A L