

*¿RMB vs. Dólar? La expansión china y la política de internacionalización del renminbi **

RMB vs Dollar? China's expansion and renminbi internationalization policy

Julio Sevares**

"El deseo de construir o sostener una moneda internacional surge naturalmente de la aspiración de ser un gran poder regional o global"
Benjamin Cohen¹

RESUMEN

El gobierno chino lleva adelante una política de internacionalización del renminbi (RMB)², que implica promover la utilización de la moneda en las transacciones comerciales y financieras internacionales.

La emisión de una moneda internacional aporta ventajas como, en primer lugar, la capacidad de tomar deuda en la propia moneda, pero también riesgos, como la posibilidad de que la misma sufra ataques especulativos.

Para convertir la moneda propia en internacional el país emisor tiene que satisfacer una serie de requisitos macroeconómicos y políticos.

En función de su objetivo China ha tomado numerosas medidas, entre las más importantes liberalizar el movimiento de capitales y promover el mercado de bonos en RMB en el exterior.

En los primeros años de esa política la internacionalización del RMB avanzó, pero la tendencia se revirtió a partir de 2015 por diversos factores económicos. En la

* Este trabajo se presentó como ponencia al X Congreso de Relaciones Internacionales del IRI-UNLP 13/11/2020.

** Doctor en Ciencias Sociales UBA, economista, profesor universitario, miembro del Grupo de Trabajo sobre China del CARI

¹ B. Cohen, 2019, página 48.

² Renminbi significa moneda del pueblo y es la denominación oficial de la moneda china, el yuan, introducida por el gobierno del PCC en 1949. Se usa especialmente cuando se alude a su papel como divisa.

actualidad, los indicadores de internacionalización muestran al RMB muy por detrás del dólar y otras monedas.

No obstante es de esperar que en la medida de que la producción y el comercio exterior chinos crezcan por encima de los países desarrollados, el uso de su moneda se expandirá internacionalmente y cohabitará con el dólar y las demás divisas.

Palabras clave: Renminbi, China, Dólar, Sistema Monetario Internacional

ABSTRACT

The Chinese government is pursuing a policy of internationalization of the renminbi (RMB), which involves promoting the use of the currency in international commercial and financial transactions.

The issuance of an international currency brings advantages such as, firstly, the ability to borrow in one's own currency, but also risks, such as the possibility of speculative attacks on the currency.

In order to convert its own currency into an international currency, the issuing country has to satisfy a series of macroeconomic and political requirements.

In pursuit of its objective, China has taken numerous measures, the most important of which include liberalizing the movement of capital and promoting the RMB bond market abroad.

In the early years of that policy, RMB internationalization advanced, but the trend reversed after 2015 due to various economic factors. At present, internationalization indicators show the RMB lagging far behind the dollar and other currencies.

However, it is to be expected that as Chinese production and foreign trade grow above that of developed countries, the use of its currency will expand internationally and will cohabit with the dollar and other currencies.

Keywords: Renminbi, China, Dollar, International Monetary System

Fecha de recepción: 26 de octubre de 2020

Fecha de aceptación: 5 de diciembre de 2020

El objetivo económico y estratégico

Como parte de su política de expansión de su poder global, y apoyado en el crecimiento de la participación en la producción y los intercambios internacionales, el gobierno chino promueve activamente la internacionalización del RMB.

El incremento del comercio exterior, de las transacciones financieras y de la inversión externa de China difundió el uso de esa moneda como medio de cambio en el comercio y las finanzas y como medio de reserva en las carteras privadas y de los bancos centrales.

Esta tendencia es estimulada por el gobierno chino con medidas como la apertura a los movimientos transfronterizos de capital, la habilitación a operadores externos e internos para realizar transacciones en RMB en el mercado local y en el exterior, el desarrollo del mercado de bonos en RMB y otras medidas que se detallan más adelante.

El objetivo del gobierno chino es aprovechar los beneficios de orden económico y estratégico que proporciona a un país la emisión de una moneda que es aceptada internacionalmente como divisa, así como disponerse a afrontar los riesgos y costos que esa situación implica.

En términos generales, la política de internacionalización del RMB es parte de la política de expansión estratégica de China y, en particular, es un capítulo más de la confrontación estratégica con Estados Unidos y tiene el objetivo de reducir la hegemonía del dólar en el mercado internacional de monedas.

Es que, como sostiene Benjamin Cohen (2019), la internacionalización de una moneda no es solo una consecuencia de la situación del poder, es también una causa.

De allí que la rivalidad monetaria es una parte integral de la geopolítica de las potencias.

Siguiendo a Aglietta (1987) puede afirmarse que, una vez colapsado, en 1973, el acuerdo de paridades de Bretton Woods, que fundó un sistema de “divisa clave”, las paridades comenzaron a fijarse en el mercado de divisas con tipos de cambio flotantes lo cual dio lugar a la competencia entre las naciones, que en su política macroeconómica-monetaria privilegian sus intereses nacionales.³

La competencia en el mercado solo podría superarse con un acuerdo internacional para emitir una moneda internacional homogénea con un método de ajuste estabilizador consensuado entre las naciones lo cual no está en ningún plan estratégico nacional.

³ Esto se refiere generalmente a que una potencia o país significativo promueve la devaluación de su moneda mediante políticas de su banco central con el propósito de mejorar la competitividad de sus exportaciones a costa de sus rivales comerciales.

En la actualidad el único sistema de moneda acordado entre naciones es la eurozona, de alcance regional y con serias limitaciones.

Beneficios de contar con una moneda internacional

Los beneficios de emitir una moneda internacional provienen de que, tanto el Estado como las empresas del país, pueden financiarse en moneda local sin exponerse a riesgo cambiario. Y también a bajo costo relativo, ya que los inversores consideran que el emisor no corre el peligro de carecer de las divisas necesarias para pagar sus deudas, por lo que están dispuestos a prestarle a tasas de interés bajas.⁴

En este contexto el país cuya moneda tiene aceptación internacional puede financiar su déficit fiscal emitiendo títulos de deuda en su propia moneda en lo que el economista francés Jacques Rueff llamó “el déficit sin lágrimas” (citado por Cohen, 2019).⁵

La posibilidad de aumentar el gasto público sin riesgos cambiarios o penalización de los acreedores por presunción de insolvencia, es una ventaja económica en relación a los demás países. Es también una ventaja estratégica cuando el gasto está destinado financiar desarrollos tecnológicos o militares en busca de ventajas frente a enemigos o competidores o se otorgan préstamos o ayudas con moneda propia a países o grupos aliados.

Esta situación se pone de manifiesto en la actualidad cuando China, al carecer de una moneda de mayor aceptación internacional, tiene que financiar los programas destinados a su expansión geopolítica, como la Iniciativa de la Franja y la Ruta, en su mayor parte, con dólares.

⁴ El mercado tendrá en cuenta, no obstante, el desempeño de variables del país relacionadas con su capacidad de pago, como el volumen del déficit fiscal, la porción de gasto público destinado al pago de intereses de la deuda, el balance de la cuenta corriente (que muestra las corrientes de ingresos y salidas de la divisa), la situación de las empresas emisoras de títulos de deuda, etc.

Los desequilibrios de la economía emisora pueden dar lugar a devaluaciones de la divisa en relación a otras monedas, que perjudican a los prestamistas del exterior que en la maduración de sus acreencias recibirán en pago una moneda que consideraban sólida pero que recuperan devaluada.

⁵ Este fenómeno es destacado por la Teoría Monetaria Moderna cuando recomienda a los bancos centrales de los países desarrollados a emitir moneda o endeudarse para financiar el gasto público destinado a reactivar la economía, sin temer la acumulación de deuda generada por la financiación del déficit fiscal.

Para las empresas del país emisor la posibilidad de tomar deuda en su propia moneda o provenir de un país solvente, implica una ventaja competitiva frente a empresas de otros países.

Por el contrario, un país o una empresa que toman deuda en moneda extranjera están expuestos al riesgo cambiario porque los movimientos de la cotización de la divisa utilizada afectan diferentes variables económicas locales.

En suma, el país emisor de una moneda aceptada internacionalmente tiene una autonomía en el manejo macroeconómico y estratégico en relación a otros países y, como contrapartida, un menor grado de vulnerabilidad en la interdependencia del mercado mundial.

En cambio, los no emisores son vulnerables a los movimientos de la divisa que provocan las políticas del banco central del país emisor y deben adaptar sus propias políticas a las situaciones creadas por el emisor. Ese es el caso cuando un aumento de la tasa de interés del banco central del emisor atrae capitales y obliga al resto del mundo a aumentar sus tasas o a sufrir una salida de capitales.

La confiabilidad en la solvencia externa del estado emisor y de sus empresas estimula también las inversiones externas reales o financieras en ese país y esto incluso cuando el estado y/o las empresas atraviesan una crisis.

Así sucede cuando una crisis internacional, aun cuando afecta también a Estados Unidos (incluso cuando se ha originado en ese país) provoca salidas de capital de mercados emergentes y desarrollados, que van hacia el mercado estadounidense, considerado el menos riesgoso en términos relativos internacionales. Es lo que se denomina “la huida a la calidad” y que se produce aunque la “calidad” del receptor de los capitales esté deteriorada.

Con la internacionalización del RMB China espera, en particular, promover la utilización de su moneda en sistemas de cancelación de pagos por afuera del SWIFT⁶, que es el más utilizado actualmente y que comparte información con Estados Unidos para la detección de transacciones vinculadas a delitos y terrorismo y de incumplimiento de sanciones impuestas por ese país a empresas y otros países.

⁶ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications

Como alternativa al SWFIT China ha montado, como se especifica en el capítulo de instrumentos utilizados, su propio sistema de clearing, el Cross-border Interbank Payment System (CIPS) para pagos transfronterizos en RMB, y espera que su uso se incremente en la medida que lance su moneda digital.⁷

Además de poder fáctico, una moneda internacional otorga al emisor un poder simbólico en la medida que el país puede mostrarse como fuente de una moneda de prestigio. Esto es parte de la construcción de lo que se conoce, siguiendo la denominación de Joseph Nye, como el *soft power* que contribuye a fortalecer los objetivos de política exterior del estado emisor.

Riesgos

La emisión de una moneda de circulación internacional tiene también riesgos, porque la misma está sujeta a variaciones de paridad con otras monedas provocadas o muy influidas por las transacciones en el mercado internacional de divisas. Salvo en casos de un enorme poder monetario relativo, como el que tuvo Estados Unidos en los años posteriores a la Segunda Posguerra, aún las monedas de los grandes emisores están sujetas a presiones que pueden determinar movimientos de capital y paridades que el emisor no desea.

Por ejemplo, si la fortaleza de la moneda es puesta en duda, por desequilibrios macroeconómicos o debilidades políticas o estratégicas del emisor, puede generarse una huida desde esa moneda hacia otros activos, monetarios o mercaderías. Tal fueron los casos de la venta de dólares y compras de oro disparado por el aumento del déficit comercial de Estados Unidos a partir de los años sesenta o la venta de dólares en 1973, cuando finalizó el sistema de tipos de cambio fijos, provocando la devaluación del dólar frente al marco alemán y el yen.

Si, ante una corrida contra su moneda el emisor no quiere que se devalúe, por los efectos económicos que puede tener ese movimiento, tendrá que desprenderse de reservas de otras monedas para comprar la

⁷ Sobre este tema, Aditi Kumar y Eric Rosenbach. Could China's Digital Currency Unseat the Dollar? American Economic and Geopolitical Power Is at Stake, en *Foreign Affairs*, 20/05/2020 y "CSRC Official Says Renminbi Internationalisation Needed to Avoid China's Exclusion from US Dollar System". *China Banking News*. 20/06/2020 y "The future of China's economic engagement" en el diario oficial *China Daily* 24/04/2020

propia en el mercado internacional o aumentar las tasas de interés para fomentar la demanda de su divisa por parte de inversores externos, que buscarán hacer depósitos bancarios en esa moneda, o comprar títulos de deuda denominados en la misma.⁸

Pero el aumento de las tasas de interés como factor de atracción financiera puede contraponerse con un objetivo de mantener tasas de interés bajas para estimular su economía.

Por otra parte, una revaluación de la moneda divisa provocada por compras de billetes o títulos denominados en la misma en el mercado internacional, también puede ser perjudicial si el país emisor pretende mantener un tipo de cambio bajo (divisa devaluada frente a otras monedas) por motivos de comercio exterior (promover exportaciones o desalentar importaciones)

Por este motivo, desde 2018 el presidente estadounidense Donald Trump criticó varias veces abiertamente a la Reserva Federal por mantener tasas de interés que él consideraba elevadas y perjudiciales para los intereses comerciales del país. Las tasas de la Reserva, más altas que las del euromercado o el japonés, promovían la compra de títulos de deuda estadounidenses generando una revaluación del dólar frente a otras monedas y debilitando la competitividad de las exportaciones de Estados Unidos.

Por lo demás, si el país que emite la divisa quiere devaluar en relación a otras monedas tiene que apelar a la reducción de sus tasas de interés y otras medidas destinadas a incrementar la liquidez interna, lo cual puede contraponerse con un objetivo de contención de liquidez como parte de una política anti inflacionaria.

El país emisor puede, en lugar de devaluar, utilizar su poder para que otros países revalúen su moneda si tiene el suficiente poder frente a los mismos. En los años previos a la finalización de los acuerdos de tipos de cambio negociados de Bretton Woods, Estados Unidos, con un creciente

⁸ Un caso extremo de esta situación es el de la especulación contra la libra esterlina que tuvo lugar en 1992. Fondos privados que esperaban una devaluación de la libra especularon con ventas de esa divisa en el mercado internacional. El Banco de Inglaterra (emisor de la misma) vendió reservas para evitar la caída del precio de su moneda pero, en cierto punto decidió no perder más reservas y devaluó la moneda sacándola de la franja de movimientos de tipos de cambio acordada en el Sistema Monetario Europeo. La movida estuvo liderada por el fondo de inversión Quantum de George Soros.

déficit comercial, recurrió a presiones políticas sobre Alemania y otros países para que revaluaran sus monedas, pero sin lograr su propósito, lo cual fue una muestra de la erosión de su influencia.

Pero, en 1985, en el Acuerdo Plaza, logró que Japón implementara una política para revaluar el yen, lo cual efectivamente sucedió.⁹

Otro ejemplo fueron las críticas que el gobierno de Estados Unidos hizo más de una vez a China por mantener lo que consideraba un yuan devaluado para competir con las mercaderías estadounidenses. En respuesta a esas presiones y con el propósito de evitar una confrontación en el contexto de su incorporación a la Organización Mundial de Comercio, en mayo de 2006 China permitió una revaluación de su moneda.¹⁰

Requisitos para emitir una moneda de aceptación internacional

Un requisito de orden general es que la economía del emisor y su participación en los intercambios internacionales sean relevantes: cuanto mayores son el mercado de un país y sus transacciones con el exterior, mayor el interés de los bancos centrales y agentes no residentes en disponer de la moneda de ese país para transacciones o reserva.

Para facilitar la disponibilidad de su moneda el país emisor debe autorizar las compras y ventas de la misma en su mercado interno y en operaciones transfronterizas.

Esto implica permitir que agentes extranjeros hagan transacciones en el mercado interno, cambiando la moneda propia por la local, y autorizar los ingresos y salidas de divisas para agentes propios y extranjeros, o sea liberalizar los movimientos de capitales (apertura de la cuenta corriente).

La libertad de movimientos del capital debe incluir tanto el ingreso al mercado de la divisa como la salida, porque las restricciones, existentes o

⁹ A partir de ese Acuerdo Japón abrió su cuenta corriente provocando un ingreso de capitales que, tal cual esperaba Estados Unidos, valorizó el yen, pero estimuló burbujas inmobiliarias y bursátiles que estallaron en 1989.

¹⁰ Luego de mantener por años un tipo de cambio fijo con el dólar con una cotización en torno a 8 yuanes por dólar, a partir de mayo de 2006 revaluó el yuan llevándolo a poco más de 6 yuanes el dólar en 2015. Ese modificó el sistema de fijación del tipo de cambio vinculándolo a cotizaciones de mercado lo cual, junto con la crisis de los mercados de valores y el inicio de una corriente de salida de capitales provocó una devaluación del yuan hasta casi 7 yuanes en diciembre de 2016.

posibles, a la expatriación de capitales desalientan el ingreso de los mismos, salvo a capitales de riesgo que exigen altas tasas de rentabilidad. En otros términos, ningún operador público o privado estará interesado en comprar y mantener una moneda para transacciones o como reserva de valor si no puede venderla cuando necesita y disponer de la divisa que recibe a cambio.

El emisor necesita también disponer de un mercado lo suficientemente grande (lo suficientemente profundo, en la jerga) de títulos de deuda públicos y privados en su moneda para que los operadores dispongan de instrumentos para invertir y para mantener las reservas que necesiten para operar no solo en billetes o en acreditaciones bancarias, sino en títulos rentables.

El tamaño del mercado en el que se comercian los títulos es decisivo para que los operadores confíen en que podrán venderlos o comprarlos sin causar oscilaciones dañinas para el mercado y para ellos mismos.

Por otra parte, el uso de una divisa crea la necesidad de contar con instrumentos financieros de cobertura de riesgo cambiario o de variaciones en las tasas de interés entre mercados, como son los contratos de compra o venta futuras de divisas.¹¹

La posibilidad de hacer operaciones de cobertura y de cambiar la moneda local por divisas en las mismas tiene que estar disponible tanto para los operadores internos como los externos.

También es determinante el equilibrio macroeconómico de la economía como requisito para mantener la cotización de la divisa o moneda aspirante, porque una devaluación o expectativa de la misma desalienta la tenencia por motivos de transacción o de reserva de valor.

Estos factores contribuyen a explicar que el cambio de condiciones macroeconómicas de China en 2015 y las medidas del gobierno para restringir la salida de capitales provocaron, como se ve más adelante, una caída en la utilización de la moneda china en el mercado internacional y por lo tanto, una baja en su coeficiente de internacionalización.

¹¹ Las variaciones de las tasas de interés nominales o en las tasas reales determinadas por las variaciones de los tipos de cambio, modifican la rentabilidad de las inversiones financieras entre mercados (arbitraje) y determina movimientos de capitales transfronterizos. Para que un mercado y/o una moneda sean atractivos los inversores necesitan cubrir los riesgos de esas variaciones y/o contar con la posibilidad de relocalizar los capitales invertidos

Igualmente determinante es la calidad del gobierno del emisor, su estabilidad, confiabilidad y su voluntad de garantizar el cumplimiento de los contratos, en este caso referidos al uso de su moneda por no residentes. En este renglón pueden incluirse las normas sobre operatoria y circulación de capitales y el cumplimiento de las obligaciones financieras.

Tanto Cohen (2019) como Eichengreen et.al. (2017) consideran que el poder militar del país emisor crea confianza en su posición internacional y, por lo tanto, en su capacidad para defender el valor de su moneda en caso de amenazas, lo cual contribuye a su internacionalización.

Es decir que si un país no reúne esos requisitos, su moneda no será aceptada como internacional en la medida que espera, salvo en territorios que el país domina o sobre los que puede ejercer una muy fuerte influencia o en intercambios con un estado con el que tiene grandes intereses compartidos.

Un ejemplo de la internacionalización del RMB basada en relaciones políticas es la reducción del uso del dólar a favor del RMB y de otras monedas en las transacciones externas chinas con socios cercanos. Según el Financial Times, en la relación económica de China con Rusia, embarcados ambos en una alianza económica (donde Rusia oficia de proveedor destacado de energía) y estratégica (frente a Estados Unidos), la utilización del dólar en los pagos cayó al 46%, la del euro aumentó a un 30% y el uso de las monedas propias al 24%¹²

Requisitos para el RMB

Refiriéndose específicamente a la perspectiva de internacionalización del RMB, Edwar Prasad (2016) puntualiza, en un informe sobre el tema, los siguientes requisitos: el desarrollo de los mercados financieros en el país; la disponibilidad de un amplio rango de instrumentos financieros incluyendo mercados para cubrir riesgos; un alto nivel de intercambios en los mercados (turnover) que garantice la liquidez.

Según Prasad, “sin un mercado de deuda suficientemente grande el RMB no puede generar credibilidad para su uso en las transacciones internacionales. Si no hay suficiente liquidez en los mercados de acciones y

¹² China and Russia ditch dollar in move towards “financial alliance”. *Financial Times* 16/08/20

de títulos de deuda públicos y privados para activos denominados en RMB, la divisa no será atractiva para los inversores externos, especialmente para los inversores institucionales¹³ y los bancos centrales. Al mismo tiempo, los importadores y exportadores pueden estar preocupados por una alta volatilidad del tipo de cambio debida a una cuenta capital abierta (libertad para ingreso y salida de capitales) si no tienen acceso a mercados de derivados para cubrir el riesgo del tipo de cambio” (Prasad, 2016; p. 8)

Política china para la internacionalización del RMB

En 2006 el Banco Popular de China (banco central) publicó el informe “Tiempos, Sendero y Estrategia de la internacionalización del RMB” en el que afirma que “Ha llegado el tiempo para la promoción de la internacionalización del yuan...la cual puede incrementar la posición internacional y la competitividad de China e incrementar su influencia en la economía internacional”. El informe concluía sosteniendo que la internacionalización es “una elección inevitable” (Cohen 2019; p.76)

La posición generó un debate en la élite china y los bancos locales la consideraron como un peligro porque un RMB internacionalizado les podría hacer perder su posición dominante en el protegido mercado financiero chino. Pero la crisis mundial de 2008 y las turbulencias cambiarias subsiguientes fortalecieron la idea de una mayor autonomía monetaria frente a las demás divisas, y el gobierno adoptó el programa de expandir la moneda en el mercado internacional el cual forma parte del 13° Plan Quinquenal (2016-2020).

El Banco Popular de China explica, en su Informe sobre Internacionalización del RMB de 2019, que “desde 2008, el Banco junto

¹³ Fondos de inversión, compañías de seguros y otras instituciones financieras que invierten en diversos títulos con fondos que reciben de ahorristas e inversores. Esas empresas tienen una política de inversión adversa al riesgo que representan los títulos inestables o denominados en monedas con posibilidades de grandes variaciones. En todo caso pueden tener inversiones en instrumentos de mayor riesgo pero en baja proporción u ofrecer a sus clientes instrumentos de inversión explícitamente más riesgosos y rentables. Se diferencia de los denominados fondos de cobertura especializados en operaciones de mayor riesgo y mayor rentabilidad potencial.

con instituciones de Mercado promueven la utilización del RMB en una manera ordenada, de acuerdo con los principios de respetar las demandas de mercado” (PBC, 2019; p. 71)

La política del Banco se basó en liberalizar los movimientos de capital con medidas como ampliar las operaciones en su moneda en el mercado interno y en el exterior a través de permisos a inversores locales y externos seleccionados para que puedan ingresar o expatriar capitales. Paralelamente promovió el desarrollo del mercado de bonos en RMB y conectó mercados bursátiles locales con otros del exterior.

También se autorizaron centros de clearing en el exterior para desarrollar el mercado en RMB. Hasta 2013 solo Hong Kong tenía un centro de clearing autorizado y, desde entonces fueron designados más de una docena de centros incluyendo del Reino Unido, Estados Unidos y de países asiáticos y de Oriente Medio. Los centros de clearing permiten que el que comercia con China o hace operaciones financieras en su mercado, pueda convertir su moneda en RMB sin tener que cambiarla primero en dólares y luego comprar RMB o, cuando recibe RMB tener que cambiarlos primero en dólares y luego comprar la moneda propia.

Como parte del programa de internacionalización, pero también por una política estratégica general, el banco central chino realizó numerosas operaciones de swaps con bancos centrales lo cual incorpora RMB a las reservas de esos bancos.

También está promoviendo el ingreso de instituciones financieras extranjeras para que se instalen y operen en el mercado local.

Esta política siguió procedimientos habituales del gobierno chino consistentes en el avance progresivo de las transformaciones normativas, la realización de pruebas piloto en determinadas zonas del territorio y la interacción con el sector privado.

Otro canal para la internacionalización del RMB es la participación china en la Iniciativa Chiang Mai, establecida en luego de la crisis asiática de 1997, y a la cual pertenecen Japón, Corea del Sur y la ASEAN. En esta asociación los miembros pueden intercambiar monedas, sin pasar por el dólar.

En el Anexo a este artículo se especifican en detalle las principales medidas del gobierno chino para promover la internacionalización de su moneda.

Freno a la apertura de los movimientos de capitales

Un dato relevante del proceso que se analiza es que, como consecuencia de la crisis de 2015, el gobierno chino frenó y en algunos casos revirtió su política de apertura de capitales. Ese año se produjo una explosión de una burbuja especulativa con la caída de las bolsas, el gobierno devaluó el RMB y se inició una corriente de baja en relación al dólar y comenzó una salida de capitales desde China. Es así que los depósitos en yuan en Hong Kong se redujeron a la mitad y la participación del yuan en el comercio exterior de China cayó del 30% al 15% y muchas empresas comenzaron a cancelar deudas en divisas con el exterior o simplemente a buscar formas de evadir capitales.

El gobierno reaccionó poniendo controles a la salida de capitales (Cohen 2019; 154)

Una de las medidas de control fue la suspensión de los programas que permitían a inversores externos designados (QFII, Qualified Foreign Institutional Investor) mover capitales a través del sistema CIPS (Cross border Interbank Payment System del Banco Popular de China) para transacciones transfronterizas.

También se suspendieron programas que permitían invertir en el exterior a inversores institucionales domésticos seleccionados, los RQDII, RMB Qualified Domestic Institutional Investor, que pueden invertir RMB en mercados externos y, de ese modo, alimentar movimientos especulativos off shore contra el RMB.

Igualmente se restringieron las operaciones de los QDII, Qualified Domestic Institutional Investor, que pueden invertir en divisas en el exterior.

Esos programas fueron restaurados en 2018 como parte de la política oficial de reapertura controlada para promover el ingreso de inversores externos.

Debido a la caída de las reservas se limitaron también las inversiones externas de empresas chinas, que en los años precedentes habían sido alentadas, y se ordenó a los bancos comerciales para que redujeran sus préstamos al exterior en divisas. (Cohen 2019; 33)

Estas restricciones, destinadas a reducir la salida neta de capitales, contradicen los planes oficiales para liberalizar el movimiento de capitales para atraer inversiones externas, así como los de promover la inversión

externa de las empresas chinas para la búsqueda de nuevos instrumentos de expansión.

Las medidas citadas afectan directamente la estrategia de internacionalización del RMB, uno de cuyos instrumentos es, precisamente, la apertura a los movimientos de capital.

Pero, paralelamente, el gobierno siguió avanzando en la interconexión de sus mercados de capitales con centros financieros del exterior, autorizó el ingreso de instituciones financieras internacionales y promovió la emisión de títulos de deuda (bonos) en RMB en su mercado interno y en el off shore.¹⁴

Se trata, por lo tanto, de medidas para objetivos específicos, que en algunos casos se contradicen, y que el gobierno va tomando en forma flexible y pragmática, considerando las urgencias de la coyuntura en el contexto de sus planes de mediano y largo plazo.

La respuesta de Estados Unidos a la política china

A pesar del lanzamiento de la política de internacionalización del RMB para desafiar la hegemonía del dólar y de la creciente rivalidad económica y estratégica entre China y Estados Unidos, los sucesivos gobiernos de este país no respondieron al desafío y adoptaron una posición pasiva lo cual podría deberse, según Cohen (2019) que la dirigencia se volvió complaciente, confiada en la fuerte posición del dólar y considerando que como la moneda ha ejercido su “exorbitante privilegio” durante tanto tiempo no es necesario defenderla.¹⁵

La fortaleza del dólar y su ventaja en relación al RMB como moneda internacional es indudable, pero también es cierto, puntualiza el autor, que Estados Unidos está acumulando signos de debilidad monetaria como sus grandes desbalances en cuenta corriente y sus elevados niveles de deuda.

¹⁴ La promoción del mercado de bonos es parte de la política del gobierno chino de diversificar las fuentes de financiamiento públicas y privadas debido al elevado endeudamiento de gobiernos y empresas con el sector bancario.

¹⁵ El término “exorbitante privilegio” que se aplica generalmente al predominio del dólar (es incluso el título de un libro de Eichengreen) fue acuñado por Valeri Giscard d'Estaing cuando era Ministro de Finanzas de Charles De Gaulle y Francia hacía una campaña contra la supremacía del dólar en el sistema monetario internacional acordado en Bretton Woods y reivindicaba el papel del oro como respaldo para las monedas.

Y, puede agregarse, en los análisis de competencia estratégica, en el terreno económico, bélico o de negocios, la complacencia es considerada como un peligro que puede precipitar una derrota.

A esto se suma que el propio presidente Donald Trump exigió más de una vez a la Reserva Federal que baje las tasas de interés para evitar una apreciación del dólar y favorecer a los exportadores del país. En este caso, el resultado sobre el reino del dólar es indeterminado porque una política devaluatoria puede generar una huida de la moneda pero también una mejora de la balanza comercial que contribuiría a reducir las debilidades macroeconómicas de Estados Unidos.

Un ejemplo de la preocupación sobre el futuro del dólar es un artículo de Stephen Roach, de la Universidad de Yale, en el cual el académico recuerda que el papel internacional de una moneda se basa en la solidez de la economía del país emisor y en las percepciones externas sobre la misma, Sobre esa base advierte que el futuro del dólar está amenazado por el creciente déficit de la cuenta corriente, que refleja una reducción de ahorro interno que debe ser compensada con una igualmente creciente necesidad de financiamiento –ahorro- externo. La insuficiencia de ahorro interno y el consiguiente desequilibrio de la cuenta corriente, rasgo típico de la economía estadounidense, se profundizó con la política de gasto público financiada con endeudamiento, emprendida como respuesta a la crisis causada por el Covid-19.¹⁶

Roach agrega a esto el debilitamiento de la imagen internacional de Estados Unidos por sus políticas aislacionistas.

En la misma publicación, Barry Eichengreen argumenta que la pérdida relativa del valor el dólar, el deterioro de las cuentas externas de Estados Unidos y las políticas erráticas de su gobierno, afectan la credibilidad del país y del dólar. Pero, aun así, la utilización internacional de la moneda como instrumento de pago o de reserva, no se ha reducido. Esto muestra, según Eichengreen la resiliencia del dólar, la cual se explica, en parte, por el factor “TINA”, que fuera acuñado por Margaret Thatcher: a saber, “There Is No Alternative”.¹⁷

¹⁶ Stephen S. Roach. The Covid Shock to the Dollar. *Project Syndicate*. 23/06/2020

¹⁷ El dólar se depreció fuertemente frente al euro desde 2002, año el lanzamiento de la moneda europea, hasta 2008. Luego volvió a apreciarse y en agosto de 2020 cotizaba un 20% por debajo de la paridad que tenía en 2002. En relación al RMB el dólar se depreció desde 2006 hasta 2015 y luego volvió a revaluarse, encontrándose en una paridad cercana a

El euro, continúa el autor, no es alternativa porque los activos seguros en euros están segmentados por países y el RMB tampoco lo es por las tensiones existentes entre los dos emisores. Debido a esas tensiones, ningún gobierno occidental estimulará a sus residentes a depender del banco central chino como proveedor de liquidez como no lo harán para que dependan de Huawei como proveedor de 5G.¹⁸

El factor digital

Otro elemento de la disputa RMB-dólar es la política china para el lanzamiento de una moneda digital, que podría contribuir a desplazar la moneda estadounidense. Efectivamente la disposición de una moneda exclusivamente digital reduce los costos de transacción y facilita los intercambios dentro y entre mercados, pero no modifica las condiciones que hacen una moneda elegible como medio de transacción o de reserva.

Pero, como señala Henry Paulson Jr. en *Foreign Affairs*, un RMB digital seguirá siendo un RMB chino, nadie está reinventando la moneda. El instrumento utilizado para las transacciones puede ser diferente, pero la internacionalización del RMB seguirá dependiendo de las mismas condiciones (que se requieren para la internacionalización del RMB en su actual formato).¹⁹

Asimismo, las transacciones monetarias transfronterizas (como buena parte de las domésticas de cada país) ya se realizan en forma digital y en tiempo real, salvo las no declaradas en las que siguen utilizando papel moneda.

Evolución de los indicadores de internacionalización del RMB

Desde el comienzo de la política de internacionalización del RMB hasta 2015, la moneda china tuvo un fuerte incremento en su participación en los

la que tenía en 2014. Es decir que, considerando la evolución de las últimas dos décadas el dólar experimentó grandes variaciones pero no un declive sistemático. A mediados de 2020 cambió la situación con un declive del dólar frente al RMB y otras divisas.

¹⁸ Barry Eichengreen. Dollar Sensationalism. *Project Syndicate* 12/08/2020

¹⁹ Henry M. Paulson Jr. The future of the dollar. *Foreign Affairs* 19/05/2020

intercambios comerciales y financieros internacionales, lo cual se refleja en el índice de internacionalización que elabora el banco británico Standard Chartered, que opera en Hong Kong y en el mercado de RMB.

Pero a partir de ese año, el avance sufrió un quiebre por diferentes circunstancias. En primer lugar el estallido de una burbuja especulativa en las bolsas de Shanghai y Shenzhen generó incertidumbre sobre el futuro inmediato de la economía china y sobre la salud del sistema financiero debido a que había realizado fuertes préstamos a inversores bursátiles que sufrieron importantes pérdidas. De hecho, el gobierno tuvo que intervenir para apuntalar tanto a los bancos prestamistas como las cotizaciones del mercado.

Al mismo tiempo, el gobierno decidió cambiar la forma de determinar el tipo de cambio tomando en cuenta en mayor medida las cotizaciones del mercado para adecuarlo a los requisitos que establece el FMI para que una moneda forme parte de la canasta que determina el valor de los Derechos Especiales de Giro. Esta decisión llevó a una reducida devaluación del RMB. En septiembre de 2016 el RMB fue incorporado a esa canasta lo que implicó un aporte al prestigio monetario de China y de su moneda²⁰.

Pero, luego de la devaluación programada, la cotización del RMB siguió cayendo más allá de lo que esperaba la autoridad, lo cual atentó contra una de las premisas básicas de la internacionalización de una moneda, a saber, que mantenga su valor como instrumento de transacción y atesoramiento.²¹

La incertidumbre sobre la economía y sobre el valor futuro del RMB provocó, a su vez, una fuerte salida de capitales que se reflejó en que, entre 2015 y 2017 las reservas externas chinas cayeron un 25%. Luego se

²⁰ Según el registro del FMI, el RMB participa con un 11% del valor del DEG. El dólar estadounidense es el 42%; euro, 32%; yen y libra esterlina, 8% cada uno. La participación de los DEGs en las reservas internacionales son, a su vez, el 6% del total

²¹ En julio de 2005, con una paridad RMB 8,3 por dólar, China abandonó el sistema de tipo de cambio fijo con el dólar a lo cual siguió una revaluación de la moneda que llegó a la paridad RMB 6,1 en enero de 2014. A partir de allí se inicia una devaluación del RMB hasta noviembre de 2016 (RMB 6,9 por dólar), luego sigue una revaluación hasta abril de 2018 y luego una nueva devaluación, llegando en noviembre a la paridad RMB 6,7 por dólar. Fuente Macrotrends

<https://www.macrotrends.net/2575/us-dollar-yuan-exchange-rate-historical-chart>

recuperaron parcialmente pero en agosto de 2020 estaban un 20% debajo del pico de 2015, al nivel de 2011.²²

En tales circunstancias el gobierno respondió imponiendo controles de capitales que contradijeron otro de los requisitos de la internacionalización de una moneda, como es que los tenedores de la misma puedan tanto comprarla como venderla libremente así como ingresar y retirar sus capitales del mercado en cuestión.

El quiebre se reflejó en el citado índice de internacionalización y en las estadísticas de utilización del RMB en el comercio y las finanzas.

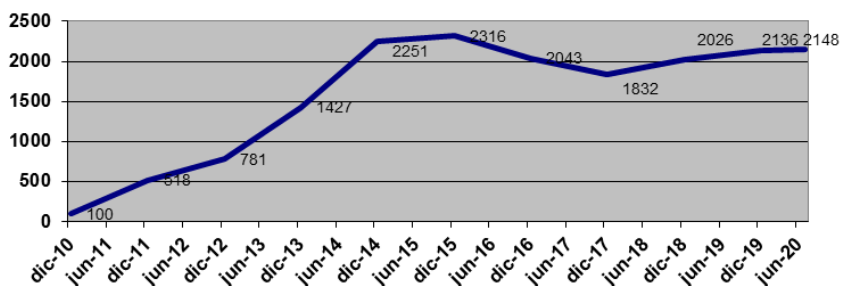
En conclusión, los indicadores de internacionalización del RMB muestran que su utilización internacional siendo muy baja en relación a la del dólar estadounidense y de otras monedas, inclusive de países que no figuran en los primeros puestos del ranking económico mundial.

Renminbi Globalisation Index

El índice de globalización del RMB del banco Standard Chartered muestra un fuerte incremento de la internacionalización hasta 2015 y luego una caída hasta 2018, de la que recuperó luego parcialmente sin llegar a superar el pico de 2015.

La caída del Index se debe a la citada crisis de 2015 y la devaluación que redujo el atractivo de la moneda china como instrument de transacción y de reserva.

²² A pesar de la caída, las reservas en divisas de China son las mayores del mundo en términos absolutos, duplicando las de Japón, segundo en el ránking, y con un 17% del total mundial.



Fuente: Standard Chartered. Renminbi Tracker: how global is the renminbi?
<https://www.sc.com/en/trade-beyond-borders/renminbi-globalisation-index/>

La composición de las reservas internacionales de los bancos centrales es un indicador del grado de utilización de una divisa porque los bancos centrales, más allá de elegir sus activos por su rentabilidad y solvencia, reciben las divisas que les venden los exportadores que cobran en las mismas, y tienen que disponer de las divisas que necesitan los importadores. Es decir, cuanto mayores son las transacciones que realizan los agentes de un país con una determinada divisa, mayor es la cantidad de estas que tiene el banco central en sus reservas.

La composición de las reservas en moneda extranjera informada por el FMI muestra que el RMB tiene una baja participación, muy por detrás del dólar estadounidense y cerca de las monedas de Australia y Canadá.

Composición de reservas internacionales en divisas, primer cuatrimestre de 2020

Divisa	% en el total de reservas
Dólar estadounidense	62,0
Euro	20,0
Yen	5,7
Libra esterlina	4,4
RMB	2,0
Dólar canadiense	1,9
Dólar australiano	1,6
Otras divisas	2,4
Total	100.0

Fuente: IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

Según el registro de SWIFT, empresa de registro de pagos internacionales, la participación del RMB en los pagos es muy reducida y lejos de los realizados en dólares estadounidenses o euros.

Participación del RMB como divisa en pagos globales

Dólar Estados Unidos	43,4%
Euro	31,4
Libra esterlina	6,6
Yen	3,8
Dólar canadiense	1,8
RMB	1,7
Dólar australiano	1,5%

Fuente: SWIFT (2020)

Según esta fuente, desde 2017 el RMB ocupa el 5° o 6° lugar de la lista de pagos.

Las transacciones específicamente financieras se realizan un 85% en dólares, 7% en euros y un 3% en RMB, por encima del 2% del yen. En un documento sobre internacionalización del RMB la empresa Bloomberg incluye un gráfico con datos de la participación de la moneda china (chinese yuan, la línea blanca) en transacciones internacionales en base a la información proporcionada por el sistema SWFIT. En el mismo se muestra el incremento y caída de la internacionalización en 2015 y sus variaciones posteriores, en comparación con la evolución de otras monedas.



Fuente: Track RMB Internationalization on the Bloomberg Terminal

Según el CEIC, de la empresa de información económica ISI Emerging Market Group (2020), los pagos transfronterizos en RMB alcanzaron su mayor valor en septiembre de 2015 y en marzo de 2020 habían caído un 30% en relación a ese pico.

La misma tendencia se verificó, según el CEIC, en las transacciones vinculadas con inversiones externas, que en mayo de 2020 fueron un 40% inferiores a las de septiembre de 2015.

Por su parte, según el Triennial Central Bank Survey de 2019 del Banco de Pagos Internacionales (BIS en su sigla en inglés), en los años previos al 2019 la participación de las monedas de mercados emergentes en el mercado de cambios de divisas (forex) aumentó un 25%, por encima del promedio del mercado, mientras que las transacciones en RMB aumentaron al ritmo del promedio. Son el 4,3% del mercado, apenas por encima de la participación del franco suizo. (BIS, 2019)

Participación de divisas en las operaciones de abril de 2019, promedio diario

Divisa	% del movimiento total
Dólar estadounidense	88,3
Euro	32,3
Monedas de mercados emergentes	24,5
Yen	16,8

Libra esterlina	12,8
Dólar australiano	6,8
Dólar canadiense	5,0
Franco suizo	5,0
RMB	4,3

Fuente: BIS, 2019

Según un estudio publicado por el BIS sobre la distribución geográfica de las transacciones de divisas en economías emergentes, un cuarto de las transacciones se hacen en China continental, un treinta por ciento en Hong Kong y el resto se reparte, en proporciones similares pero decrecientes, entre Singapur, Reino Unido y Estados Unidos. (Cheung et. al. 2019)

Finalmente, la empresa China Power, de análisis e informaciones sobre China presenta la siguiente comparación de niveles de internacionalización de divisas sobre la base de dato del BIS, FMI y SWIFT que muestra también la posición rezagada del RMB en relación a otras monedas.

Comparación de internacionalización de varias divisas (2019)

Divisa	% del comercio de divisas (forex trading)	% de las reservas oficiales en divisas	% de pagos globales
Dólar estadounidense	88,3	61,7	40,1
Euro	32,3	20,3	34,2
Yen	16,8	5,4	3,1
Libra esterlina	12,8	4,6	7,1
RMB	4,3	1,9	2,2

Fuente: China Power en base a datos de BIS, IMF y SWIFT

Mercados bursátiles

El desarrollo de los mercados bursátiles de un país también contribuye a la utilización de la moneda local por parte de agentes extranjeros en la medida que ingresan capitales en divisas y las cambian por la moneda local

para comprar bonos y acciones. Este tipo de operaciones es facilitado por la apertura del mercado local al ingreso y salida de capitales.²³

China ha promovido ese tipo de inversiones con la apertura de la cuenta capital a través de los permisos otorgados a inversores externos elegidos (QFII) y con la creación de canales de conexión entre las bolsas locales y las del exterior.

Las bolsas de Shanghai y Shenzhen alcanzaron un nivel de capitalización importante que las coloca entre las mayores del mundo pero, por otra parte, han tenido también oscilaciones que constituyen desestímulos para los inversores más adversos al riesgo.

A mediados de 2020 el ranking de las principales bolsas por su nivel de capitalización (valor de los títulos y acciones que se comercializan) mostraba en primer lugar a New York seguida por el Nasdaq (también de Estados Unidos), Tokyo, Shanghai, Hong Kong, Euronext y Shenzhen.²⁴

La sumatoria de las capitalizaciones de las dos bolsas estadounidense duplicaba la de las tres bolsas chinas.

Mercado de Bonos

En los últimos años el gobierno chino promovió, con distintos instrumentos que se mencionan en el capítulo anterior, la expansión de su mercado de bonos, abriendo el mercado a inversores externos y permitiendo la emisión de bonos en RMB en el exterior del país.

Uno de los objetivos de esa política es diversificar las fuentes de financiamiento empresaria, otra la de ampliar el mercado en el que inversores locales y extranjeros pueden realizar transacciones en RMB. Esto último genera una mayor demanda de la moneda china en el exterior

²³ Como parte de su política de diversificación de fuentes de financiamiento el gobierno chino promovió, en 2015, el desarrollo del mercado bursátil con una política de créditos para potenciales inversores. Esta medida provocó un auge en los mercados de Shanghai y Shenzhen y posterior derrumbe de los mercados a mediados de 2015. La bolsa de Shanghai ya había vivido una ola especulativa y una posterior y profunda caída en 2007.

²⁴ *Markets Insider*. Here are the top 10 stocks exchanges in the world ranked for market cap. 19/06/2020.

<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/biggest-stock-exchanges-world-ranked-market-cap-nyse-nasdaq-trading-2020-6-1029325478#>

para utilizarla en transacciones en títulos denominados en RMB, lo cual implica una mayor internacionalización de su uso.

China ofrece a las empresas y estados extranjeros la posibilidad de emitir títulos de deuda en RMB en el mercado local (Bonos Panda) y en mercados del exterior (Bonos Dim Sum).

El mercado de bonos chinos aumentó sustancialmente desde 2007 y, según el banco central chino, es el segundo del mundo.²⁵

Los inversores extranjeros tienen el 2,4% de los bonos totales y el 9% de los bonos gubernamentales. La compra de bonos por extranjeros aumentó sustancialmente desde el inicio de la apertura a inversores externos pero, como subraya el propio Banco, las proporciones señaladas son bajas comparadas con las existentes en los países mayores.

Según la información proporcionada por la empresa Bloomberg, la emisión anual de bonos en RMB pasó de RMB 10.000 millones en 2007 a RMB 581.000 millones en 2014. Pero, como consecuencia también de la crisis de 2015, la cifra anual se redujo paulatinamente hasta RMB 93.000 millones en 2018.²⁶

De todos modos, según la información de First Sentier Investors, el ingreso de inversiones externas en el mercado de bonos creció sustancialmente hasta 2018, luego el flujo se redujo y volvió a recuperarse desde principios de 2019. Entre mediados de 2017 y mediados de 2020, el ingreso de inversiones externas en el mercado de bonos se multiplicó por tres.²⁷

Conclusiones

Una moneda se internacionaliza cuando la economía del emisor se expande internacionalmente y cuando ofrece estabilidad macroeconómica,

²⁵ Global Times. China bond market balance hits 108 trillion yuan ranking second globally 03/07/2020 <https://www.globaltimes.cn/content/1193424.shtml>

²⁶ Bloomberg. *Track RMB Internationalization on the Bloomberg Terminal* Cuadro “RMB as a funding currency” <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/RMB-Internationalization.pdf>

²⁷ First Sentier Investors. *Foreign Inflows into China Bond Market*. <https://www.firstsentierinvestors.com/hk/en/retail/insights/latest-insights/china-bond-market-update.html>

confianza en la cotización futura de su moneda, apertura a los movimientos de capital y reglas de juego estables y previsibles.

En las últimas dos décadas el RMB se difundió en las transacciones internacionales pero desde 2015, los diferentes indicadores de internacionalización del RMB se estancaron o retrocedieron. En la actualidad, la posición internacional del RMB es muy rezagada en relación a las divisas dominantes, y en particular en relación al dólar estadounidense.

Las principales causas del cambio de hace cinco años fueron la devaluación del yuan, las oscilaciones en los mercados de valores y la reversión de la política de apertura de capitales.

En estas condiciones, es previsible que un acercamiento entre las posiciones de las divisas dominantes y el RMB demandará un número considerable de años. Según el cálculo de Benjamin Cohen (2019; p 157) para que el yuan llegue a representar el 20% del total de las reservas internacionales (es decir la tercera parte de la participación actual de dólar en las reservas, un rango similar a la participación actual de euro y más de tres veces la participación actual del yuan en las reservas) los bancos centrales tendrían que comprar toda la deuda gubernamental china, es decir todos los títulos de deuda en yuanes emitidos por el gobierno chino hasta la actualidad.

No obstante, y salvo un drástico cambio de tendencias en las principales economías, es previsible que la participación de China en la economía mundial siga aumentando en relación a Estados Unidos, Europa y Japón e, incluso, frente a otras economías emergentes de menor crecimiento.

De este modo la presencia del RMB en los intercambios comerciales y financieros y en las reservas de los bancos centrales se incrementará.

Esto no significa, de todos modos, que el RMB vaya, necesariamente, a reemplazar al dólar estadounidense. En primer lugar por la inercia de los mercados (resistencia a cambiar una moneda que ya se usa por otra) y porque el dólar, como el euro, seguirán siendo útiles como instrumentos de transacción y de reserva. Además, como explican Eichengreen et.al. (2017) en base a la experiencia histórica no hay una relación automática entre poder económico y presencia de la moneda propia en el mercado de divisas y en ese mercado pueden convivir más de una divisa.

Finalmente, el poder económico mundial, medido por la producción y las exportaciones, está cada vez más diseminado y nada permite prever la

reedición de una situación de hegemonía dominante de China como la de Inglaterra en el siglo XIX o la de Estados Unidos en la segunda posguerra y después.

Lista de referencias

- Aglietta, M. (1987). *El fin de las divisas clave*. Siglo veintiuno editors.
- BIS (2019) *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2019 Monetary and Economic Department* 16 September 2019 https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf
- Bloomberg. (Sin fecha de publicación) *Track RMB Internationalization on the Bloomberg Terminal*
<https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/RMB-Internationalization.pdf>
- CEIC. (2020) *China cross border RMB trade settlement*.
<https://www.ceicdata.com/en/china/crossborder-rmb-settlement/crossborder-rmb-settlement-accumulation-trade>
- Cheung, Y.W., McCauley, R. y Shu, C. (2019). *Geographic spread of currency trading: the renminbi and other EM Currencies*. BIS Monetary and Economic Department. BIS working paper N° 806 August 2019 <https://www.bis.org/publ/work806.pdf>
- China Construction Bank/The Asian Banker (2019). *Renminbi Internationalisation Report 2019*.
http://www.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20190522_1558523233/2019052218585445444.pdf
- Cohen, B. (2019). *Currency Statecraft*. The University of Chicago Press. USA.
- CSIS Center for Strategic & International Studies. (Sin fecha de publicación) *China Power Project. Will China's Push for Internationalize the renminbi succeed?*
<https://chinapower.csis.org/china-renminbi-rmb-internationalization/>
- Eichengreen, B.; Mehl, A.; Chitu, L. (2017). *How global currencies work*. Princeton University Press.
- People's Bank of China (2019). *RMB Internationalization Report 2019*.
<http://www.pbc.gov.cn/en/3688241/3688636/3828468/3830455/3938217/index.html>
- Prasad, E. (2016). *China's Efforts to Expand the International Use of the Renminbi*. Report prepared for the U.S.-China Economic and Security Review Commission. February 4, 2016
<https://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/China's%20Efforts%20to%20Expand%20the%20Internationalization%20of%20the%20RMB.pdf>
- Sevares, J. (2018). China en la globalización financiera. *Revista Ola Financiera*. 11 (30).
<http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/65517/57479>
- SWIFT (2020). Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. *SWIFT RMB Tracker* may 2020
https://www.swift.com/sites/default/files/documents/swift_rmb_tracker_may_2020_slides.pdf

ANEXO

Medidas del gobierno chino para promover la internacionalización del RMB²⁸

- En diciembre de 1996 China aceptó oficialmente el Artículo 8 del Acuerdo sobre Monedas Internacionales del FMI y admitió la convertibilidad del RMB. Desde entonces China promueve los intercambios bilaterales de divisas
- En 2002 se creó el programa Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) por el cual empresas extranjeras asentadas en Hong Kong fueron autorizadas a comprar y vender cuotas de títulos denominados en RMB en China.
- En 2003 con el propósito de desarrollar el mercado externo de RMB, el Consejo de Estado permitió a los bancos de Hong Kong y Macao hacer clearing de operaciones personales en RMB. En 2019 el banco central había firmado 76 acuerdos de clearing en RMB en 25 países y autorizado a 25 bancos locales, incluido uno de capital extranjero, a actuar como bancos de clearing en RMB.
- En 2004, los residentes de Hong Kong y Macao fueron autorizados a abrir depósitos bancarios en RMB
- Ese mismo año se creó el programa Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) que permite a empresas locales como empresas de seguros, bancos y otras instituciones financieras, previo permiso, invertir en el exterior en instrumentos financieros.
- Desde 2005, y como parte de su política para desarrollar el mercado de bonos, el gobierno chino promueve la emisión de bonos en RMB en el mercado chino por parte de entidades extranjeras (Panda Bonds). Las primeras emisiones las realizaron el Asian Development Bank y la International Finance Corporation (una institución del Banco Mundial). Hasta 2010 los beneficios obtenidos con los bonos no podrían remitirse al

²⁸ La información sobre medidas para promover la internacionalización que siguen provienen principalmente del *RMB Internationalisation Report 2019* del Banco Popular de China y del *RMB Internationalisation Report 2019 del China Construction Bank/The Asian Banker*. También de Eichengreen et.al.2017 y de Sevares, 2018.

exterior pero luego esa restricción fue eliminada. Empresas de varios países, como India, participan de ese mercado.

- En 2007 el China Development Bank comenzó a emitir bonos denominados en RMB (bonos Dim Sum) en Hong Kong y mercados del exterior. Hasta julio de 2010 estaban autorizados para emitir solo bancos de China y Hong Kong y luego se extendió a bancos del exterior. En 2012 el China Construction Bank fue el primer banco chino en emitir bonos en RMB en Londres lo cual fue seguido por bancos de otros países.

- Desde 2009 el gobierno aceleró la expansión de los pagos de comercio exterior en RMB con el Cross-border Trade CNY Settlement Pilot Project (SPR). Con ese programa permitió a compañías seleccionadas (Mainland Designated Enterprises) de cinco ciudades hacer sus transacciones de comercio exterior con Hong Kong, Macao y la ASEAN, en RMB. Luego esa facilidad fue extendida a todos los exportadores e

- En agosto de 2010 tuvo lugar la primera emisión de Dim Sum por una compañía extranjera, McDonald's y varios países como India, Luxemburgo y Polonia comenzaron a participar en el mercado.

- En 2009 el gobierno chino comenzó a realizar acuerdos de swaps de monedas con socios comerciales desarrollados y con países con necesidades de reservas, llegando a firmar 38 acuerdos por RMB 3,7 billones, en 2019.

El swap más grande es con el Banco Central Europeo. China es el tercer mercado de exportación de la Unión Europea después de Estados Unidos y el Reino Unido y el principal origen de sus importaciones. La UE es el primer socio comercial de China, seguido de Estados Unidos, HK, Japón y Corea del Sur.

- En Julio de 2009 se estableció el programa piloto para pagos por comercio transfronterizo en RMB en Shanghai y otras cuatro ciudades para operar con empresas de Hong Kong, Macao y países de la ASEAN. Fue la primera vez que China autorizó pagos por comercio exterior en RMB. En 2010 el programa fue expandido a otras veinte jurisdicciones y en 2011 a todo el país.

- En esos años también se autorizaron el financiamiento transfronterizo del comercio en RMB, préstamos en RMB para proyectos en el exterior y fondos monetarios transfronterizos en RMB.

- En 2010 se autorizó a bancos extranjeros involucrados en pagos transfronterizos de comercio a invertir en instrumentos denominados en RMB en el mercado interbancario de bonos de China.

- En octubre de 2010 se lanzó el programa para permitir inversiones externas en RMB en empresas locales. Luego se autorizó la inversión externa directa en RMB.²⁹
- En 2012 el banco central comenzó la construcción del RMB Cross-border Interbank Payment System (CIPS) para pagos transfronterizos en RMB entre bancos para competir con el sistema SWIFT, que procesa la mayor parte de los pagos internacionales.
- En 2013 el gobierno lanzó la Iniciativa de la Franja y la Ruta (Belt and Road Initiative en su denominación actual), en el contexto de la cual China está desplegando grandes inversiones en países periféricos. Las inversiones, realizadas son en su mayor parte por empresas chinas y financiadas por bancos chinos y el Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) y son en dólares. Sin embargo el programa puede ser un canal de promoción del uso del RMB en la medida que estrecha los lazos de comercio e inversión entre China y los países receptores.
- En 2013 se creó la China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone (CSPFTZ) que consistió en la construcción de cuatro centros de libre comercio en Shanghai y que luego se extendió a otras ciudades. Esta iniciativa, de aplicación gradual, está destinada a promover los movimientos transfronterizos de capital. Uno de los instrumentos de este programa es el sistema de Renminbi Qualified Foreign Institutional Investment (RQFII) y el Renminbi Qualified Domestic Institutional Investment (RQDII), por el cual inversores institucionales locales y extranjeros seleccionados pueden invertir en instrumentos denominados en RMB. Las cuotas aprobadas de RQFII aumentaron de 0 a comienzos de 2013 a 500 a comienzos de 2016. A partir de allí el número siguió subiendo a un ritmo menor y llegó a 614 a fines de 2018. El número de empresas involucradas en las aprobaciones en esa fecha es de 196.
- En 2014 se creó la conexión entre los mercados de valores de Hong Kong y Shanghai (Shanghai-HK Stock Connect) a través del cual los inversores chinos pueden comprar títulos de empresas extranjeras y los residentes de HK invertir en la bolsa de Shanghai

²⁹ Las inversiones externas las que se hacen para establecer empresas nuevas (Greenfield), hacer fusiones y adquisiciones y ampliar empresas propias ya existentes en el exterior; la inversión externa directa es la que se dirige a comprar acciones de empresas extranjeras.

- Desde 2015, los bancos centrales extranjeros pueden operar en el mercado de divisas (forex) de China.
- En octubre de 2016 el RMB fue incorporado a la canasta de monedas que forman el valor de los Derechos Especiales de Giro, con un 10,9% del total. El porcentaje mayor corresponde al dólar y el euro.
- En 2017, se creó la Bond Connect para facilitar las compras de bonos gubernamentales y de empresas chinas por parte de extranjeros
- En marzo de 2018 se estableció un mercado de futuros de petróleo en RMB con el propósito de crear una alternativa a los mercados de futuros de otros países. En 2019 se anunció que se añadirían el caucho, metales no ferrosos, oro y aluminio, y que se admitiría la participación de inversores extranjeros.³⁰

³⁰ China to open up access to yuan-denominated commodity futures contracts as trade war escalates. South China Morning Post 28/05/2019 <https://www.scmp.com/business/china-business/article/3012161/china-open-access-yuan-denominated-commodity-futures>