

**“EL RENMINBI COMO MONEDA GLOBAL DE RESERVA: UNA PERSPECTIVA DE BANCA CENTRAL”. INTERVENCIÓN DEL LIC. JAVIER GUZMÁN CALAFELL, SUBGOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO, EN LA 6ª MESA REDONDA DE CENTRAL BANKING PUBLICATIONS SOBRE EL RENMINBI. Ciudad de México, 10 de mayo de 2017.<sup>1</sup>**

Me da mucho gusto participar en este evento. Agradezco a los organizadores su gentil invitación.

En años recientes, diversos bancos centrales alrededor del mundo han mostrado un interés creciente en incluir activos denominados en divisas de economías emergentes en sus reservas internacionales. Además de la continua búsqueda por parte de los administradores de reservas de un equilibrio adecuado entre el riesgo y la rentabilidad de sus portafolios de inversión, lo anterior obedece también a la mejora de los fundamentos económicos de varias de estas economías, así como a la fortaleza que han mostrado ante las dificultades derivadas de un ambiente internacional complejo y, en ocasiones, turbulento.

El caso del renminbi chino es particularmente relevante. Por una parte, la rápida internacionalización registrada por esta moneda durante los últimos años, bien pudiera considerarse una consecuencia natural de la creciente importancia de China en el sistema económico y financiero mundial. Sin embargo, claramente existen otros factores que explican este fenómeno.

---

<sup>1</sup> Las opiniones y puntos de vista expresados en este documento son responsabilidad del autor y no necesariamente representan la postura institucional del Banco de México o de su Junta de Gobierno en conjunto.

Entre estos, destacan las medidas implementadas por las autoridades de ese país orientadas a lograr dicho resultado.

Aunque el nivel de aceptación de una moneda fuera de la jurisdicción de su emisor varía a lo largo de una amplia gama de dimensiones, existen ciertos atributos que una divisa debe satisfacer para poder ser considerada de uso internacional y, en última instancia, adquirir el estatus de activo de reserva. Por una parte, el funcionamiento de una moneda como unidad de cuenta y medio de pago eficiente le permite ser ampliamente utilizada para la cotización y liquidación de transacciones internacionales, tanto comerciales como financieras. Por otra parte, y quizás de mayor relevancia para su papel como activo de reserva, una divisa internacional debe ser considerada como un depósito confiable de valor, lo que significa que inversionistas extranjeros, entre ellos los administradores de reservas internacionales, estén dispuestos a poseer activos denominados en dicha moneda.

Claramente, el cumplimiento de dichos atributos es resultado de un proceso por naturaleza prolongado y su logro, así como la velocidad con la que esto ocurre, se encuentra estrechamente vinculado a las condiciones tanto prevalecientes como esperadas en el país emisor. Entre éstas, es de particular importancia la fortaleza de los fundamentos de la economía, especialmente en lo concerniente a la estabilidad macroeconómica y financiera. Asimismo, el tamaño de la economía del país emisor, así como su posición dentro las redes regionales y mundiales de producción y comercio, son determinantes importantes de la demanda de su moneda a nivel internacional, mientras que

la apertura de la cuenta de capital, la resultante convertibilidad de la divisa, y la profundidad de los mercados financieros internos, ofrecen un mayor nivel de seguridad a los inversionistas internacionales.

En el transcurso de los últimos años se han logrado avances considerables en la internacionalización del renminbi chino. Su creciente uso como medio de pago y unidad de cuenta es evidente. La participación del renminbi en los pagos a nivel global ha pasado de virtualmente nula en 2010 a poco menos de 2 por ciento a principios de 2017, observándose un patrón similar en el comercio exterior total de China que se realiza en su propia moneda.<sup>2</sup> Asimismo, la encuesta trianual más reciente del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) sobre volúmenes operados en el mercado cambiario,<sup>3</sup> muestra que el año pasado el renminbi fue la octava divisa más comerciada en los mercados internacionales y la primera entre las de economías emergentes, al casi haber duplicado su participación en las transacciones cambiarias en el transcurso de tres años.<sup>4</sup>

En paralelo, también se han logrado avances significativos en cuanto al uso del renminbi como depósito de valor por parte de bancos centrales y autoridades monetarias. La más reciente publicación de los resultados de la encuesta sobre la composición de las reservas oficiales de divisas (Currency Composition of

---

<sup>2</sup> Hongbin, Q. et al. (2017): "The Rise of the Redback VI", HSBC Global Research, April.

<sup>3</sup> Banco de Pagos Internacionales (2016): "Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2016", September.

<sup>4</sup> Sin embargo, es pertinente señalar que este incremento se produjo sobre una base relativamente baja dado que la participación del renminbi en las transacciones de divisas aumentó de 2.2% en 2013 a 4% en 2016 (nótese que la suma de las participaciones para todas las divisas es 200%, ya que dos de ellas están involucradas en cada transacción).

Official Foreign Exchange Reserves, o COFER por sus siglas en inglés) del FMI incluye datos específicos para esta moneda por primera vez desde que se cuenta con registros. De acuerdo con dicha información, aunque sobre la base de una cifra baja, apenas superior a 1% hacia finales de 2016, la participación del renminbi en el total de las reservas internacionales asignadas no se encuentra lejos de la correspondiente a otras monedas más establecidas como activo de reserva, tales como el dólar australiano y el dólar canadiense (1.9 y 2 por ciento, respectivamente), y muy por encima de la del franco suizo (0.2 por ciento).<sup>5</sup>

Como se señaló con anterioridad, estos acontecimientos responden en buena medida a la creciente importancia de China en la economía mundial. En 2014, China superó a Estados Unidos como la mayor economía del mundo, con base en el tamaño de su PIB ajustado por la paridad del poder de compra, representando alrededor de un sexto de la producción mundial. Desde entonces, el diferencial entre ambas economías se ha seguido ampliando y, de acuerdo con las últimas proyecciones del FMI,<sup>6</sup> se espera que la participación de China en la economía mundial aumente a más de una quinta parte de la producción global en 2022, casi diez veces más que en 1980. La importancia de China en el comercio internacional de mercancías ha seguido un patrón similar, incluso más dramático, ya que su participación en las importaciones y exportaciones mundiales ha aumentado de alrededor de 1 por ciento a principios de la década de 1980 a más de 11 por ciento en la actualidad.

---

<sup>5</sup> Fondo Monetario Internacional (2017): Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), al cuarto trimestre de 2016.

<sup>6</sup> Fondo Monetario Internacional (2017): Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial, abril.

Sin embargo, más allá del papel de China en la economía global, existen otros factores que explican el surgimiento del renminbi como moneda internacional. En particular, las autoridades chinas han venido aplicando una serie de medidas orientadas específicamente a lograr este objetivo.

Para promover el uso del renminbi como moneda de inversión, una primera serie de esfuerzos incluyó la creación y el desarrollo de mercados extraterritoriales (*offshore*) en los que se permitió a inversionistas institucionales extranjeros realizar operaciones bancarias, aunque de manera selectiva y sujetos a límites, así como comerciar e incluso emitir instrumentos financieros denominados en renminbi. Más recientemente, se ha observado la remoción de importantes obstáculos para la internacionalización del renminbi a través de una relajación gradual de restricciones al acceso de no residentes a los mercados locales. Al respecto, y en virtud de su relevancia para los bancos centrales, cabe destacar las medidas que les permiten a estos tener acceso prácticamente irrestricto a los mercados locales de renta fija y cambiarios, respaldadas además por mejoras en la transparencia de la información estadística y un papel más importante para los mecanismos de mercado en la determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio. Asimismo, vale la pena mencionar las recientes medidas que conectan a la bolsa de valores de Hong Kong con sus contrapartes en China continental, facilitando así el acceso de extranjeros a los mercados bursátiles locales.

Tras la adhesión de China a la Organización Mundial de Comercio en 2001, se han promulgado acuerdos comerciales estratégicos con otras economías

emergentes, especialmente en Asia. Adicionalmente, una serie de mecanismos que facilitan tanto la inversión directa en el exterior como los préstamos de China, ya sea directos o indirectos, han fomentado un uso más amplio del renminbi para la medición y liquidación de flujos internacionales y, a través de este canal, como moneda de reserva.<sup>7</sup> Esto último incluye la denominada “Nueva Ruta de la Seda”, el Banco de Desarrollo de China, el Banco de Exportaciones e Importaciones de China, y organizaciones multilaterales recientemente creadas como el Nuevo Banco de Desarrollo y el Banco Asiático para la Inversión en Infraestructura, en conjunto con la creciente red global de líneas recíprocas de crédito en divisas entre el Banco Popular de China y los bancos centrales de otros países.

No obstante los notables avances de los últimos años, el progreso hacia una más profunda y extensa internacionalización del renminbi sigue siendo limitado y con importantes diferencias geográficas, tanto en resultados como en perspectivas.<sup>8</sup>

Por una parte, la importancia e influencia de China son significativamente mayores en Asia que en el resto del mundo, lo que sin duda se suma a las otras ventajas del renminbi para explicar su papel como moneda de uso internacional en la región. Lo anterior se explica en parte por las diversas medidas e iniciativas oficiales orientadas a una mayor interacción económica

---

<sup>7</sup> Una vez establecido el uso internacional de una moneda para fines transaccionales, los socios comerciales del país emisor cuentan con incentivos para estabilizar sus tipos de cambio frente a dicha moneda, llevándolos así a acumular reservas y a buscar líneas contingentes para la provisión de liquidez denominadas en esa moneda, lo que deriva en un mayor uso de ésta como depósito de valor.

<sup>8</sup> Véase Eichengreen, B. y D. Lombardi (2017): “RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency?”, *Asian Economic Papers* 16:1.

entre China y otros países asiáticos. No obstante, el comercio ha sido indudablemente la fuerza clave para impulsar el uso transfronterizo del renminbi en la región. En efecto, cifras recientes muestran que alrededor de la mitad de las importaciones chinas se originan en Asia, hecho que a su vez se refleja en el predominante papel del renminbi como referencia para la determinación del valor de otras monedas en la región, por encima del dólar y el euro,<sup>9</sup> así como en su uso como medio de pagos con China. Hacia adelante, la continuidad esperada en el crecimiento de la economía china, si bien a tasas menores que en el pasado, junto con los probablemente más profundos y extensos vínculos con otras economías en la región, y las reformas previstas en relación a un uso más libre de su moneda en el exterior, apoyan la expectativa de un mayor fortalecimiento de estas tendencias en los próximos años. La importancia del comercio internacional como elemento promotor del papel internacional del renminbi también se ilustra por el hecho de que esta divisa se ha convertido en la principal referencia para otras economías emergentes fuera de Asia con fuertes vínculos comerciales con China.

Por otra parte, es innegable que la relevancia del renminbi como moneda de reserva a escala global es aún relativamente modesta. Esto queda claramente ilustrado por el hecho de que la importancia económica mundial de China, en función por ejemplo de su participación de 18 y 11 por ciento en la producción (ajustada por el poder adquisitivo de la moneda) y en el comercio de

---

<sup>9</sup> Veáse Subramanian, A. y M. Kessler (2013): "The Renminbi Bloc Is Here: Asia Down, Rest of the World to Go?" Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 12-19, August.

mercancías totales, respectivamente, todavía se encuentra lejos de la cifra de 1 por ciento de las reservas internacionales globales invertidas en renminbi.

En cierta medida, lo anterior puede explicarse por la presencia de externalidades de red positivas (es decir, la mayor probabilidad de que una moneda se use como medio de pago, unidad de cuenta o depósito de valor derivada de su uso por terceros para dichos propósitos) que apoyan la persistencia del dólar estadounidense como la principal divisa global y activo de reserva. Sin embargo, se debe tener en cuenta que, dados los vínculos comerciales y financieros de China con el resto del mundo, dichas externalidades podrían también cambiar rápidamente en un sentido que favorezca un uso más extendido del renminbi a nivel mundial.

Por lo tanto, el principal reto que las autoridades chinas enfrentan para lograr que el renminbi adquiriera una posición más relevante como moneda internacional, parece estar relacionado con la implementación de esfuerzos adicionales en diversos ámbitos. En mi opinión, es particularmente importante tomar acciones en las siguientes áreas:

1. Una mayor liberalización de la cuenta de capital. Conuerdo plenamente en que lo mejor en este ámbito es apegarse a enfoques que enfatizan tanto la gradualidad como la prudencia, ya que cambios en esta dirección deben ir acompañados de reformas en otras áreas clave para evitar implicaciones adversas para la estabilidad macroeconómica y financiera. En virtud de la significancia económica de China, esto es importante no sólo desde una



perspectiva nacional, sino también desde un punto de vista global. Mi impresión en este sentido es que el margen de maniobra para las autoridades chinas no es muy amplio. Si bien un ritmo más ambicioso para la internacionalización del renminbi requiere de una liberalización más rápida y generalizada de la cuenta de capital, para lograr un resultado exitoso lo anterior necesita a la vez de un sistema financiero más sólido, así como de esfuerzos adicionales para mejorar la gobernanza del sector corporativo y para permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio. Además, debe tomarse en cuenta que las medidas encaminadas a promover la liberalización de la cuenta de capital se han visto afectadas por algunas acciones implementadas recientemente para hacer frente a las presiones sobre el renminbi, y particularmente por aquellas derivadas tanto de regulaciones más estrictas sobre los flujos de capital como de un mayor rigor en su implementación, tales como restricciones a la compra de divisas extranjeras por particulares y límites más rigurosos a los flujos de inversión en el exterior.

2. En los últimos años, las autoridades chinas han dado pasos importantes hacia la liberalización del tipo de cambio. No obstante, el régimen cambiario todavía se encuentra lejos de un mercado del renminbi completamente regido por la oferta y la demanda. De persistir esta situación, podría continuar la preocupación por la posibilidad de que el gobierno controle la valuación de la moneda, particularmente con respecto al dólar estadounidense, con propósitos de estabilización o estímulo de la economía. También es importante tomar en cuenta que la transición hacia un régimen cambiario más basado en el mercado puede ser difícil y estar sujeta a severas fluctuaciones.

Indudablemente, los retos derivados del entorno internacional se ven acentuados por acontecimientos de naturaleza interna, al buscar las autoridades del país el logro múltiples objetivos de manera simultánea, incluyendo un menor papel del estado en la asignación de los recursos en la economía; la modificación de la estrategia de crecimiento en favor del consumo y la producción de servicios, para depender en menor medida de la inversión y las manufacturas; y la superación de importantes vulnerabilidades todavía presentes. En este contexto, los inversionistas internacionales podrían mantener una actitud de cautela en sus operaciones en renminbi.

3. No obstante su importante desarrollo en el curso de los últimos años, los mercados financieros chinos aún requieren mayor profundidad, transparencia y sofisticación. Además, su insuficiente conectividad con el sistema financiero global sigue reflejándose en bajos niveles de participación extranjera. Lo anterior se observa en casi todos los principales mercados. Aunque las bolsas de valores chinas se encuentran entre las mayores del mundo en términos de capitalización, la participación de no residentes apenas supera el 1 por ciento, una cifra reducida en comparación con otras economías emergentes, tales como Brasil (30 por ciento) y Rusia (23 por ciento). De manera similar, a pesar de su atractivo en términos de rendimientos y riesgo, el mercado de deuda chino (el tercero en el mundo por tamaño) se encuentra dominado por participantes locales, ya que la inversión extranjera es baja, de tan solo alrededor de 2 por ciento.<sup>10</sup> Claramente, esto se explica en gran medida por

---

<sup>10</sup> Véase Zhang, Z. et al. (2017): “China’s Bond Market: Deeper, Broader, More Complex”, HSBC Global Research, March.

las restricciones a la participación extranjera en los mercados financieros locales. No obstante, a la luz de sus características actuales, es razonable suponer también la presencia de factores de demanda en este resultado.

4. Al igual que en otras áreas, las autoridades chinas han realizado recientemente esfuerzos importantes para fomentar una mayor transparencia. En este sentido, cabe notar el progreso alcanzado en relación con las estadísticas monetarias, financieras y del sector externo, así como la decisión de suscribirse a la Normas Especiales para la Divulgación de Datos (Special Data Dissemination Standard) y a la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera (Coordinated Portfolio Investment Survey) del FMI y de reportar, por primera vez, la composición por divisas de una parte representativa de las reservas y pasivos bancarios internacionales del país.<sup>11</sup> Sin embargo, aún persisten fallas importantes en la provisión de información. El FMI ha señalado que lo anterior no es congruente con la importancia sistémica de China, haciendo notar que los problemas más serios se ubican en las áreas de cuentas nacionales, finanzas públicas, y los vínculos y posiciones de divisas de la banca y el sistema bancario paralelo.<sup>12</sup> Es evidente que una mayor transparencia de las estadísticas oficiales ayudaría a mitigar las potenciales preocupaciones sobre el estado y perspectivas de la economía y de los mercados financieros internos, apoyando a la vez el papel internacional del renminbi.

---

<sup>11</sup> Véase International Monetary Fund (2015): “Review of the Method of Valuation of the SDR”, IMF Policy Paper, November.

<sup>12</sup> Véase Fondo Monetario Internacional (2016): “Consulta del Artículo IV con la República Popular China”, August.

5. Si bien es cierto que los administradores de reservas disfrutaban de beneficios y facilidades especiales para operar en renminbi en los mercados financieros chinos en comparación con sus contrapartes privadas, incentivando así el uso de esta divisa para propósitos de reservas, aún quedan por superar importantes retos operativos. Entre estos cabe destacar un marco legal complejo, normas rígidas y con frecuencia no negociables requeridas por las autoridades, la posibilidad de malos entendidos en virtud de dificultades con el idioma, débiles canales de comunicación para superar estos problemas, y cambio regulatorios frecuentes. Lo anterior puede obligar a los inversionistas oficiales a depender de intermediarios privados u oficiales para operar en los mercados locales, incrementando así los costos generales asociados con la tenencia de activos denominados en renminbi. Incluso para algunas de estas instituciones los procedimientos correspondientes representan un reto, y frecuentemente recurren a cláusulas de exención al proporcionar servicios de asesoría sobre la interpretación de regulaciones, dejando al correspondiente banco central la responsabilidad sobre su cumplimiento.

Para concluir, solamente quisiera reiterar que la posición del renminbi en el sistema monetario internacional debería seguir fortaleciéndose como resultado de la creciente importancia económica de China a escala global, a lo largo de una trayectoria que lo lleve a establecerse como divisa de reserva en niveles significativamente superiores a los observados en la actualidad. No obstante, me parece importante hacer un par de reflexiones para realizar una valoración realista en este sentido. Primero, este proceso es inherentemente lento y prolongado, no necesariamente de naturaleza lineal, y pudiera estar

sujeto a retrocesos significativos y quizá frecuentes. Por tanto, cualquier perspectiva que al respecto se tenga, debe considerarse desde un punto de vista de largo plazo, prestando especial atención a la tendencia y no a acontecimientos específicos y, a menudo, aislados. Segundo, y estrechamente relacionado con el punto anterior, la velocidad a la que este proceso proceda estará determinada por el compromiso y la capacidad de las autoridades para implementar las medidas necesarias para lograr un papel del renminbi como divisa internacional congruente con la importancia de China en la economía mundial.