

BBVA Research



China



Observatorio Económico

Hong Kong, 9 de marzo de
2011

Análisis Económico

Uso transfronterizo del Renminbi: funcionamiento y oportunidades



Índice

Resumen.....	3
1. Introducción.....	4
Recuadro 1: Pasos hacia la internacionalización del RMB.....	6
2. ¿Cómo funciona uso comercial transfronterizo del RMB?.....	7
Recuadro 2: Dos canales para el uso transfronterizo del RMB.....	8
Recuadro 3: Acuerdos de swap de divisas bilaterales con China.....	9
3. ¿Qué oportunidades de negocio hay?.....	10
4. Repercusiones políticas y próximos pasos.....	12

Fecha de publicación: 9 de marzo de 2011

Resumen

Tras haber salvado con éxito la crisis financiera mundial y recobrado una fuerte sensación de confianza económica, los responsables de la política china han adoptado la internacionalización de la moneda, el Renminbi (RMB), como uno de sus principales objetivos. El experimento de China es único en el sentido de que al contrario de la experiencia de otras monedas internacionales como el dólar estadounidense, la libra esterlina o el yen japonés, los esfuerzos por internacionalizar el RMB preceden a la apertura total (o convertibilidad) de la cuenta de capital.

Uno de los primeros y más importantes pasos hacia la internacionalización del RMB ha sido permitir a los importadores y exportadores extranjeros el uso del RMB como moneda de transferencia en sus actividades comerciales con China. Iniciado como programa piloto en 2009, su nivel de cobertura se amplió en 2010, lo que ha impulsado el volumen de comercio con China denominado en RMB en vez de otras monedas internacionales. Hong Kong ha sido designado como el principal centro financiero off-shore en RMB y, en consecuencia, los depósitos en RMB de Hong Kong han aumentado en los últimos meses.

El llamado programa piloto para el uso transfronterizo del RMB sigue ampliándose y se prevé que con el tiempo fomentará una progresión geográfica del uso del RMB. En las etapas iniciales, las economías con estrechos lazos geográficos o estratégicos con China son las que tienen más probabilidades de experimentar un rápido crecimiento del uso transfronterizo del RMB. Con el transcurso del tiempo, es probable que el uso geográfico se amplíe a nivel mundial, ya que siguen aumentando los vínculos comerciales y de inversión de China con otras partes del mundo.

El actual proceso de internacionalización del RMB brinda enormes oportunidades de negocio a empresas comerciales y bancos extranjeros. Dada su especial relación con China y su papel como centro financiero internacional, Hong Kong se ha convertido en el principal mercado off-shore del RMB, donde los depósitos denominados en RMB han crecido rápidamente en los últimos meses. Hay una serie de productos y vehículos de inversión ya disponibles, incluido el mercado de bonos "Dim Sum", que crece a gran velocidad.

Dicho esto, el mercado off-shore del RMB todavía se encuentra en una etapa incipiente donde los beneficios de los importadores extraterritoriales derivados del uso del RMB como moneda de transferencia son todavía bastante limitados. Esto se debe en parte a la reducida diversidad de oportunidades y canales de inversión, así como a la todavía escasa liquidez off-shore del RMB.

Creemos que las autoridades de China y Hong Kong tomarán nuevas medidas para desarrollar el mercado off-shore del RMB con el fin de intensificar la internacionalización de dicha moneda y limitar también el riesgo de inestabilidad financiera en el mercado de RMB. Estas medidas incluyen el desarrollo de un mercado de bonos en RMB con mayor liquidez en Hong Kong y valores denominados en RMB. Otras acciones clave consistirán en incrementar los canales a través de los cuales los RMB off-shore puedan repatriarse a China continental, y los esfuerzos para aumentar los fondos monetarios en RMB de Hong Kong.

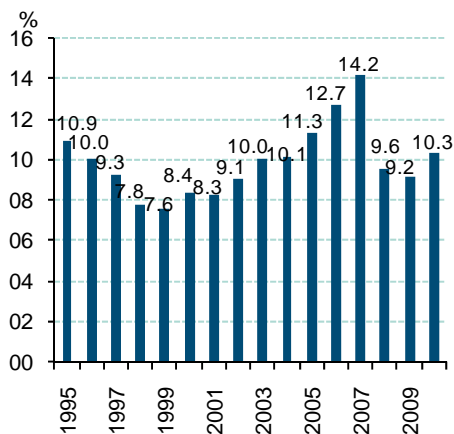
1. Introducción

1.1. La creciente notoriedad del renminbi

El renminbi (RMB), que una vez fuera una moneda poco conocida, utilizada únicamente dentro de las fronteras de China, se ha convertido en una palabra de moda en todo el mundo. Y hay razones de peso para esta notoriedad. El enorme crecimiento de la productividad de China y la acumulación de reservas de divisas y superávits por cuenta corriente han llevado a que cada vez haya más peticiones para que se produzca una rápida apreciación del RMB. Pero eso no es todo. Después de tres décadas de rápido crecimiento económico, China se ha convertido en la segunda mayor economía del mundo y en el exportador de mayor tamaño (Gráficos 1 y 2).

Gráfico 1

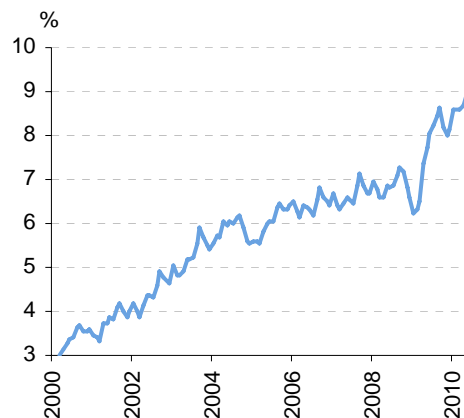
Crecimiento del PIB de China



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Cuota de participación de China en las exportaciones mundiales



Fuente: Datastream y BBVA Research

Sin embargo, a pesar de su creciente notoriedad, hasta la fecha el RMB ha estado desproporcionadamente infrutilizado en el extranjero, dada la gran escala del comercio internacional de China y su creciente influencia económica. Pero parece que esto está a punto de cambiar. De hecho, a medida que ha ido pasando el tiempo, el rápido crecimiento económico de China y la apreciación de la tasa de cambio han hecho que el RMB se haya convertido en una moneda cuya tenencia es cada vez más atractiva, especialmente en varias economías de su entorno.

1.2 La internacionalización del RMB

El atractivo de la tenencia de RMB en el extranjero experimentó un nuevo impulso en julio de 2009 con el lanzamiento de un programa piloto de operaciones comerciales transfronterizas en RMB (de aquí en adelante el "programa piloto") y su posterior ampliación en junio de 2010. Antes del programa piloto, casi todo el comercio transfronterizo tenía que denominarse en monedas extranjeras (en especial el dólar estadounidense). Todavía en la segunda mitad de 2009, por ejemplo, las cifras oficiales muestran que sólo un 0,04% de las operaciones comerciales transfronterizas de China se denominaron en RMB.

En este contexto, el programa piloto debe verse como un paso importante hacia el objetivo de China a largo plazo de internacionalizar su moneda, objetivo que debería crear grandes oportunidades de negocio para importadores, exportadores e inversores en China. El experimento de China es único en el sentido de que al contrario de la experiencia de otras monedas internacionales como el dólar estadounidense, la libra esterlina o el yen japonés, los esfuerzos por internacionalizar el RMB preceden a la apertura total (o convertibilidad) de la cuenta de capital. La máxima internacionalización del RMB significaría su emergencia no sólo como moneda de facturación en el comercio internacional y en las operaciones financieras, sino también como una posible moneda de reserva.

Sin embargo, la idea de que el RMB podría sustituir al dólar como moneda de reserva mundial, como se ha sugerido recientemente, no parece viable, ni siquiera a medio plazo. Como muestra la historia económica, el papel internacional de una moneda es sumamente persistente. Lo que sí parece más factible, o al menos posible, es que el RMB se convierta en una moneda de referencia en Asia en los próximos años. Un papel más importante del RMB en Asia, especialmente su conversión en moneda de referencia, podría surgir dentro del contexto de una coordinación más sencilla de los asuntos monetarios o, en el otro extremo, en el contexto de una unión monetaria plena.

No hay un marco claramente establecido para definir lo que significa para una moneda su "internacionalización", pero sí hay esquemas que detallan qué funciones debe cumplir una moneda si se utiliza más allá de sus fronteras. Kenen (1983) y Chinn y Frankel (2005) han desarrollado una lista de las funciones internacionales de una moneda mundial (Tabla 1). La lista se divide en tres grupos principales: acumulación de valor, medio de intercambio y unidad de cuenta. Más concretamente, una moneda internacional puede utilizarse para propósitos privados, como la sustitución de monedas, el comercio y las operaciones financieras, y la facturación y denominación. Por otro lado, los principales usos oficiales de una moneda internacional son: como moneda de las reservas de las autoridades monetarias o de las instituciones al cargo de las reservas internacionales de un país, como moneda vehículo para la intervención en los mercados cambiarios por parte de la institución al cargo de las reservas internacionales, y, por último, como referencia para vincular una moneda, en la medida en que un país tiene una tasa de cambio fija o semifija. Sus usos más importantes son como medio de intercambio relacionado con la facturación de las operaciones comerciales y como unidad de cuenta. De menor importancia es la sustitución de monedas, excepto en los países donde hay otra moneda en circulación (que suele ser el dólar), aunque con la aparición del euro ha habido casos de "eurización" parcial y no oficial en algunas de las economías de Europa del Este.

Tabla 1

Funciones internacionales de una moneda mundial

Papel de la moneda	Uso oficial	Uso privado
Acumulación de valor	Moneda de reservas internacionales	Sustitución de monedas (dolarización)
Medio de intercambio	Moneda vehículo para la intervención en los mercados cambiarios	Facturación de comercio y operaciones financieras
Unidad de cuenta	Ancla para vincular una moneda	Denominación (valor) para las operaciones comerciales y financieras

Fuente: Kenen (1983) y Chinn y Frankel (2005)

1.3 Uso transfronterizo del RMB

Desde el lanzamiento y la posterior ampliación del programa piloto (Recuadro 1), a los importadores y exportadores extranjeros se les ha permitido utilizar el RMB como moneda de transferencia en las operaciones con sus socios comerciales chinos en territorio nacional. A este respecto, pueden participar en transacciones financieras relacionadas con el RMB con los bancos cualificados (bancos participantes o BP), incluidas las inversiones en depósitos, actividades de cambio de divisas, remesas de utilidades y financiación comercial.

Las empresas extranjeras pueden buscar rentabilidad, aunque todavía sea bastante limitada, en sus recaudaciones en RMB en el mercado off-shore de RMB de Hong Kong, donde se están creando varios productos de inversión en RMB, incluidos los CD, los bonos y otros instrumentos estructurados denominados en dicha moneda. Las corporaciones tienen permiso para emitir bonos en RMB off-shore en Hong Kong y, de forma individualizada, pueden volver a invertir los fondos en China continental, aunque esta práctica todavía está desarrollándose y tiene que someterse a la aprobación del BPdC y la SAFE. Alternativamente, algunas corporaciones podrían preferir utilizar sus ganancias en RMB de otros modos que no impliquen la repatriación de los fondos a China, como por ejemplo hacer operaciones de swap en USD.

De cara al futuro, anticipamos un rápido crecimiento de las operaciones comerciales transfronterizas denominadas en RMB. A corto plazo, es posible que continúen los incentivos para la tenencia de RMB debido a las expectativas de una mayor apreciación de la moneda. A medio plazo, además de la una nueva ampliación de la cobertura del programa piloto y de la relajación de las cuotas y restricciones relevantes, es probable que las autoridades implementen otras medidas complementarias para fomentar la tenencia y el uso del RMB off-shore. Lo más útil a este respecto sería incluir el levantamiento de las restricciones sobre la entrada de RMB off-shore en China en forma de IED y de inversión en cartera, aunque esto último en particular puede tardar en materializarse mucho tiempo debido a la preocupación de las autoridades por las entradas de capital especulativo.

Recuadro 1: Pasos hacia la internacionalización del RMB

En 2009, las autoridades chinas intensificaron sus esfuerzos para internacionalizar el RMB con el lanzamiento del programa piloto para las transacciones comerciales en RMB en combinación con otras medidas complementarias para fomentar el uso transfronterizo de la moneda. De este modo, las autoridades tratan de facilitar la internacionalización del RMB a un nivel acorde con la creciente importancia de China en la economía mundial y en el comercio internacional. Entre los últimos pasos que se han dado se incluyen los siguientes:

- Julio de 2009: lanzamiento de un programa piloto de operaciones comerciales transfronterizas en RMB en virtud del cual se les permitía a las empresas nacionales designadas el uso del RMB como moneda de transferencia. El ámbito nacional de este programa piloto incluía inicialmente cinco ciudades chinas: Shanghái, Guangzhou, Shenzhen, Zhuhai y Dongguan, mientras que el ámbito externo se circunscribía a Hong Kong, Macao y los países miembros de ASEAN.
- Junio de 2010: el programa piloto se amplió para incorporar 20 provincias chinas y, a nivel internacional, el resto del mundo. La ampliación nacional incluía a todos los importadores chinos de las regiones piloto y a 365 exportadores chinos designados.
- Julio de 2010: el Banco Popular de China (BPdC) firmó nuevos memorandos de entendimiento (MdE) con la autoridad monetaria de Hong Kong (AMHK) y el Banco de China (Hong Kong) sobre la compensación de transacciones en RMB; estos acuerdos cancelaron las restricciones sobre las transferencias interbancarias de fondos en RMB en Hong Kong e hicieron posible que las corporaciones compraran RMB en bancos de Hong Kong.
- Agosto de 2010: el BPdC permitió a algunas instituciones financieras extranjeras cualificadas, incluidos varios bancos centrales y bancos comerciales, invertir en el mercado de bonos interbancario nacional. Esta medida fue adoptada para ampliar los canales de inversión del RMB off-shore resultante de la transferencia comercial.
- Diciembre de 2010: el BPdC amplió el ámbito del programa de uso transfronterizo para incluir los grandes exportadores de las regiones piloto, con lo que el número total de exportadores designados se elevó a 67.359 (un 30% aproximadamente del total de exportadores).
- Enero de 2011: el BPdC permitió a las empresas de las 20 regiones piloto hacer inversiones directas (lanzamiento de nuevos negocios, fusiones y adquisiciones, así como la participación en inversiones estratégicas, pero con la exclusión de las inversiones financieras).

2. ¿Cómo funciona el uso comercial transfronterizo en RMB?

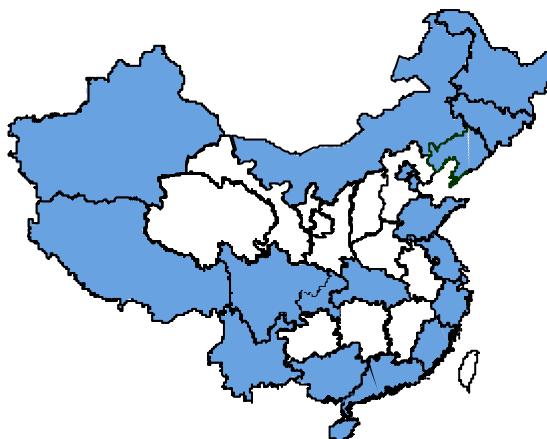
2.1 El ámbito del programa piloto y los canales de uso transfronterizo del RMB

El programa piloto ya se ha ampliado en el ámbito internacional hasta hacerse global, mientras que en el ámbito nacional se ha ampliado hasta cubrir 20 provincias o ayuntamientos (Shanghái, Guangdong, Pekín, Tianjin, Chongqing, Zhejiang, Guangxi, Yunan, Inner Mogolia, Sichuan, Jiangsu, Shandong, Liaoning, Fujian, Hubei, Helongjiang, Jilin, Hainan, Xinjiang y Tibet). En 2009, estas regiones piloto representaban en conjunto el 95% del volumen total del comercio internacional de China (Gráfico 3), aunque dado que en el programa piloto sólo se incluyen los exportadores que cumplen los requisitos, la cobertura del volumen total del comercio puede ser en realidad inferior.

En virtud del programa piloto, cualquier empresa de comercio extranjera puede recibir RMB como moneda de transferencia cuando exporta a empresas chinas de las regiones piloto (todos los importadores chinos tienen derecho a este plan). Por otro lado, si una empresa extranjera desea pagar en RMB las importaciones desde China, su socio comercial chino debe estar entre las empresas designadas en una de las regiones piloto.

Gráfico 3

Cobertura nacional del programa piloto



Nota: las regiones señaladas son las que cubre el programa piloto
Fuentes: NBS, CEIC y BBVA Research

Hay dos canales para las empresas extranjeras, mediante el uso de los bancos cualificados (bancos participantes o BP), para realizar el uso transfronterizo del RMB con sus socios comerciales chinos. (Recuadro 2).

Canal 1: Operaciones con el banco de compensación (CB) de Hong Kong. El BdC (HK) es actualmente el único CB designado para el uso transfronterizo del RMB en Hong Kong.

Canal 2: Operaciones con los bancos corresponsales de China continental (MCB). Los BP deben ejecutar los acuerdos de los bancos corresponsales con sus MCB.

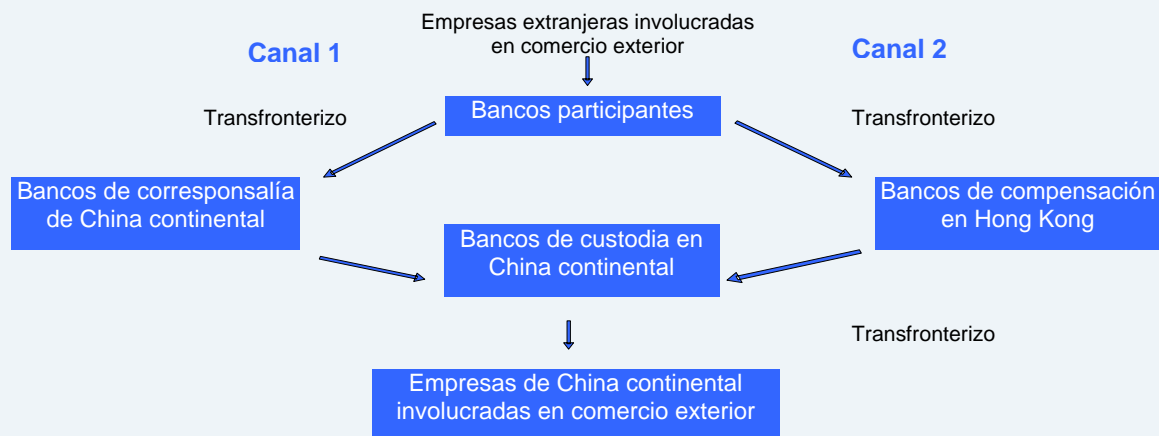
Recuadro 2: Dos canales para el uso transfronterizo del RMB

Existen dos canales bancarios para el uso transfronterizo del RMB (Anexo 1). A través del primero, cualquier banco exterior que da servicio a un importador o exportador extranjero puede actuar como banco participante (BP) y dirigirse a un banco corresponsal de China continental (MCB) para realizar la operación en RMB (Canal 1). Los bancos corresponsales de China continental son todos los bancos chinos constituidos que tienen autorización del BPdC para realizar actividades internacionales de transferencia comercial. Los bancos corresponsales de China continental pueden firmar acuerdos de transferencia

en RMB con los bancos participantes y abrir una cuenta nostro para manejar las transferencias en RMB entre sus clientes exportadores e importadores. Estos bancos también pueden comprar y vender RMB a los bancos participantes dentro de una determinada cuota establecida por el BPdC o proporcionar financiación en RMB a los bancos participantes. Alternativamente, los bancos participantes también pueden dirigirse al banco de compensación, es decir, el Banco de China (Hong Kong) para hacer transferencias en RMB (Canal 2).

Anexo 1

Los dos canales para uso transfronterizo del RMB



Fuentes: CBI y BBVA Research

2.2 Progresión geográfica prevista de la actividad del uso transfronterizo del RMB

Hasta la fecha, el uso transfronterizo del RMB está todavía en una etapa incipiente. Aunque ha crecido desde la ampliación del programa piloto, la demanda de transferencias en RMB se concentra en las empresas asiáticas que operan con empresas equivalentes chinas (especialmente Hong Kong), y el volumen de actividad está empezando a extenderse ahora a otras regiones (Gráfico 4). Sin embargo, es probable que el proceso tarde tiempo en asentarse y el progreso en un determinado país o región dependerá, naturalmente, de su disposición a aceptar el RMB como moneda de transferencia comercial.

Los países o economías que es más probable que utilicen el RMB para su uso transfronterizo con China tienen las siguientes características:

1. Aquellos que tienen la intención de convertirse en centros extraterritoriales de RMB o utilicen eventualmente el RMB como moneda local.
2. Aquellos que tienen relaciones estratégicas o acuerdos especiales con China: por ejemplo, China y Rusia acordaron utilizar sus propias monedas para el comercio bilateral en noviembre de 2010; China también ha llegado a una serie de acuerdos de swap de divisas bilaterales con otros países y regiones (Recuadro 3).
3. Aquellos que están geográficamente más cerca de China.
4. Aquellos que mantienen fuertes vínculos de comercio e inversión con China.
5. Aquellos con menor tamaño económico, con mercados financieros menos desarrollados o con bajos niveles de reservas de divisas.

En vista de las consideraciones anteriores, cabe esperar que la proliferación del RMB como moneda de transferencia proceda según la secuencia siguiente (Gráfico 5):

Primera etapa: Hong Kong y Macao (características 1, 3 y 4).

Segunda etapa: Indonesia, Filipinas, Laos, Camboya, Myanmar, Vietnam, Tailandia y Brunei (características 3, 4 y 5).

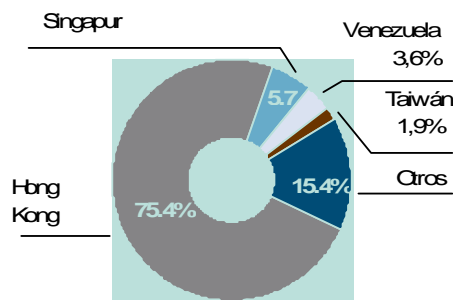
Tercera etapa: Singapur, Malasia, Taiwán, Mongolia, Corea y las economías de Asia Central (características 3, 4 y 5).

Cuarta etapa: Rusia, Brasil, Turquía, Bielorrusia, Argentina, Islandia, (característica 2).

Quinta etapa: economías seleccionadas del resto del mundo (características 4 y 5).

Gráfico 4

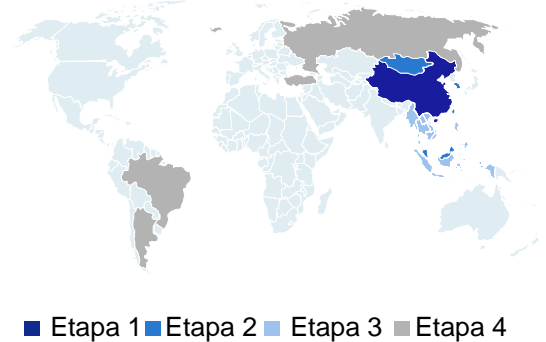
Distribución regional del uso transfronterizo del RMB



A noviembre de 2010
 Fuentes: CITIC y BBVA Research

Gráfico 5

Progresión geográfica prevista



Fuentes: BPdC y BBVA Research

Recuadro 3: Acuerdos de swap de divisas bilaterales con China

China empezó a participar en diversas formas de acuerdos de swap y acuerdos monetarios regionales a finales de la década de 1990. En la primera etapa, el objetivo principal era proporcionar fondos para ayudar a estabilizar las economías en crisis durante el periodo de la crisis financiera asiática, más allá de los fondos provistos a través de los paquetes de rescate internacionales organizados por el FMI en aquel momento. Hay que destacar que los acuerdos de swap de China en aquella época eran en dólares estadounidenses.

A partir de finales de 2008, durante el periodo más duro de la crisis financiera, China firmó una serie de acuerdos de swap bilaterales denominados en RMB con otros países (Tabla 2). En virtud de estos acuerdos, muchos de los cuales siguen vigentes, los países participantes pueden

denominar las actividades comerciales con China en RMB en vez de utilizar dólares u otras monedas convertibles. Además de contribuir a aliviar la escasez de dólares en aquel momento (al permitir que el comercio con China se denominara en RMB), dichos acuerdos formaron parte de la primera iniciativa de las autoridades chinas para empezar a promover el uso del RMB a nivel internacional. Una de las políticas establecidas por el BPdC es firmar más acuerdos de swap bilaterales en el futuro.

Por otra parte, también hay un conjunto de acuerdos de swap especiales con Rusia, Brasil y Turquía que permite a estos países denominar parte de sus flujos de comercio bilaterales en sus respectivas monedas nacionales.

Tabla 2

Acuerdos de swap bilaterales de China con otros países

Acuerdos de swap bilaterales	Tamaño total	Entrada en vigor	Vencimiento
China-Corea	200.000 millones de RMB/38 billones de won	Dic 08	Abr 10
China-Hong Kong	200.000 millones de RMB/227.000 millones de HKD	Ene 09	Ene 12
China-Malasia	80.000 millones de RMB/40.000 millones de ringgit	Feb 09	Feb 12
China- Bielorrusia	20.000 millones de RMB/8 billones de BYB	Mar 09	Mar 12
China-Indonesia	100.000 millones de RMB/175 billones de rupias	Mar 09	Mar 12
China-Argentina	70.000 millones de RMB/c. equivalente en pesos	Mar 09	Mar 12
China-Islandia	3.500 millones de RMB/66.000 millones de ISK	Jun 10	Jun 13

Fuente: BPdC y BBVA Research

3. ¿Qué oportunidades de negocio hay?

3.1 Desarrollo del uso transfronterizo del RMB

El programa piloto ha incentivado el rápido crecimiento de las operaciones comerciales transfronterizas denominadas en RMB, especialmente desde su ampliación en junio de 2010 (Gráfico 6). Sin embargo, la cuota del volumen de comercio denominado en RMB todavía representa una pequeña fracción del comercio internacional de China, alrededor del 2,5% del total de importaciones y exportaciones en 2010. No obstante, es de esperar que esta cuota aumente en los próximos años.

3.2 Costes y beneficios para las empresas comerciales por el uso del RMB como moneda de transferencia

La utilización del RMB como moneda de transferencia puede conllevar tanto costes como beneficios para las empresas de comercio y para las empresas multinacionales (Tabla 2). En general el incentivo para utilizar el RMB como moneda de transferencia juega más a favor de los importadores chinos que de los importadores extranjeros de productos chinos. De modo que aproximadamente en el 80% de las operaciones comerciales transfronterizas que se denominan en RMB se trata de importadores chinos que liquidan sus operaciones en RMB con los exportadores extranjeros. Una consecuencia de esto, además de la reciente medida que permite que las salidas de IED se denominen en RMB, es que dichos flujos no den automáticamente como resultado una reducción de la tenencia de divisas por parte de China, lo que podría frustrar los esfuerzos por desacelerar la acumulación de reservas a corto plazo.

Tabla 3

Costes y beneficios del programa piloto

Participantes	Ventajas (o beneficios)	Desventajas (costes)
Empresas de comercio nacionales (importadores y exportadores nacionales)	<ul style="list-style-type: none"> Elimina el riesgo de la tasa de cambio Reduce el coste del cambio de moneda extranjera y la cobertura asociada (2-3%) Simplifica los procedimientos de exportación Otros beneficios derivados de las medidas de los gobiernos para fomentar el uso transfronterizo del RMB 	<ul style="list-style-type: none"> Coste relativamente más alto de la financiación del comercio Sujeto a varios controles de cuota establecidos por el BPdC
Empresas de comercio extranjeras (principalmente exportadores extranjeros)	<ul style="list-style-type: none"> Expectativas de fuerte apreciación del RMB Mayor rentabilidad por el crecimiento del mercado off-shore de productos financieros en RMB Sin riesgo de cambio si se permite invertir de nuevo el RMB off-shore en China como IED 	<ul style="list-style-type: none"> Inconvertibilidad del RMB bajo la cuenta de capital (la entrada de RMB off-shore se aprueba caso por caso) Mercado de RMB off-shore pequeño e ilíquido
Empresas multinacionales con operaciones en China	Además de todas las ventajas señaladas anteriormente, las multinacionales también pueden aprovechar los diferenciales de los tipos de interés y de la tasa de cambio entre los mercados del RMB nacionales y off-shore para potenciar al máximo su rentabilidad.	

Fuentes: CBI y BBVA Research

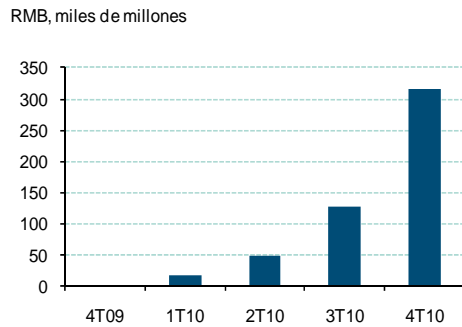
3.3 Cómo hacer buen uso de las tenencias de RMB

La ampliación de los canales de inversión del RMB off-shore que está en manos de inversores y empresas extranjeras será un requisito para poder seguir fomentando las transferencias en RMB en el comercio internacional. En este sentido, Hong Kong tiene un buen posicionamiento para aprovechar la creciente actividad del mercado off-shore. En particular, Hong Kong disfruta de ciertas ventajas preexistentes, como la gran cuota de comercio que pasa a través de sus fronteras, la integración económica con China y la madurez de su sistema financiero, así como el papel que desempeña como centro financiero internacional. A estas ventajas hay que añadir la política de China que promueve el papel de Hong Kong como el principal centro del RMB off-shore, incluido el establecimiento de memorandos de entendimiento con la AMHK sobre los acuerdos de compensación, que fomentan el desarrollo de productos financieros denominados en RMB y permiten unos límites de conversión del RMB anuales más altos para los titulares de cuentas bancarias individuales. De hecho, los depósitos en RMB aumentaron rápidamente en Hong Kong a

lo largo del pasado año, lo que refleja el creciente interés del público tanto por disponer de RMB para las operaciones comerciales como en anticipación de las perspectivas de apreciación de dicha moneda (Gráfico 7).

Gráfico 6

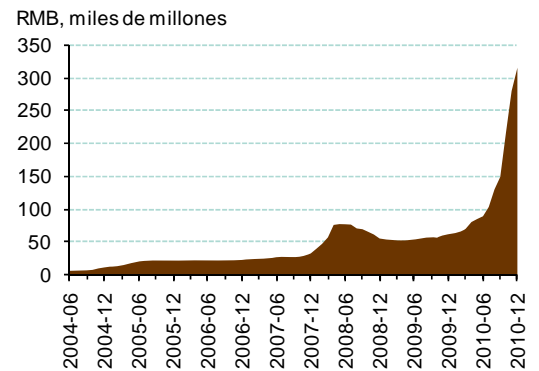
Valor de las transferencias transfronterizas en RMB



Fuentes: CITIC y BBVA Research

Gráfico 7

Depósitos en RMB en Hong Kong



Fuentes: AMHK y BBVA Research

Una de las importantes medidas complementarias del programa piloto que se adoptaron en agosto de 2010 consistió en dar permiso a algunas instituciones financieras cualificadas, incluidos algunos bancos centrales y bancos comerciales extranjeros, para que invirtieran en el mercado de bonos interbancario nacional de China. También se liberalizaron las normativas de emisión de bonos denominados en RMB en Hong Kong con el fin de desarrollar un mercado de bonos off-shore en esta moneda.

Antes del programa piloto sólo se les permitía a unos cuantos bancos chinos constituidos emitir bonos denominados en RMB en Hong Kong. La emisión de bonos off-shore en RMB ha crecido rápidamente y ahora incluye varias corporaciones y organizaciones internacionales de alto perfil (Tabla 3). El valor de los bonos en RMB que están en circulación en Hong Kong alcanzó la cifra de 49.850 millones de RMB a finales de 2010, lo que supone un incremento del 66% con respecto al año anterior.

Uno de los atractivos de la emisión de bonos en RMB en Hong Kong es que el tipo de interés es considerablemente más bajo que el de otros instrumentos de deuda equivalentes emitidos en China continental. Sin embargo, un impedimento fundamental es que la transferencia de los fondos recaudados off-shore a China continental todavía tiene que someterse a la aprobación caso por caso, lo que reduce mucho su atractivo. De cara al futuro, prevemos que se producirá una relajación gradual de la normativa sobre la transferencia del RMB off-shore a China continental y más empresas constituidas chinas no financieras emitirán bonos denominados en RMB en Hong Kong.

Tabla 4

Emisiones de bonos denominados en RMB off-shore (“bonos Dim Sum”)

	Fecha de Emisión	Emisor	Clasificación del emisor	Cupón	Plazo	Total (en miles de millones de RMB)	Observación
1	13 jul 10	Hopewell Infrastructure	Empresa de Hong Kong	2,98%	2 A	1,40	1ª emisión no bancaria
2	16 sep 10	McDonald	Empresa multinacional	3,00%	3 A	0,20	1ª emisión de una corporación extranjera
3	30 sep 10	Bank of China	Banco comercial de China	2,90%	3 A	2,80	
4	08 oct 10	ICBC Asia	Banco de Hong Kong	2,30%	2 A	0,12	
5	08 oct 10	ICBC Asia	Banco de Hong Kong	2,65%	3 A	0,05	
6	12 oct 10	China Development Bank	Banco oficial de China	Variable	3 A	2,00	
7	22 oct 10	ADB	Institución supranacional	2,85%	10 A	1,20	1ª clasificación internacional "AAA"
8	29 oct 10	Sinotruck	Empresa china	2,95%	2 A	1,00	1ª emisión no bancaria
9	12 nov 10	China Resource Power	Empresa china	2,90%	3 A	1,00	
10	12 nov 10	China Resource Power	Empresa china	3,75%	5 A	1,00	
11	19 nov 10	China Merchants Holding	Empresa china	2,90%	3 A	0,70	
12	30 nov 10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	2,48%	10 A	1,00	
13	30 nov 10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,80%	5 A	2,00	
14	30 nov 10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,00%	3 A	2,00	
15	01 dic 10	Caterpillar	Empresa multinacional	2,00%	2 A	1,00	
16	02 dic 10	Exp-Imp Bank of China	Banco oficial de China	2,65%	3 A	4,00	
17	02 dic 10	Exp-Imp Bank of China	Banco oficial de China	1,95%	2 A	1,00	1ª emisión de un banco extranjero
18	14 dic 10	VTB	Banco extranjero	2,95%	3 A	1,00	
19	14 dic 10	China Power Intl	Empresa china	3,20%	5 A	0,80	
20	16 dic 10	Galaxy Entertainment	Empresa de Hong Kong	4,63%	3 A	1,38	
21	20 dic 10	MOF	Ministerio de Hacienda de China	1,60%	2 A	3,00	
22	21 dic 10	ANZ Bank	Banco extranjero	1,45%	2 A	0,20	
23	23 dic 10	ABC	Banco comercial de China	1,20%	1 A	0,50	
24	23 dic 10	ABC	Banco comercial de China	1,40%	2 A	0,50	
25	06 ene 11	RBS	Banco extranjero	1,80%	3 A	0,10	
26	11 ene 11	SinoChem	Empresa china	1,80%	3 A	3,50	
27	14 ene 11	Banco Mundial	Institución supranacional	0,95%	2 A	0,50	

Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Además de los bonos off-shore en RMB, el mercado de Hong Kong también ofrece un creciente conjunto de productos de inversión financiera para los RMB off-shore que incluye CD denominados en RMB, fondos de bonos en RMB, planes de seguros y de ahorro y productos de inversión estructurados. Como ya se ha indicado, la disponibilidad de estos productos es una de las ventajas de Hong Kong como centro de RMB off-shore.

3.4 Cómo pueden beneficiarse los bancos y los inversores extranjeros de la transferencia en RMB

El uso transfronterizo del RMB ofrece nuevas oportunidades de negocio, en especial a los bancos nacionales de China y Hong Kong, pero también para el resto (Tabla 4). En concreto, es probable que los bancos extranjeros experimenten un aumento de la demanda de depósitos en RMB y de servicios financieros relacionados con dicha moneda. Por otro lado, como se ha indicado más arriba, los bancos de Hong Kong ya han sido testigo de un fuerte incremento de los depósitos en RMB, y tal como hemos descrito, han emitido mensualmente nuevos productos financieros en RMB.

Tabla 5

Oportunidades de negocio que se derivan del uso transfronterizo en RMB

Ámbito comercial	Detalles
Bancos participantes (BP)	Ofrecen servicios de transferencia comercial transfronteriza en RMB a empresas comerciales, incluidas la transferencia comercial y la financiación del comercio
Banca minorista y corporativa	Ofrece servicios off-shore en RMB a corporaciones o a individuos, como aceptación de depósitos, cambio de moneda, remisiones y cheques
Banca de inversión	Ofrece cotización de renta variable, emisión de bonos, gestión de activos internacionales y servicios de cobertura a empresas ubicadas en China continental

Fuentes: CBI y BBVA Research

4. Repercusiones políticas y próximos pasos

El programa piloto del uso transfronterizo del RMB es un paso importante hacia la internacionalización de dicha moneda. Sin embargo, el mayor desarrollo del uso transfronterizo del RMB se enfrenta todavía a muchos impedimentos y retos políticos:

- Hasta la fecha, los importadores off-shore todavía tienen pocos incentivos para tener y utilizar el RMB como moneda de operaciones. Esto se debe al escaso volumen de RMB off-shore, lo que a su vez es el resultado de la falta de incentivos por la limitada diversidad de oportunidades y canales de inversión del RMB. El resultado es que la mayoría (80%) de las operaciones comerciales en las que se utiliza el RMB se concentra en los importadores chinos de productos extranjeros, más que en los importadores extranjeros de productos chinos.
- Un hecho relacionado es que RMB extraterritorial acumulado en su uso transfronterizo todavía está sujeto a diversas restricciones en cuanto a su envío y uso en China, lo que desanima a los exportadores o a los inversores extranjeros a tener RMB.

De cara al futuro, aunque no se ha especificado el momento ni la secuencia, las autoridades chinas parecen estar listas para hacer avanzar el programa piloto en varias direcciones, lo que incluye:

- Medidas para ampliar los canales de inversión del RMB off-shore en China. Además del mercado de bonos interbancario nacional, podrían abrirse otros segmentos del mercado de capitales interno, por ejemplo, el mercado de valores nacional en RMB (acciones tipo A), a las que a veces se hace referencia como "mini-QFII". Un mayor levantamiento de las restricciones de los fondos off-shore en RMB para la entrada de IED sería un gran paso hacia delante.
- Se prevé que las cuotas existentes bajo el programa piloto se eliminarán o se relajarán más con el tiempo, junto con la introducción de nuevas medidas facilitadoras. Por ejemplo, actualmente existe una cuota global acumulada sobre la cantidad que los bancos participantes pueden dedicar a las transacciones en RMB, así como un límite sobre la conversión diaria de RMB para los individuos. Es bastante probable que estos límites se eleven con el tiempo.
- Mayor desarrollo del mercado off-shore en RMB en Hong Kong. Se prevé que habrá una mayor diversidad de corporaciones e instituciones que emitirán bonos off-shore en RMB en Hong Kong, además de la probable emisión de acciones denominadas en RMB en el mercado off-shore. Por consiguiente es probable que se desarrolle un mercado de derivados para los productos off-shore en RMB.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Orden 2001 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción Financiera) de 2000 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular, el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Orden 2001, (iii) aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Orden 2001.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la Bolsa de Nueva York ni de la Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

Este informe ha sido producido conjuntamente por BBVA, China CITIC Bank y CITIC Bank International.

<p><i>BBVA</i></p> <p><i>Economista Jefe de Economías Emergentes del Grupo</i> Alicia García-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk</p> <p><i>Economista Jefe de Asia</i> Stephen Schwartz stephen.schwartz@bbva.com.hk</p> <p>Le Xia xia.le@bbva.com.hk</p> <p>Serena Zhou serena.zhou@bbva.com.hk</p>	<p><i>CITIC Bank China</i></p> <p><i>Director General del Departamento de Investigación y Planificación,</i> <i>Economista Senior de CITIC Bank</i> Chunzi Zhang zhangchunzi@citicbank.com</p> <p>Chonglan Zhong zhongchonglan@citicbank.com</p> <p>Peng Zhang zhangpengli@citicbank.com</p>	<p><i>CITIC Bank International</i></p> <p><i>Vicepresidente Ejecutivo</i> <i>Economista Jefe y Estratega</i> Qun Liao Qun_Liao@citicbankintl.com</p> <p>Anthony Lam AnthonyHW_Lam@citicbankintl.com</p>
--	---	---

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Directores de Estrategia:

Normativas y Escenarios Económicos y Financieros

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Normativas
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Escenarios Económicos
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Estrategia de Clientes y Mercados:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Renta variable y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Gestión de Activos
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macroeconómico de México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:
Alicia García Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal de Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Datos de contacto

BBVA Research
43/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tlf. +852 2582 3111
Fax. +852 2587 9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

