

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA DE CHINA: PERSPECTIVAS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA E IMPLICACIONES GLOBALES

Este artículo ha sido elaborado por Lucía Cuadro-Sáez y Sonsoles Gallego, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

La liberalización financiera en China ha avanzado significativamente en los tres últimos años, tanto en el ámbito interno, con una mayor relevancia de los criterios de mercado en el funcionamiento del sistema bancario, como en el externo, con la adopción de una serie de medidas que han culminado con la inclusión del renminbi en la cesta de los Derechos Especiales de Giro del FMI (DEG), efectiva a partir del próximo mes de octubre. Este proceso de liberalización financiera es un ingrediente fundamental del proceso de reorientación del modelo de crecimiento de China, pero implica también algunos riesgos en el corto plazo, como han puesto de manifiesto los episodios de turbulencias registrados durante el pasado año y el comienzo del actual. En este artículo se revisan los avances recientes en el proceso de liberalización y las implicaciones para las políticas económicas en China.

Introducción

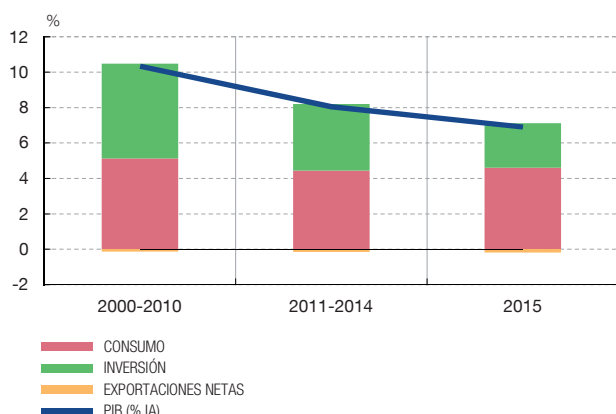
La liberalización financiera en China ha avanzado significativamente en los tres últimos años, tanto en el ámbito interno, con una mayor incorporación de criterios de mercado al funcionamiento del sistema bancario, como en el externo, con la adopción de una serie de medidas, que han culminado con la inclusión del renminbi en la cesta de los DEG del FMI, efectiva a partir del próximo mes de octubre. Esta decisión puede interpretarse, a efectos prácticos, como una «certificación» del estatus de dicha divisa como moneda de reserva internacional.

Para China, la liberalización del sistema financiero reviste especial importancia por muchas razones. Primero, porque es un elemento clave en el proceso de reequilibrio de la economía hacia un mayor peso del consumo privado sobre el PIB, al facilitar tanto una reducción del ahorro por motivo de precaución como la canalización de los recursos financieros hacia la inversión productiva (véase gráfico 1). En particular, la liberalización de los tipos de interés de préstamos y depósitos debería favorecer una asignación más eficiente del crédito, que ha crecido sustancialmente en los últimos años. Además, las pequeñas empresas podrán ver mejor atendidas sus necesidades de financiación, con un mayor acceso a los mercados y a instituciones financieras distintas de la banca pública, que, en China, ha canalizado el crédito hacia las empresas públicas, principalmente. Hasta ahora, la financiación de las pequeñas empresas ha dependido casi exclusivamente de los fondos propios, lo que eleva el ahorro e incentiva los préstamos informales. Por otro lado, la liberalización externa y la internacionalización del renminbi abren la posibilidad para los emisores chinos de emitir deuda en su propia divisa en los mercados internacionales, proporcionando una protección frente a los efectos de «descalce» de tipo de cambio que tan negativas consecuencias han tenido para muchos emisores emergentes.

Sin embargo, históricamente, los procesos de liberalización financiera raras veces han estado exentos de episodios de intensa volatilidad o crisis [Díaz Alejandro (1985)], lo que ilustra la dificultad de gestionar este tipo de reformas. La evolución de los mercados financieros chinos desde finales de 2014 sugiere que China no es una excepción a esta regla. Entre noviembre de 2014 —con el establecimiento del canal de conexión entre los mercados

¹ Las autoras agradecen el excelente apoyo técnico de Marina Conesa.

1 CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES



2 CRECIMIENTO DEL PIB, CRÉDITO BANCARIO Y FINANCIACIÓN SOCIAL TOTAL



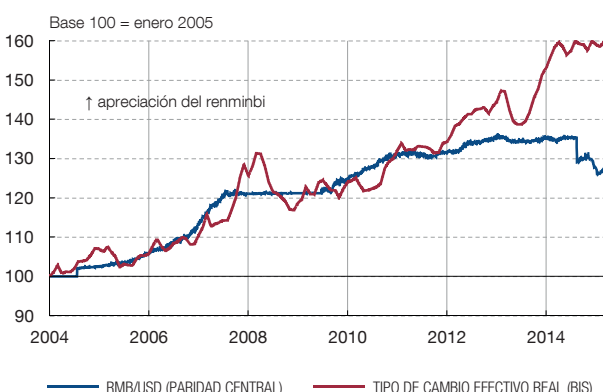
FUENTES: Base de datos CEIC, Oficina Estadística China por sus siglas en inglés (CNBS) y Banco Popular de China por sus siglas en inglés (PBoC).

BOLSA Y TIPO DE CAMBIO

1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR, TIPO DE CAMBIO EFECTIVO

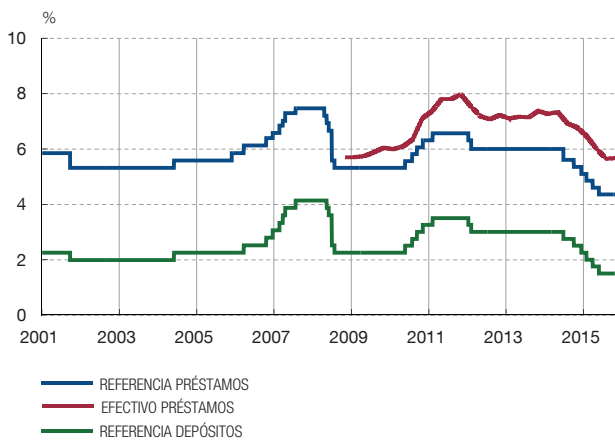


FUENTES: Base de datos CEIC y Datastream.

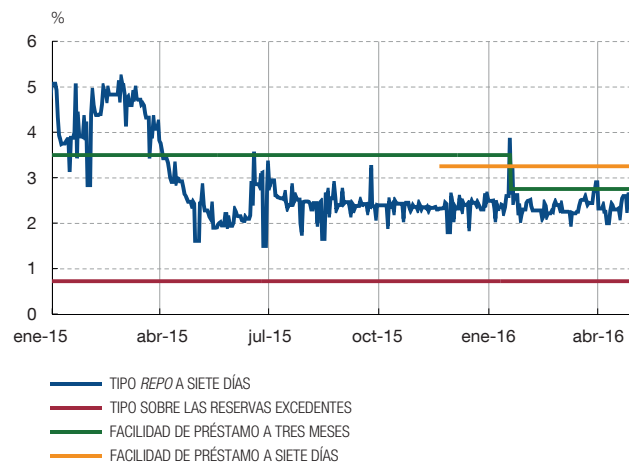
bursátiles de Hong Kong y Shanghai— y marzo de 2015, la bolsa china subió más de un 110 %, corrigiéndose en el transcurso del año siguiente la práctica totalidad de esa subida (véase gráfico 2). En la misma línea, el tipo de cambio del renminbi, que se había mantenido prácticamente estable frente al dólar desde finales de 2013, se depreció más de un 7 % desde agosto de 2015 hasta principios de 2016 (véase gráfico 2), pese a la pérdida de la quinta parte de las reservas internacionales acumuladas en los quince últimos años. La rápida propagación de dichos movimientos a los mercados financieros internacionales ha puesto en evidencia el hecho de que, a pesar de la liberalización incompleta de su cuenta de capital, los *shocks* originados en China pueden transmitirse a otras economías más allá del canal comercial, al afectar al grado de aversión o apetito por el riesgo en los mercados financieros internacionales.

Un marco conceptual útil a la hora de evaluar las distintas opciones de política económica que China tiene ante sí es el de la llamada «trinidad imposible» o «trilema», al que se han enfrentado otras economías emergentes en sus procesos de liberalización externa. En ese marco, a medida que aumenta la apertura de la cuenta de capital, se hace más difícil

1 TIPOS DE INTERÉS A UN AÑO



2 CORREDOR DE TIPOS DE INTERÉS



FUENTES: Base de datos CEIC y Bloomberg.

mantener el control simultáneo de los tipos de interés y del tipo de cambio, obligando a las autoridades económicas a optar por dos de los tres objetivos (control del tipo de cambio, autonomía monetaria o libre circulación de capital). En el caso de China, a diferencia de otras economías emergentes de menor tamaño, su importancia sistémica aumenta las implicaciones para la economía mundial según cómo se resuelva este trilema.

En este artículo se revisan el avance reciente en la liberalización financiera interna y externa de China, y las implicaciones que ambos procesos tienen sobre las opciones actuales de política económica en esta economía. Se concluye que la solución al trilema en el caso de China es por ahora una cuestión abierta, cuya concreción se verá muy influida por la evolución del entorno internacional.

El proceso de liberalización financiera interna

La liberalización financiera interna de China ha progresado enormemente desde que se produjo el cambio de Gobierno en 2013. Los avances se han producido en tres frentes estrechamente vinculados entre sí: la liberalización de los tipos de interés, el desarrollo de nuevos instrumentos de política monetaria y, de manera más tímida, la reforma de la estructura de propiedad del sistema bancario.

El aspecto más destacable de este proceso ha sido la liberalización de los tipos de interés que las entidades aplican a las operaciones con sus clientes. Inicialmente, el banco central (Banco Popular de China) establecía unos tipos de interés de referencia, tanto para los préstamos como para los depósitos, que las entidades debían adoptar y que constituían uno de los instrumentos principales para la gestión de la política monetaria (véase gráfico 3). El tipo de interés de los préstamos fue el primero en ser liberalizado, al ampliarse progresivamente el margen de flexibilidad aplicable por las entidades, hasta que en julio de 2013 se les otorgó plena libertad para fijar el tipo de interés mínimo al que prestan fondos. Ello ha permitido abaratar el coste de financiación de los agentes y ha favorecido una mayor competencia entre las entidades bancarias.

La clave de la liberalización interna, sin embargo, radicaba en la liberalización de los tipos de interés de los depósitos, cuya remuneración había sido tradicionalmente muy baja (incluso negativa en términos reales). Además, para afianzar la confianza de los individuos

en el sistema, en mayo de 2015 se estableció un fondo de garantía de depósitos², frente al sistema previo de garantía implícita del Gobierno. El procedimiento de liberalización fue muy similar al de los tipos de préstamo: desde 2012, se ampliaron progresivamente los márgenes de flexibilidad que pueden aplicar las entidades, hasta eliminar todas las restricciones en octubre del pasado año.

La liberalización de los tipos de interés supone un cambio esencial en el funcionamiento de la política monetaria china, pues las referencias de los tipos de interés de préstamo y de depósito han sido un instrumento clave hasta la fecha. De hecho, aunque han dejado de ser vinculantes, las entidades siguen teniendo en cuenta las orientaciones del Banco Popular de China. Ello hace necesario avanzar en otro de los frentes de la reforma financiera, el de la definición de un nuevo marco para la instrumentación de la política monetaria, que permita al banco central influir en las condiciones de financiación de las entidades en los mercados, de modo que las decisiones de política monetaria se transmitan a los tipos de interés que los bancos ofrecen a sus clientes.

En este ámbito, el Banco Popular de China quiere establecer un sistema de corredor de tipos de interés, similar a los utilizados en el área del euro o en Japón (véase gráfico 3), que aún está en una fase de desarrollo. La cota superior del corredor vendrá dada por las facilidades de préstamo del banco central a las entidades bancarias (*Standing Lending Facility*, creada en 2013, y *Medium Term Lending Facility*, en 2014), y la cota inferior, por el tipo de remuneración de las reservas excedentarias. Aunque el objetivo intermedio de la política monetaria aún no está definido, se baraja la posibilidad de que sea el tipo de interés a siete días de las operaciones *repo*, que tiene menor volatilidad que el *Shibor* (*Shanghai Interbank Offered Rate*)³, el tipo alternativo que se está considerando [Dong y Le (2016)]. El sistema de corredor orienta mejor las expectativas de mercado, estabiliza la demanda de liquidez de las entidades y reduce la frecuencia, magnitud y costes de las operaciones de mercado abierto de la autoridad monetaria [Niu *et al.* (2015)], lo que ayudaría a China a controlar los repuntes del tipo de interés en el mercado interbancario que se observaron a mediados de 2013 e inicios de 2014.

El ámbito de la liberalización interna en el que se han producido menores avances es el relativo a la reforma de la estructura de propiedad del sistema bancario, donde destaca la elevada presencia pública. Las grandes entidades públicas representan aproximadamente el 50 % de los activos bancarios y la evidencia sugiere que el sector público ejerce algún control en la mayor parte de los bancos, aunque las formas de hacerlo son muy diversas. Los progresos en este aspecto, muy preliminares, corresponden a programas piloto, como el establecido a finales de 2014 para crear cinco bancos de capital puramente privado. La presencia del capital extranjero es muy reducida y no se anticipan cambios relevantes a corto plazo, pues, aunque los activos de la banca extranjera no han dejado de crecer, lo han hecho a menor velocidad que los de la banca local, de forma que su peso en el sistema bancario está retrocediendo.

La forma en la que avanzó el proceso de liberalización hasta 2013 fue causa, pero también consecuencia, de algunos desarrollos adversos importantes. En los últimos años, el aumento de la renta per cápita y el excedente de ahorro generado en un contexto de extraordinario

2 Garantiza 0,5 millones de yuanes por depositante (unos 68.000€) y cubre el 99 % de las cuentas de depósito en China.

3 Tipo de interés de referencia basado en las tasas de interés a las que los bancos ofrecen fondos en el mercado interbancario de Shanghai.

crecimiento económico y de fuerte represión financiera favorecieron la formación de una burbuja inmobiliaria, dado el mayor retorno de la inversión en este sector frente a los productos tradicionales de ahorro. Este contexto también estimuló el desarrollo de segmentos de elevado riesgo dentro del sistema financiero en la sombra (*shadow banking*), cuyo ritmo de crecimiento ha sido muy superior al del PIB (véase gráfico 2), posibilitando un marcado arbitraje regulatorio. El surgimiento de estos focos de riesgo ha sido una llamada de atención sobre la necesidad urgente de reformar el marco regulatorio y supervisor, pues, a pesar de que China casi ha completado la adaptación de su regulación a Basilea III [Banco de Pagos Internacionales (2015)], aún mantiene importantes segmentos que caen fuera del perímetro de los distintos supervisores, lo que justifica la elevada prioridad que el Gobierno ha dado a la reforma del marco regulatorio y supervisor en los objetivos económicos para 2016. Por otro lado, la evidencia internacional sugiere que los procesos de liberalización financiera tienden a propiciar expansiones significativas del crédito, lo que reitera la importancia de fortalecer los marcos regulatorios y supervisores.

En definitiva, en el ámbito de la liberalización financiera interna se ha completado la relativa a los tipos de interés, pero queda un importante camino por recorrer en cuanto a la instrumentación de la política monetaria y, sobre todo, en la reducción de la implicación del sector público en la gestión de las entidades bancarias —incluidas las orientaciones para la concesión de crédito— y en la regulación financiera, de modo que se cubran todos los segmentos del sistema.

El proceso de liberalización financiera externa

El avance en la liberalización externa ha sido desigual. En una primera fase, que se prolongó hasta finales de 2014, los progresos fueron relativamente modestos. Según el calendario que barajaban las autoridades, se esperaba que la apertura de la cuenta de capital se completara una vez culminada la liberalización financiera interna, hacia el año 2020. De hecho, desde el inicio del proceso de liberalización externa, en los años ochenta, esta ha avanzado con notable cautela, mediante programas piloto de pequeña escala para inversores institucionales cualificados, tanto para la inversión de extranjeros en China como para la de los nacionales en el exterior⁴. Las cuotas de estos programas y el número de entidades autorizadas a participar se fueron ampliando gradualmente, aunque de manera limitada. También en el marco de la liberalización externa se fue introduciendo una flexibilización gradual del régimen cambiario y se adoptó una política de promoción internacional del uso del renminbi, a partir de 2009.

Desde finales de 2014, el proceso de liberalización externa recibió un fuerte impulso, en parte asociado al objetivo de convertir el renminbi en moneda de reserva. Las autoridades chinas han perseguido un reconocimiento internacional en el plano financiero más acorde con el peso de China en la economía y el comercio mundiales. En este contexto, y con el fin de eliminar restricciones a la utilización internacional de su moneda, han introducido una mayor apertura en la cuenta de capital.

En noviembre de 2014, se puso en marcha el canal de conexión entre las bolsas de Shanghai y Hong Kong, que ampliaba el acceso al mercado internacional a los inversores minoristas. Este canal permite a un amplio conjunto de inversores residentes en China la compra de acciones en el mercado de Hong Kong, según las normas de Shanghai, y también permite a los inversores extranjeros comprar acciones en el mercado de Shanghai, a través del mercado de Hong Kong. Las operaciones están sujetas a cuotas mucho más

⁴ Como las operaciones sobre acciones con moneda extranjera (QFII) o las operaciones en acciones y bonos realizados en renminbi (RQFII), en el primer caso, o el QDII y el programa piloto de Wenzhou, en el segundo.

amplias de las correspondientes a los programas piloto de inversión previos y se producen dentro de un canal cerrado, que evita la entrada de capitales hacia otro tipo de inversiones —como las inmobiliarias o las de carácter especulativo— o su salida encubierta. Posteriormente, en 2015, se liberalizó, también con algún límite, la comercialización de productos financieros a inversores minoristas por parte de las gestoras de fondos de China y Hong Kong.

Además, desde finales de 2014 se avanzó en la designación de plazas para la convertibilidad directa⁵, que hacen permanentes los acuerdos *swap* para la permuta de divisas establecidos por el Banco Popular de China con otros bancos centrales y que facilitan el uso de la moneda en el exterior.

Desde mediados de 2015, buena parte de las medidas de liberalización vinieron impulsadas por el objetivo concreto de que el renminbi entrara a formar parte de la cesta de los DEG del FMI⁶. En este sentido, y con el fin de cumplir con los criterios de libre utilización y libre negociación (véase recuadro 1), se permitió que los bancos centrales, los fondos de riqueza soberana y las instituciones financieras internacionales operasen en el mercado interbancario de divisas, previa autorización. Ya en 2016, se suavizaron los criterios para que estos mismos inversores participasen en el mercado de bonos, al pasar de un sistema de autorización previa a otro de registro. Finalmente, se liberalizó la participación en este mercado de inversores institucionales extranjeros cualificados, como bancos comerciales, compañías de seguros y de valores, gestores de activos y de fondos y fondos de pensiones, sin límites de cuotas.

Los avances en la apertura de la cuenta de capital han venido acompañados de un renovado impulso hacia la flexibilización del tipo de cambio (véase gráfico 4). En 2005, China decidió eliminar el sistema de tipo de cambio fijo que mantenía frente al dólar estadounidense y estableció un sistema de flotación controlada, *de facto*, respecto al dólar⁷ que ha perdurado hasta 2015. Mediante este sistema, el banco central fija diariamente la paridad central —lo que permite a las autoridades tener un fuerte control sobre el tipo de cambio—, con unas bandas de fluctuación que fueron ampliándose gradualmente, hasta quedar situadas en el 2 % en 2014.

En agosto de 2015⁸, las autoridades modificaron los criterios por los que se fija la paridad central, aproximándola a su valor de mercado, lo que se tradujo en una depreciación del renminbi frente al dólar superior al 4,5 % en los primeros días de aplicación del nuevo sistema. En diciembre de 2015, las autoridades avanzaron un paso más, al relajar la vinculación del renminbi con el dólar estadounidense, anunciando que los agentes deberían determinar el tipo de cambio del renminbi tomando como referencia una cesta más amplia

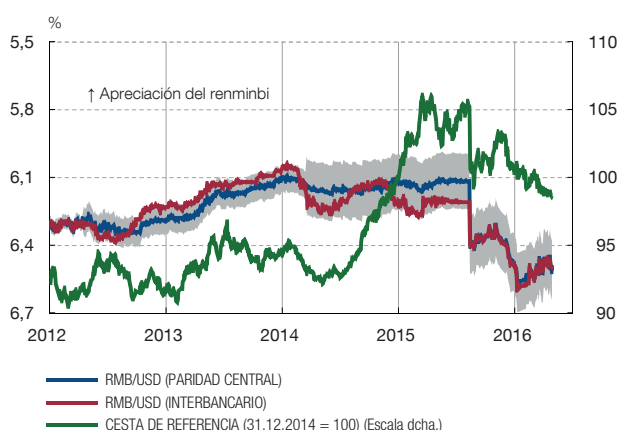
5 Se trata de acuerdos que la autoridad monetaria china ha venido firmando desde finales de 2008, a raíz de la crisis financiera global. La convertibilidad directa permite reducir costes de transacción. A mediados de 2014, 25 países mantenían acuerdos para el establecimiento de plazas de convertibilidad directa con el Banco Popular de China, por un importe total de 2,7 billones de yuanes. Estos acuerdos están vinculados con frecuencia a la existencia de acuerdos de libre comercio, y también dan soporte a las operaciones de inversión directa, tanto del exterior como hacia el exterior.

6 Según el informe *IMF Work Progresses on 2015 SDR Basket Review*, en agosto de 2015 el renminbi todavía no cumplía las condiciones de moneda de reserva. Aunque se había logrado un amplio uso de la moneda china en las transacciones internacionales en Asia, apenas se utilizaba en Norteamérica, ni se usaba ampliamente en la denominación de los valores de deuda internacional.

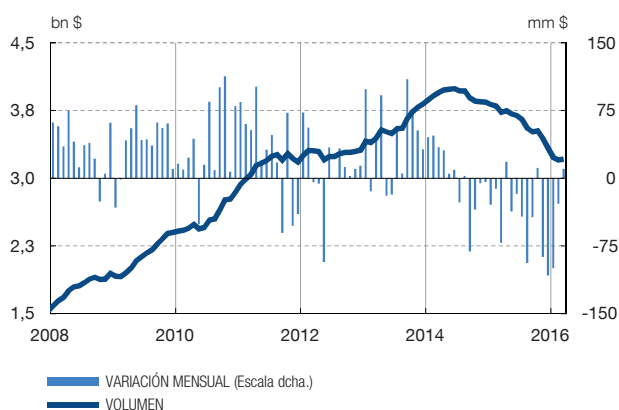
7 Oficialmente, el renminbi estaba vinculado a una cesta de monedas cuya composición no fue publicada. La evidencia sugiere que el peso del dólar dentro de ella ha sido muy elevado.

8 El proceso de flexibilización del tipo de cambio se frenó en dos momentos. El primero, en 2008, a raíz de la crisis financiera global, y el segundo, entre junio y agosto de 2015, cuando la estabilidad del tipo de cambio frente al dólar se consideró un elemento fundamental para mostrar su capacidad como moneda de reserva.

1 TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y CESTA DE REFERENCIA



2 RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream y Base de datos CEIC.

de divisas, más representativa de los flujos comerciales y de inversión. Para ello, crearon una nueva cesta de referencia con trece monedas en la que el mayor peso corresponde aún al dólar estadounidense (26,4 %), seguido por el euro (21,4 %). Como resultado de estos cambios, entre agosto de 2015 y enero de 2016 el renminbi se depreció frente al dólar en un 7,3 %. En los meses más recientes, la corrección frente al dólar se ha frenado, en un contexto en el que la moneda estadounidense ha pasado a experimentar presiones a la baja, de forma que desde el cambio introducido en diciembre la depreciación del renminbi frente al dólar ha sido menor que la observada frente a la cesta de referencia⁹.

Estas decisiones de las autoridades chinas han tenido un impacto significativo en los mercados financieros globales, contribuyendo a generar algunos episodios de turbulencias y alimentando fuertes presiones hacia depreciación del tipo de cambio del renminbi, en un contexto de progresiva desaceleración de la actividad en China, en línea con el cambio de modelo económico perseguido por las autoridades. Por ello, desde el verano de 2015 las autoridades han intervenido reiteradamente para moderar la volatilidad del tipo de cambio, llegando a actuar en el mercado *offshore* de Hong Kong (véase cuadro 1) para frenar la depreciación¹⁰. Esto ha tenido un coste sustancial en términos de reservas internacionales, que han descendido aproximadamente un 20 %, desde un máximo de 3,99 billones de dólares en junio de 2014 hasta los 3,2 billones de abril de 2016 (véase gráfico 4), si bien esta caída incluye efectos de valoración asociados a la apreciación del dólar y compromisos de pago de programas de desarrollo que se financian con reservas. Las expectativas de depreciación del renminbi han tenido un intenso impacto sobre los flujos de capital de corto plazo en China hasta febrero de 2016, registrándose importantes salidas de capital (véase recuadro 2) que se han moderado en los últimos meses. En cualquier caso, las turbulencias registradas en los mercados financieros al inicio de 2016 han atemperado las perspectivas de apertura de la cuenta de capital, que ahora se anticipa más gradual, con el objetivo de preservar la estabilidad.

9 Tras dos años —desde 2014— de tendencia a la apreciación del dólar, este ha tendido a depreciarse en los últimos meses, lo que se asocia a un crecimiento menos robusto en Estados Unidos, reflejado en una expectativa de elevación de tipos de interés más pausada y moderada.

10 Han intervenido tanto directamente como a través de las entidades públicas chinas.

	Mercado <i>onshore</i>	Mercado <i>offshore</i> (desde 2010)
Régimen cambiario	Flotación sucia frente a una cesta	Libre flotación
Banda de fluctuación	+/-2% frente al dólar, y variable para el resto de las divisas	No
Localización	China	Hong Kong, Londres, Singapur
Productos negociados	Operaciones al contado, a plazo, <i>swaps</i> y opciones	Operaciones al contado, a plazo, <i>swaps</i> y opciones
Participantes	Banco central, bancos residentes en China, subsidiarias financieras de compañías públicas, subsidiarias de bancos extranjeros, otros bancos centrales, fondos de riqueza soberana e instituciones financieras internacionales	Exportadores, importadores, bancos no residentes en China y <i>hedge funds</i>

FUENTES: Funke *et al.* (2015) y Banco de España.

En resumen, la liberalización financiera externa ha recibido un importante impulso en el último año, aunque todavía tiene por delante un importante recorrido. Aunque es difícil cuantificar el grado de liberalización externa, puede ser conveniente resaltar que 35 de las 40 categorías recogidas en el informe anual del Fondo Monetario Internacional sobre *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* estarían completa o parcialmente liberalizadas¹¹.

Opciones de política económica para China e implicaciones globales

Hasta 2015, con el mantenimiento de tipos de interés muy bajos en Estados Unidos y una cuenta de capital relativamente cerrada, China pudo mantener simultáneamente el control del tipo de cambio y de su política monetaria. Sin embargo, la situación actual presenta mayores desafíos para la política económica china. La normalización de la política monetaria en Estados Unidos a medida que se consolide su recuperación macroeconómica, con el consiguiente riesgo de apreciación del dólar, podría arrastrar al renminbi en la misma dirección, precisamente cuando la economía china está convergiendo hacia una senda de menor crecimiento. Un tipo de cambio más flexible debilitaría ese vínculo, permitiendo adoptar una política monetaria más adecuada a sus circunstancias. De hecho, los acontecimientos de 2015 ilustran cómo, con una cuenta de capital porosa, mantener un tipo de cambio fijo frente al dólar tiene un elevado coste en términos de reservas internacionales si no se quieren elevar los tipos de interés y se generalizan expectativas de depreciación.

Un marco conceptual útil a la hora de evaluar las distintas opciones de política económica que tiene China es el de la llamada «trinidad imposible» o «trilema», al que se han enfrentado otras economías emergentes en su proceso de liberalización externa [Obstfeld *et al.* (2004)]. Basándose en la paridad descubierta de los tipos de interés, dicho marco plantea que, a medida que la cuenta de capital es más abierta, los países encuentran dificultades crecientes para mantener el control simultáneo de los tipos de interés y del tipo de cambio. En ausencia de libre movilidad del capital, las autoridades tienen la capacidad de llevar a cabo una política monetaria autónoma y mantener el control sobre el tipo de cambio, porque el diferencial de tipos de interés frente al exterior no es una variable determinante de los movimientos de capital. No obstante, cuando la cuenta financiera se liberaliza, el margen de maniobra se ve limitado. Si el objetivo es la estabilidad del tipo de cambio, la política monetaria no podrá ser independiente, pues el tipo de interés deberá alinearse con el tipo de interés internacional de referencia, normalmente el del dólar; si se generalizan las expectativas de depreciación, acabaría perdiendo reservas. Alternativamente, si la preferencia de política económica es llevar a cabo una política monetaria independiente,

11 Fondo Monetario Internacional (2015).

el tipo de cambio tendrá que ser la variable de ajuste. En definitiva, pueden conseguirse dos, pero no los tres objetivos a la vez.

China viene enfrentándose a una situación parecida al trilema desde 2015, por lo que se le presentan distintas alternativas en el frente de la política monetaria y cambiaria. Si, en línea con las recomendaciones del FMI en los últimos años, China optase por avanzar hacia la libre flotación del tipo de cambio, realizando intervenciones cambiarias únicamente con objeto de mitigar la volatilidad excesiva, como paso previo a la liberalización completa de la cuenta de capital¹², tendría a cambio la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria independiente. Sin embargo, en la situación actual esta opción conlleva el riesgo importante de que a corto plazo se produzca una salida intensa de capitales, como la que sucedió a finales de 2015, que retroalimenta la depreciación del tipo de cambio. Una fuerte depreciación del renminbi plantearía problemas en distintos frentes. A nivel global, dado el elevado peso de China en el comercio mundial, aumentaría el riesgo de deflación exportada al resto del mundo; además, otros países podrían interpretarlo como el inicio de una «guerra de divisas». A nivel interno, podrían plantearse problemas de estabilidad financiera en algunos sectores, en la medida en que muchas empresas chinas se han endeudado en dólares durante los últimos años, alentadas por los bajos tipos de interés y las expectativas de apreciación del tipo de cambio¹³. En estas circunstancias, una depreciación del renminbi reduciría la capacidad de estas empresas para hacer frente a sus deudas en moneda extranjera, en un contexto en el que el endeudamiento total del sector corporativo es muy elevado.

A efectos de valorar la intensidad y persistencia de las presiones sobre el tipo de cambio del renminbi, es importante conocer si está infravalorado o sobrevalorado en términos fundamentales. Aunque la balanza corriente china mantiene un importante superávit (más del 2 % del PIB), varios indicadores apuntan a que la histórica situación de infravaloración del renminbi se ha corregido en el transcurso de los últimos años¹⁴. Desde 2005, el tipo de cambio del renminbi se ha apreciado un 60 % en términos efectivos reales (véase gráfico 2). La reciente depreciación de esta moneda solo ha compensado parte de la apreciación ocurrida desde 2014, un 20 % en términos efectivos reales.

Una segunda forma de solucionar el trilema sería la reversión de algunas de las medidas de liberalización financiera externa adoptadas en los últimos años. Esta vía le permitiría a China recuperar cierto margen de maniobra en la política monetaria y cambiaria en el corto plazo. Podrían aplicarse controles de capital selectivos, o «medidas de gestión de los flujos de capital», para eliminar su componente más especulativo. De hecho, algunas de las medidas adoptadas recientemente —la restricción a la acumulación de posiciones cortas en el mercado *offshore* de Hong Kong, a comienzos de 2016, la imposición de coeficientes de reserva sobre los depósitos *offshore* en renminbi de residentes chinos, algunas restricciones al pago con tarjetas en el exterior, o la limitación de la contratación de primas de seguros en Hong Kong por parte de residentes chinos¹⁵— pueden interpretarse en este sentido.

No obstante, una vuelta atrás en lo esencial de la liberalización financiera externa parece poco probable, por el elevado coste que tendría tanto a nivel internacional como interno.

12 Véanse Fondo Monetario Internacional (2015) y Prasad *et al.* (2005).

13 A nivel agregado, dichas consideraciones de estabilidad financiera pueden estar acotadas en la medida en que China mantiene reservas internacionales cuatro veces el tamaño de su deuda externa, y que parte del endeudamiento en dólares de estas empresas ya ha tenido lugar durante 2015, como se analiza en el recuadro 1.

14 Véase Fondo Monetario Internacional (2015).

15 Y posibles medidas de «persuasión moral», como las consultas a los bancos sobre el posible fraccionamiento de la compra de dólares por parte de clientes para sortear los controles de capital individuales.

Internacionalmente, pondría en una situación comprometida el estatus del renminbi como moneda de reserva¹⁶, que, de acuerdo con la revisión realizada por el FMI a finales de 2015 para su inclusión en la cesta de los DEG, cumplía los criterios de ser una «moneda de libre utilización». Internamente, una reversión de la liberalización iría en contra del reequilibrio en el modelo de crecimiento que persiguen las autoridades. De hecho, la represión financiera y el mantenimiento de una baja remuneración al ahorro han estado entre los factores que más han contribuido a una ineficiente asignación de recursos en China, con tasas de inversión excesivamente elevadas en sectores de baja rentabilidad. La apertura financiera externa favorece las posibilidades de diversificación exterior, reduciendo el riesgo de formación de burbujas en China¹⁷.

Finalmente, como tercera posibilidad frente al trilema, las autoridades chinas podrían seguir apostando por la estabilidad cambiaria como marco para favorecer el desarrollo y la estabilidad macroeconómica. En ese caso, si no hay una reversión del proceso de liberalización de la cuenta de capital y continúa la salida de flujos de capital, el trilema se resolvería mediante la intervención cambiaria (venta de reservas para apoyar el tipo de cambio) y, en última instancia, mediante la elevación de los tipos de interés, algo que en la situación actual parece poco probable. La crisis asiática de 1997 mostró que este tipo de estrategia no funciona en situaciones de debilidad cíclica, y no es probable que China la adopte. Aunque la posición de partida de China sea sólida al tener unas reservas internacionales muy abundantes, un superávit corriente y una inflación baja, a medio plazo el riesgo de acumulación de desequilibrios con un tipo de cambio fijo solo pospondría el ajuste.

Las tres alternativas planteadas ofrecen un marco de referencia para valorar los *trade offs* a los que se enfrentan las autoridades chinas. No obstante, durante el proceso de transición hacia una cuenta de capital más abierta y hacia una mayor flexibilidad cambiaria, las autoridades chinas parecen haber optado, ante los potenciales riesgos que cada alternativa comporta, por soluciones intermedias: aumentar la flexibilidad cambiaria gradualmente, pero sin permitir una depreciación brusca del tipo de cambio; intervenir en el mercado de cambios, aunque intentando no mermar excesivamente las reservas, y seguir avanzando en una apertura controlada de la cuenta de capital. A comienzos de 2016, las autoridades chinas han vuelto a utilizar la expansión del crédito¹⁸, junto con una política monetaria más expansiva, para apoyar el crecimiento de corto plazo y estabilizar así el tipo de cambio, lo que podría ir en contra del reequilibrio de la economía.

En este contexto, la incertidumbre sobre la prioridad asignada a los distintos objetivos y su secuencia temporal puede reflejarse en episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros, que asignan probabilidades cambiantes al riesgo de depreciación, de imposición de controles de capital y de errores en el diseño de las políticas, o alguna combinación de todos ellos. Además, el entorno internacional puede ser muy determinante para la estrategia china: una normalización rápida de las condiciones monetarias en Estados Unidos —que no parece hoy por hoy el escenario más probable— o una apreciación importante del

16 Los criterios para incluir una moneda en el DEG son, a grandes rasgos, que el país sea uno de los principales exportadores de bienes y servicios (*gateway criterion*) y que su moneda sea de libre utilización (*freely usable currency*). Este último es un concepto ambiguo —acuñado por el FMI en 1977 y aplicado por primera vez en 2000—, susceptible de interpretación por parte del Directorio. Una moneda es de libre utilización cuando: 1) se emplea ampliamente para efectuar pagos en las transacciones comerciales y financieras internacionales (*widely used*), y 2) se negocia ampliamente en los principales mercados de divisas (*widely traded*). Libre utilización, sin embargo, no implica plena convertibilidad ni contar con un régimen de tipo de cambio flotante.

17 Véanse Prasad (2016) y Prasad (2009) para una revisión detallada de los argumentos por los cuales la liberalización financiera debe ser una prioridad para China.

18 Véase García Herrero (2015).

dólar tensionarían más la situación en China, como también podría hacerlo una intensificación de la expansión cuantitativa en el área del euro o en Japón, que provocara una depreciación de estas divisas. En cambio, una estabilización del crecimiento en China o una menor salida de los flujos de capital pueden plantear condiciones más propicias para avanzar en el sentido de una mayor flexibilidad cambiaria y de una mayor independencia de la política monetaria.

Conclusiones

La liberalización financiera ha avanzado muy significativamente en China en los últimos años, tanto en el ámbito interno como en el externo. En el interno, tras un largo proceso, los tipos de interés de préstamos y depósitos han sido completamente liberalizados y se ha constituido un fondo de garantía de depósitos bancarios, aspectos cruciales ambos para la reducción de la tasa de ahorro agregada y para que el sector financiero asigne más eficientemente el crédito entre las distintas oportunidades de inversión. En el externo, se estableció la conexión de las bolsas de Shanghai y Hong Kong, lo que ha ampliado significativamente los límites de inversión para inversores no residentes en China, y se han retirado algunos de los controles de capital más importantes a la entrada de flujos de capital, en particular en el acceso de los inversores institucionales a los mercados cambiarios y de bonos chinos en renminbi. Aunque siguen manteniéndose numerosas restricciones *de iure* a la salida de capitales, los controles de capital son cada vez más porosos. En este contexto, se han producido algunos episodios de turbulencias en los mercados financieros, que han llevado a las autoridades a endurecer algunos de dichos controles recientemente. Además, el régimen de tipo de cambio se ha flexibilizado, al pasar de una flotación controlada *de facto* frente al dólar a una flotación que tiene además en cuenta una cesta de divisas.

El proceso de liberalización está teniendo lugar en un contexto internacional e interno complejo. Por un lado, la desaceleración de la economía china y las expectativas de depreciación del renminbi asociadas a ella han provocado salidas de capital inéditas, complicando la transición hacia una mayor flexibilidad cambiaria, que hubiera sido más sencilla de gestionar en un momento de apreciación. Por otro, es precisamente ahora, en el inicio del ciclo de subida de los tipos de interés en Estados Unidos, cuando China necesita conservar un mayor margen de política monetaria para adaptarla a sus condiciones internas y desvincular su moneda de una posible apreciación del dólar. Finalmente, se sobrepone a estos dos procesos el objetivo de conseguir un reconocimiento internacional en el plano financiero más acorde con el peso de China en el comercio y la economía mundial. China ha apostado por este objetivo a través de una liberalización de la cuenta financiera más rápida de lo esperado hace unos años, que ha posibilitado que el renminbi entre a formar parte de los DEG del FMI en 2016, consiguiendo así un principio de aceptación como moneda de reserva. La liberalización financiera ayudará al reequilibrio de la economía china y a la sostenibilidad de su crecimiento en el medio plazo, lo que contribuirá a mantener su aportación al crecimiento mundial. No obstante, todo proceso de liberalización lleva aparejados riesgos, por lo que no se pueden descartar nuevos episodios de inestabilidad, como los ocurridos en 2015.

17.5.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2015). *Eight progress report on adoption of the Basel regulatory framework*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, abril.
- DÍAZ ALEJANDRO, C. F. (1985). «Good bye financial repression, hello financial crash», *Journal of Development Economics*, 19.
- DONG, J., y X. LE (2016). «Looking for new monetary policy tools in the liberalized-interest-rate environment», *BBVA Asia Watch*, 26 de febrero.

- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2015). *Article IV Consultation. China*. agosto.
- FUNKE, M., CHANG SHU, XIAOQIANG CHENG y SERCAN ERASLAN (2015). *Assessing the CNH-CNY pricing differential: role of fundamentals, contagion and policy*, BIS WP n.º 492.
- GARCIA HERRERO, A. (2015). *Internationalising the currency while leveraging massively: the case of China*, Bruegel Working Papers 2015/12.
- NIU, M., L. ZHANG, X. ZHANG, X. SONG y J. MA (2015). *Corridor system, interest rate stability and adjustment cost*, People's Bank of China working paper, n.º 2015/12.
- OBSTFELD, M., J. SHAMBAUGH y A. M. TAYLOR (2004). *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*, NBER working paper n.º 10396.
- PRASAD, E., T. RUMBAUGH y WANG QING (2005). *Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*.
- PRASAD, E. (2009). «Is China's growth miracle built to last?», *China Economic Review*, 20, n.º 1, pp. 103-123.
- (2016). *China's efforts to expand the international use of the renminbi*, informe preparado para la US-China Economic and Security Review Commission.

Criterio comercial

En términos de medias de cinco años (2010-2014), China es el tercer exportador mundial de bienes y servicios (con un peso de 10,5 % en las exportaciones mundiales), por debajo de la zona del euro (18,3 %) y Estados Unidos (13,6 %), y muy por encima de los otros dos países que integran la cesta del DEG (Japón y Reino Unido, con un peso del 5 % y el 4,8 %, respectivamente).

Criterio de libre utilización de la moneda*Amplia utilización:*

- Peso en las reservas oficiales: dado que el RMB no forma parte de las siete monedas identificadas por el COFER, el FMI propone mirar a las tenencias oficiales de activos en moneda extranjera (*Official Foreign Currency Assets*), lo que haría del RMB la séptima moneda más utilizada, con un peso de 1,1 % del total, por debajo de las cuatro monedas del DEG y del dólar australiano y canadiense.
- Peso en los pasivos bancarios internacionales: estimaciones de un 1,8 % en el segundo trimestre de 2015, lo que colocaría al

RMB como la quinta moneda más utilizada después de las monedas del DEG y ligeramente por delante del franco suizo.

- Peso en el *stock* de los instrumentos de renta fija internacionales: RMB ha pasado de un peso casi inexistente en 2010 (posición 21) al 0,4 % en el segundo trimestre de 2015, lo que lo coloca en el noveno puesto entre las monedas más utilizadas (por debajo de las cuatro monedas del DEG, el franco suizo, el dólar australiano y el canadiense y la corona sueca). Sin embargo, si se miraran las emisiones de deuda internacional, el RMB sería la sexta moneda más utilizada, con un peso del 1 % (frente a la posición 22 en 2010).

- Pagos internacionales a través del sistema SWIFT: el RMB se ha convertido en la octava moneda más utilizada en los pagos internacionales a través del sistema de liquidación SWIFT, detrás de las cuatro que integran el DEG, el franco suizo, el dólar canadiense y el dólar australiano. En términos de utilización en los créditos documentarios, el RMB sería la tercera moneda más utilizada, con un modesto 2 %, detrás del euro (7,1 %) y el dólar norteamericano (86 %).

Amplia negociación:

- Volumen de negociación en los mercados de divisas: el peso del RMB ha crecido desde el 0,4 % de 2010 (17.ª posición) al 1,1 % a finales de 2013 (9.ª posición), y se estima que es mucho más alto en 2015. El RMB se negocia con gran volumen en Asia, con poco volumen —aunque creciente— en Europa, y todavía muy poco volumen en Norteamérica.

¹ Elaborado por Xavier Serra e Irina Balteanu. Bajo la nueva fórmula, el peso de renminbi en el DEG es el tercero mayor (10,92 %), después del dólar (41,73 %) y del euro (30,93 %), y por delante del yen japonés (8,33 %) y la libra (8,09 %), cesta que tendrá efecto el 1 de octubre de 2016.

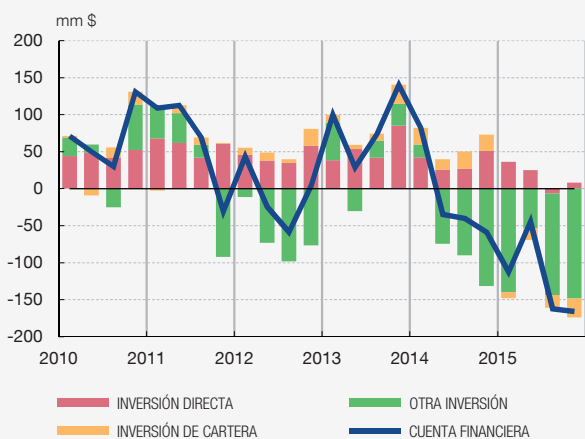
Las salidas de capital de China han sido un importante foco de preocupación en el último año. Los movimientos de salida se iniciaron a mediados de 2014, al generalizarse las expectativas de depreciación del renminbi por la incertidumbre sobre el alcance de la desaceleración económica de China. En la segunda mitad de 2015, ambos fenómenos se intensificaron en el contexto de la crisis bursátil y de la incertidumbre que introdujeron las dos modificaciones en el régimen cambiario del renminbi, en agosto y diciembre. Para analizar estos movimientos, este recuadro se apoya en la cuenta financiera de la balanza de pagos, disponible hasta el cuarto trimestre de 2015.

Los datos del segundo semestre de 2015 muestran que la cuenta financiera china se ha vuelto fuertemente negativa (más de 300 mm de dólares; véase gráfico 1). Las salidas de capital se concentran en la partida «otra inversión» asociada a la evolución de los préstamos y depósitos bancarios y del crédito comercial. El análisis de la composición de la cuenta financiera, y de los flujos netos y brutos, permite, no obstante, una valoración más matizada.

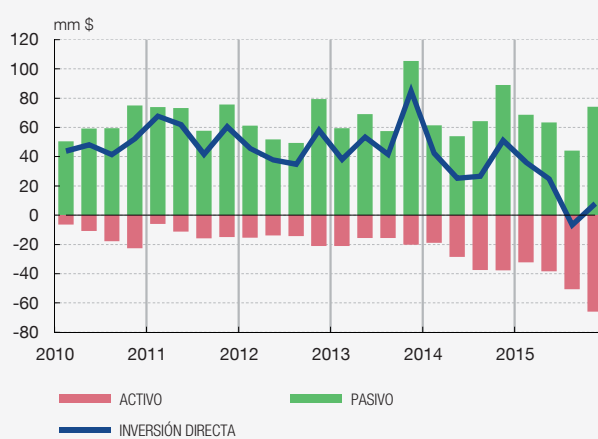
En primer lugar, se observa que el saldo neto de la inversión extranjera directa en China se ha moderado sustancialmente en los últimos años. Si atendemos a los flujos brutos, se observa que

Gráfico 1
CUENTA FINANCIERA E INVERSIÓN DIRECTA

1 CUENTA FINANCIERA



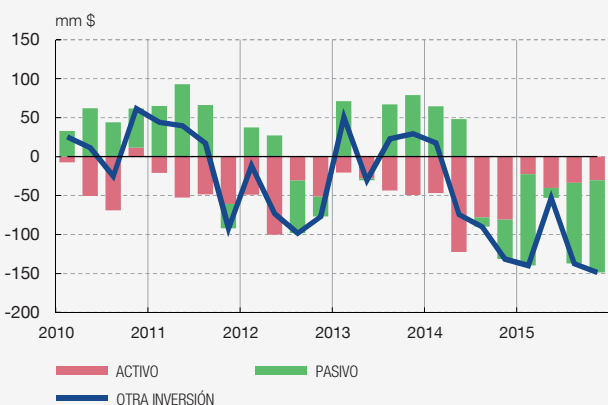
2 INVERSIÓN DIRECTA



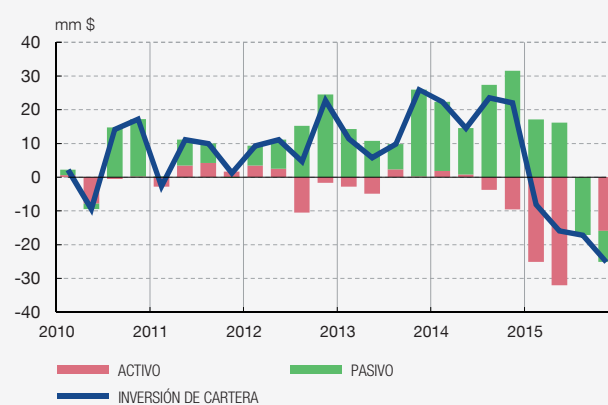
FUENTE: Base de datos CEIC.

Gráfico 2
OTRA INVERSIÓN E INVERSIÓN DE CARTERA

1 OTRA INVERSIÓN



2 INVERSIÓN DE CARTERA



FUENTE: Base de datos CEIC.

dicha moderación responde en mayor medida a un aumento de la inversión de China en el exterior, puesto que se sigue observando un aumento de las entradas de IED hacia China. El aumento sustancial de la inversión directa de China en el exterior refleja la presencia cada vez mayor de inversores chinos en la economía global, incluidos los proyectos de desarrollo del Gobierno en el exterior, como el de la Nueva Ruta de la Seda. Esta tendencia positiva también se refleja en la rúbrica de «otra inversión», en cuyo activo se recogen los préstamos bancarios con los que se financia buena parte de la diversificación de China fuera de sus fronteras.

En segundo lugar, se identifican fuertes movimientos en la partida de «otra inversión», probablemente vinculados a las expectativas de depreciación del renminbi, que generan importantes salidas netas de China. Esta evolución se observa tanto en el activo como en el pasivo. Por un lado, los inversores residentes han cambiado sus preferencias de tener activos en renminbi y deuda en moneda extranjera, para aprovechar la tendencia de apreciación que había mostrado la moneda china hasta mediados de 2014, a la posición contraria, con especial intensidad en el segundo semestre de 2015. La perspectiva de depreciación explica la amortización de deuda en dólares y la reducción del crédito comercial, y el aumento de

los activos en moneda extranjera, lo que se ha reflejado en que los inversores residentes han convertido a dólares (fundamentalmente estadounidenses y de Hong Kong) buena parte de los depósitos en renminbi que mantenían en Hong Kong. Por otro lado, los inversores no residentes también han reducido los depósitos en renminbi en China y en Hong Kong (véase gráfico 2).

La crisis bursátil ha tenido también un impacto importante en términos de salidas de cartera de no residentes, aunque su efecto sobre la cuenta financiera es relativamente limitado, por ser la inversión en cartera muy inferior a la «otra inversión».

A la luz de estos datos, parece que en la segunda mitad de 2015 han dominado las salidas de capital que deshacen las posiciones mantenidas por la expectativa de apreciación del renminbi, mientras que se ha mantenido la tendencia de largo plazo de aumento de la inversión en el exterior asociada al creciente papel de china en la economía mundial, y apenas hay evidencia de una huida de la inversión extranjera, o de salidas de capital por parte de hogares y sociedades, que se habrían reflejado en una caída de las entradas de inversión directa en China y en un descenso de los depósitos bancarios en el sistema financiero nacional.

