

## La internacionalización del renminbi y los acuerdos de intercambio de monedas entre Argentina y China, 2009-2018\*

*The Renminbi internationalization and the Argentina-China bilateral swap agreements, 2009-2018*

**Noemí Brenta\*\* y Juan Larralde\*\*\***

### RESUMEN

La moneda china lleva un largo proceso de internacionalización, en el que ha implementado numerosos acuerdos de swap multilaterales y bilaterales, además de otros mecanismos. Este proceso se aceleró a partir del agravamiento de la crisis mundial en 2009. En este contexto, y en el marco de la asociación estratégica entre China y Argentina, sus bancos centrales firmaron acuerdos bilaterales de pases de monedas en 2009, 2014 y 2017, más un acuerdo suplementario el 16 de diciembre de 2015 y otro en 2018; este último duplicó su monto pero lo condicionó al cumplimiento del *stand by* con el FMI. A diferencia de casi todos los swaps de monedas de China con otros países y regiones, Argentina lo utilizó varias veces para reforzar sus reservas internacionales, de las que los recursos del swap chino llegaron a representar más de un tercio durante un largo tiempo. Ello señala un cambio estructural de la composición de las reservas del Banco Central acorde al estrechamiento de las relaciones bilaterales, pero neutralizado por el condicionamiento del swap a la vigencia del *stand by* con el FMI.

Este artículo contextualiza y analiza los acuerdos de intercambio de monedas entre los bancos centrales de Argentina y China, su firma, renovación, utilización y ampliación, que configuran un caso específico del proceso de internacionalización del renminbi.

---

\* Este trabajo se realizó en el marco del Proyecto UTI 3961TC, Universidad Tecnológica Nacional, Facultad Regional Gral. Pacheco (UTN FRGP). Los autores agradecen la colaboración de Menqgi Yuan, de la Universidad de Tsinghua.

\*\* Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, CIHESRI-IDEHESI Conicet y UTN FRGP.

\*\*\* Investigador invitado en UTN FRGP.

Palabras clave: Argentina, China, internacionalización del renminbi, acuerdos de intercambio de monedas

#### ABSTRACT

The renminbi has been through a long process of internationalization that's still going on today, where multilateral and bilateral swap agreements are relevant tools; this process accelerated when the global crisis deepened in 2009. In this context, and within the framework of the strategic partnership between China and Argentina, its central banks signed three bilateral agreements of currency swap in 2009, 2014 and 2017, a supplementary agreement on december 16th, 2015 and another one in 2018, which doubled its amount but conditioned it to accomplish the IMF stand by agreement. Unlike almost all of China's currency swaps with other countries and regions, Argentina activated it several times to strengthen its international reserves, of which Chinese swap resources accounted for more than a third in certain times. This structural change of Central Bank reserves is in line with strengtening bilateral relations, but it is neutralized when the currency swap agreement became linked to the stand by agreement of IMF with Argentina.

This article contextualizes and analyzes the currency swap agreements between the central banks of Argentina and China, their signing, renewal, utilization and widening, as a specific case of renminbi internationalization.

Keywords: Argentina, China, renminbi internationalization, currency swaps

Fecha de recepción: 13 de octubre de 2018

Fecha de aceptación: 4 de diciembre de 2018

### *Introducción*

El objetivo principal de este artículo es analizar la especificidad del proceso de internacionalización del yuan en Argentina, en el que los acuerdos de intercambio de monedas (swaps) cumplen un rol central.

El renminbi (RMB) es la moneda oficial de la República Popular China desde 1948. El yuan chino, identificado por el código de divisas ISO 4217 como CHY, es la unidad de cuenta en la que se realizan las transacciones denominadas en renminbi.

A partir de 2004, desde el intercambio de visitas de los presidentes Néstor Kirchner y Hu Jintao, Argentina y China establecieron un vínculo de asociación estratégica, e intensificaron sus relaciones comerciales, de

inversión directa, monetarias, financieras, y en otras materias<sup>1</sup>. Una medida de la profundidad del vínculo bilateral son los 96 documentos oficiales suscriptos entre ambos países entre 2004 y 2018, de los que 59 corresponden a los gobiernos de Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner, y 37 al período 2016-2018, durante la presidencia de Mauricio Macri, quien también cumplió visitas recíprocas con el presidente chino Xi Ping. Los representantes de ambos Estados suscribieron convenios de cooperación, acuerdos, memorandos de entendimiento, planes de acción, declaraciones conjuntas y otros de diversa índole. El número y diversidad temática de estos documentos bilaterales supera largamente los suscriptos entre Argentina y otros países, aun Brasil y Estados Unidos, en la misma época y también en el pasado.

En materia monetaria los bancos centrales de China y Argentina firmaron acuerdos de intercambio de monedas (swaps) en 2009, 2014 y 2017. Además, el Banco Central de la República Argentina incluyó el yuan como activo de reserva internacional desde octubre de 2014, mucho antes del reconocimiento del yuan como moneda de uso internacional por parte del FMI. El acuerdo de swap fue activado en 2014 y 2015, renovado en 2017, y sumó un acuerdo suplementario en 2018, que aumentó fuertemente su monto pero lo condicionó al cumplimiento del acuerdo con el FMI.

Es decir que el vínculo estratégico entre Argentina y China ha seguido una continuidad como política de Estado, aun a pesar del cambio en la orientación de la política exterior de la administración Macri, que privilegió la relación con Estados Unidos.

Por su parte, la moneda china lleva un largo proceso de internacionalización, comenzado en 1993 y acelerado a partir de la crisis económica<sup>2</sup> mundial iniciada en 2007. El yuan no cotiza libremente en los mercados mundiales ni es plenamente convertible para realizar transacciones corrientes y de capital, pero su uso se expande con el crecimiento de los mercados de China y de sus cadenas de valor, y con las herramientas de internacionalización que los sucesivos gobiernos chinos han puesto en

---

<sup>1</sup> Cultural, tecnológica, energía, turismo, espacial, comunicaciones, jurídico penal, seguridad, defensa, salud y otros asuntos.

<sup>2</sup> Los autores prefieren caracterizar como económica a la crisis internacional iniciada en 2007, en lugar de financiera, como predomina en la literatura, porque su incubación, estallido y despliegue conforman un proceso de transformación de la economía global y de su modo de producción, distribución y acumulación, en el que las finanzas desempeñan una parte pero no constituyen en sí mismas la totalidad económica, respecto de la que adquieren sentido.

marcha conforme avanza el desarrollo del país y su participación en los asuntos mundiales.

Los acuerdos de intercambio de monedas entre el Banco Popular de China (BPCh), que es el banco central, y las autoridades monetarias de otros países se cuentan entre los instrumentos de internacionalización del yuan; hasta ahora los swaps suman 37, incluyendo el de Argentina. El gobierno chino también ha lanzado otras herramientas para ampliar el uso internacional de su moneda, como mecanismos de compensación (clearing) de operaciones de comercio exterior e inversiones en yuanes y monedas locales sin pasar por el dólar, veinticuatro firmados hasta marzo de 2018, incluyendo Argentina (The People's Bank of China, 2018, 78); el financiamiento para diversos fines, como inversiones, entre ellas obras de infraestructura, importaciones de origen chino, y otros, plasmados, por ejemplo, para el caso argentino, en los convenios bilaterales suscriptos en 2014, aprobados por el Congreso Nacional, y el Plan Quinquenal Integrado China-Argentina para la Cooperación en Infraestructura para el período 2017-2021.

Escapa al alcance de este trabajo el análisis de la internacionalización del yuan en la esfera financiera, ya que esta investigación se concentra en el campo de las relaciones monetarias internacionales, que incorpora las dimensiones del poder soberano, e incluye el problema de la asimetría del poder relativo entre territorios insertos de manera diferenciada en el espacio nacional y en el sistema monetario internacional (Arrighi, 43).

Se trata de un proceso de cambio estructural del sistema monetario internacional (SMI) que impacta sobre un flanco sensible de los países periféricos, como es el sector externo, y que a su vez refleja la nueva configuración multipolar del sistema mundo.

Los estudios sobre la internacionalización del yuan analizan este proceso en el marco del ascenso de China como potencia global y de su rivalidad con Estados Unidos (Cohen, 2017; Eichengreen y Kawai, eds., 2015;); de las transformaciones del SMI (Mc Kinnon, 2013) y los desequilibrios globales (Blanchard, 2012), y evalúan sus efectos en la estabilidad del SMI (Twarovska, 2018), aspectos importantes de contexto de este trabajo. La literatura incluye los estudios que analizan los acuerdos monetarios y financieros entre China y otros países y regiones, en particular Asia (Lo, Chi, 2013), África y América Latina (Correa López, 2014); y el impacto de las políticas de diversificación de reservas de los bancos centrales sobre el tipo de cambio real, la competitividad y el comercio exterior (Azevedo, 2012).

Este artículo se organiza de la siguiente manera: el próximo acápite presenta las políticas de internacionalización del yuan seguidas desde principios de la década de 1990 y su designación en el FMI como moneda de

libre uso internacional apta para integrar la canasta del deg; luego se analiza la formación de las redes de swaps entre China y otros países, incluyendo la iniciativa Chiang Mai, los acuerdos con los BRICS y los acuerdos bilaterales; el tercer punto trata los convenios de swap entre los bancos centrales de los dos países, su firma, renovación, utilización, y su impacto estructural en las reservas internacionales; finalmente las conclusiones interpretan los swaps entre Argentina y China en el marco de la internacionalización del yuan, proceso que a su vez forma parte de la transición del sistema mundo hacia un esquema multipolar.

### *Las políticas de internacionalización del yuan*

China comenzó la internacionalización de su moneda en el marco de sus políticas de atracción de inversión externa directa con inserción exportadora en las cadenas globales de producción<sup>3</sup>. En 1993, el Tercer Plenario del 14° Comité Central del Partido Comunista Chino (en adelante CC) anunció el objetivo de transformar gradualmente al RMB en una moneda convertible. Tras unificar el tipo de cambio dual, a partir del 1 de enero de 1994 adoptó un régimen cambiario de flotación administrada. En 1996 el gobierno estableció la convertibilidad para las operaciones de la cuenta corriente, y avanzó en la convertibilidad de la cuenta capital, en consonancia con la adhesión de China al artículo VIII del Convenio Constitutivo del FMI. La crisis de balance de pagos del sudeste asiático en 1997-98, interrumpió este proceso, reanudado a partir de 2003, de acuerdo a lo dispuesto por el 16° CC.

Desde entonces, el RMB fue convertible para la inversión externa directa (IED) en China y de capitales chinos en el exterior, y para la gestión administrada del crédito comercial, mientras que el endeudamiento externo quedó sujeto a cuotas. También se crearon dos programas para flexibilizar los controles de la cuenta capital, el RMB Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) y Qualified Domestic Institutional Investors (QDII).

La crisis mundial iniciada en 2007 interrumpió el proceso de convertibilidad de la cuenta capital. Pero la incertidumbre sobre las principales divisas -dólar, euro, yen- y la gravitación creciente de China en la economía mundial, incrementaron la demanda de RMB para las

---

<sup>3</sup> A fines de la década de 1980 China tenía grandes déficits comerciales, que se revirtieron a partir de la creación de zonas francas en áreas costeras, con regímenes de privilegio para las compañías extranjeras orientadas a la exportación, que proliferaron gracias a los bajísimos costos laborales y a la subvaluación del yuan (Rapoport y Brenta, 2010, p. 127).

transacciones internacionales por parte de no residentes. Así, desde 2008 China empezó a facilitar su uso en el comercio exterior y en las inversiones directas, expandió las inversiones financieras en RMB, incluyendo la autorización a las entidades extranjeras para invertir en el mercado doméstico interbancario, y lanzó un programa para inversores externos institucionales en renminbi, el RQFII, ya mencionado. Asimismo, el Banco Popular de China empezó a firmar acuerdos de intercambio de monedas con bancos centrales o autoridades monetarias, entre ellos, el Banco Central de la República Argentina (BCRA); también a desarrollar mercados de RMB en el resto del mundo, y a establecer bancos para operar en RMB que actualmente abarcan 14 países o regiones.

Así, el 12° Plan Quinquenal de China aprobado en el año 2011 para el período comprendido hasta 2015, estableció promover el uso del yuan como medio de pago para las transacciones internacionales -comercio, inversiones directas, instrumentos financieros, activos de reserva para bancos centrales-, y profundizó estas medidas en los años siguientes. En 2013, el 18° CC anunció que China aceleraría la apertura de la cuenta capital, y en el mismo año se estableció la Zona Piloto de Libre Comercio, en Shanghai. Al año siguiente, el gobierno lanzó la bolsa de valores conectada Shanghai-Hong Kong, que profundizó la desregulación del mercado chino de capitales.

En 2015 continuaron las reformas para aumentar la convertibilidad de la cuenta capital, a través del lanzamiento de un programa piloto (QDII2) para los inversores extranjeros individuales; el gobierno anunció el lanzamiento de la interconexión entre las bolsas de Schenzhen y Hong Kong, y permitió a los no residentes emitir productos financieros en el mercado doméstico chino, con excepción de los derivados. También se revisaron algunas regulaciones cambiarias para reducir los requerimientos de aprobaciones previas, y se instauraron sistemas ex post de monitoreo y medidas macroprudenciales. Asimismo, el gobierno removió algunas barreras para facilitar el acceso al mercado de capitales chinos por parte de inversores institucionales extranjeros, e intensificó los esfuerzos para facilitar la infraestructura requerida para ampliar el uso internacional del RMB<sup>4</sup>.

No obstante, China mantiene algunos controles de la cuenta capital para proteger la estabilidad del balance de pagos frente a los principales riesgos, como los flujos de capital de corto plazo, el sobreendeudamiento externo, la inestabilidad cambiaria, la volatilidad financiera, y las crisis de los mercados

---

<sup>4</sup> Zhou Xiaochuan, Governor, People's Bank of China, Statement to the Thirty-First Meeting of the International Monetary and Financial Committee, FMI, Washington, abril de 2015.

internacionales. Aun así, en 2015 los mercados de capitales chinos experimentaron violentas fluctuaciones, atribuidas a la adaptación a la apertura financiera.

Luego de la incorporación del yuan como moneda de uso internacional en el FMI, tratada en el siguiente acápite, el gobierno chino anunció que tomaría medidas para aumentar la convertibilidad de la cuenta capital, para tornar al RMB más convertible y de libre uso, promover su internacionalización y profundizar la globalización del capital denominado en RMB (RPC, 13° Plan Quinquenal, 2016-2020, p. 145). Entre los objetivos se cuenta alcanzar la convertibilidad del yuan 2020 como moneda mundial, como soporte de dual de la estrategia de atraer inversiones extranjeras y de incentivar a las empresas chinas a aumentar sus inversiones externas y a globalizarse, en el marco de la Iniciativa del Cinturón y la Ruta, y la apertura de nuevos bancos multilaterales para el desarrollo (Aglietta y Bai, 2016, 2).

China ha expandido sus pagos internacionales en su propia moneda, en 2017 sus transacciones con el resto del mundo se realizaron en un 22,3% en RMB, ésta fue la moneda más utilizada en los intercambios chinos con el exterior, luego del dólar. La participación del RMB es elevada especialmente en las provincias más globalizadas: Shanghai y Guangdong y en la municipalidad de Beijing (30,7%, 23,4% y 16,4%, respectivamente, en 2017, datos de PBC, 2018). China también comenzó a utilizar el RMB en los futuros de materias primas. En marzo de 2018 comenzaron a operar los contratos de futuro de petróleo denominados en RMB en el Shanghai Futures Exchange, y en mayo los futuros para el mineral de hierro se introdujeron en el Dalian Commodity Exchange.

Según las estadísticas del FMI, el RMB es la 8ª divisa que compone las reservas internacionales, en unas 60 entidades monetarias oficiales. Y aunque su proceso de internacionalización se intensificó desde 2009 y ya es la 5ª moneda más utilizada en los pagos internacionales, solo representa una proporción pequeña en ellos, de alrededor del 1,62% (Society for Worldwide Inter-bank Financial Telecommunication SWIFT, abril de 2018), con tres cuartos de estos pagos concentrados en Hong Kong y un cuarto en el resto del mundo. Este porcentaje era nulo en 2001, y evoluciona lentamente (cuadro 1).

*Cuadro 1*  
*Composición de las reservas internacionales oficiales*  
*En miles de millones de dólares*

<i>Monedas</i>	<i>III T 2016</i>	<i>IV T 2016</i>	<i>IV T 2017</i>	<i>III T 2018</i>
Dólares EE.UU.	5.403	5.502	6.280	6.632
Euros	1.643	1.611	2.019	2.192
Renminbis	0	90	123	192
Yenes	351	333	491	532
Libras esterlinas	367	365	454	481
Dólares australianos	150	142	180	181
Dólares Canadienses	160	163	203	209
Francos suizos	15	14	18	17
Otros	2.902	2.493	1.676	964
<b>Total</b>	<b>10.991</b>	<b>10.713</b>	<b>11.444</b>	<b>11.400</b>

Fuente: Elaborado con datos del FMI, COFER.

### *La incorporación del yuan en la canasta de divisas del FMI*

El reconocimiento formal del yuan como moneda de uso internacional fue consagrado el 30 de noviembre de 2015, cuando el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó<sup>5</sup> su incorporación en la canasta de divisas que conforma el DEG (derechos especiales de giro), la unidad de cuenta y activo de reserva emitido por el FMI. Esta decisión se efectivizaría un año más tarde.

El Directorio Ejecutivo del organismo consideró que el yuan reúne los dos requisitos necesarios para un medio de pago internacional: cumple un papel central en la economía mundial, y se acerca a tener *libre uso*. El primero de estos criterios tiene en cuenta las exportaciones de China, que en 2017 representaban el 16% del total mundial<sup>6</sup>; y el segundo atiende al incremento sustancial del uso del RMB como medio de pago internacional, su participación en operaciones de gran magnitud en los mercados cambiarios, las facilidades existentes para operar en RMB de manera fluida,

<sup>5</sup> Decisión N° 15891-(15/109), 30 de noviembre de 2015.

<sup>6</sup> En 2017, en billones de dólares, las exportaciones mundiales de bienes y servicios sumaron 14,4 y las de China 2,41, según datos del FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.



el pleno acceso a esta moneda por parte de los bancos centrales, y el compromiso de China de profundizar la desregulación de las tasas de interés internas y del tipo de cambio, de establecer sistemas de pagos interbancarios internacionales, y de mejorar la divulgación estadística.

De esta manera, desde el 1 de octubre de 2016 el RMB pasó a representar el 10,92% de la canasta del DEG (IMF, septiembre 2016), junto con el dólar, el euro, el yen y la libra esterlina. Los cambios en la participación porcentual de las monedas referidas (cuadro 2) muestran que el RMB se incorporó al DEG sobre todo a expensas del euro y en menor medida, de la libra y el yen, mientras que la ponderación del dólar creció ligeramente.

Cuadro 2

*FMI. Canasta de valuación del DEG antes y después de incorporar el RMB. Participación porcentual de las monedas*

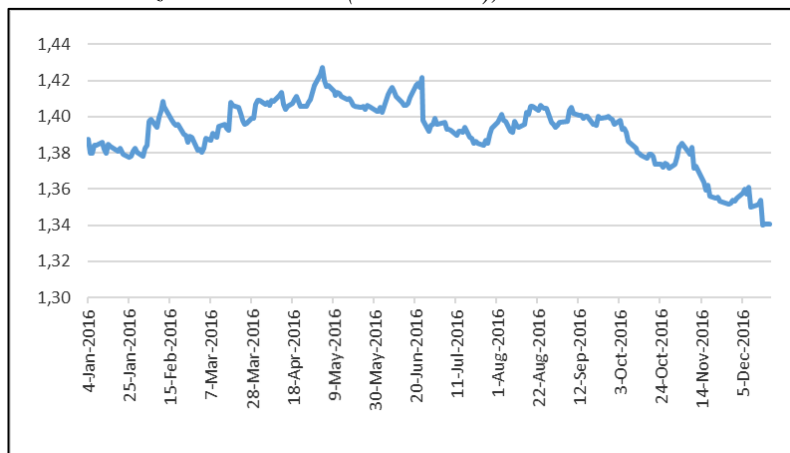
<i>Moneda</i>	<i>Antes de incorporar el RMB %</i>	<i>Desde 1/10/2016 %</i>	<i>Diferencia pp.</i>
Dólar estadounidense	41,9	41,7	-0,2
Euro	37,4	30,9	-6,5
Yuan chino	0	10,9	10,9
Yen japonés	9,4	8,3	-1,1
Libra esterlina	11,3	8,1	-3,2
Total	100,0	100,0	***

Fuente: elaboración propia con datos del FMI.

La incorporación del RMB a la canasta del DEG no impactó significativamente su cotización, pero afectó el nivel de su tasa de interés. Esta se utiliza para calcular los intereses que pagan los países que utilizan los recursos del FMI, los intereses que cobran los países dueños de esos recursos por su utilización; las tasas pagadas por los tenedores de DEGs, y en general, para calcular las tasas de todas las operaciones activas y pasivas entre el FMI y sus miembros. Esto puede considerarse un primer impacto en el sistema monetario internacional. El primer mes en que el RMB fue agregado a la canasta de monedas del FMI, octubre de 2016, la relación se mantuvo en el orden de 1,40 y 1,37 dólares por DEG. Para diciembre de ese año, un DEG equivalía a 1,34 USD, sin embargo esta leve apreciación del DEG fue influida por el fortalecimiento del dólar desde que Donald Trump ganó las

elecciones presidenciales en Estados Unidos en noviembre de 2016, y asumió su mandato el 20 de enero de 2017.

*Gráfico 1*  
*Cotización del DEG (USD/DEG), enero-diciembre de 2016*



Fuente: FMI

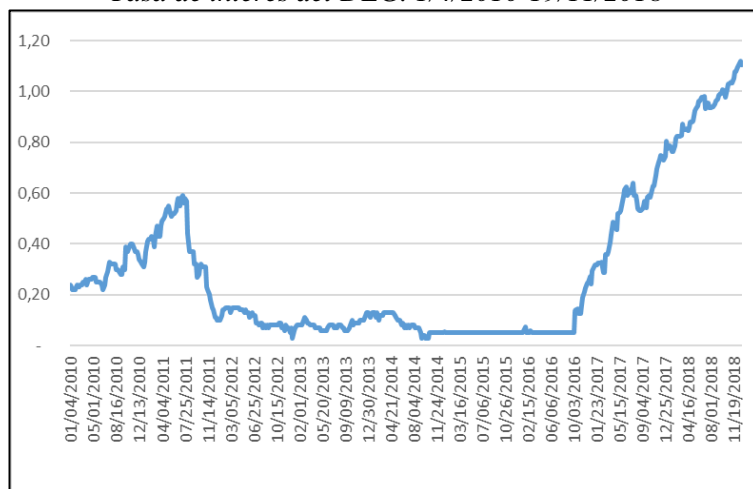
Por su parte, a partir del 10 de octubre de 2016 el FMI incluyó en la tasa de interés del DEG<sup>7</sup> la tasa de los bonos de tres meses del Tesoro de China como representativa del RMB<sup>8</sup>. En la primera semana de esta incorporación, la tasa de interés del DEG aumentó de su piso de 0,05%, estable durante los dos años previos, a 0,14%, y luego hasta 0,27% en diciembre de 2016. Sin embargo en esta suba también influyó el aumento de la tasa de interés de los bonos estadounidenses desde que Donald Trump ganó las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

<sup>7</sup> El FMI calcula semanalmente la tasa de interés del DEG y la publica los días lunes a través de su sitio web ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Esta es la base de las tasas cobradas a países que utilizan recursos del FMI, de los pagos del FMI a países que prestan a otros en el marco de programas del FMI, a los tenedores de degs, y, en general, de todas las operaciones activas y pasivas entre el FMI y sus miembros.

<sup>8</sup> Adicionalmente, la tasa de interés del DEG toma en cuenta las tasas representativas de los principales instrumentos financieros oficiales de cada una de las monedas que integran la canasta: 1) bonos del Tesoro estadounidense a tres meses; 2) la tasa spot a tres meses para los bonos de la administración central de la zona del euro con una calificación AA y superior publicada por el Banco Central Europeo; 3) letras de tres meses del Tesoro del Reino Unido 4) billetes de tres meses del Tesoro japonés.

Cabe recordar que la tasa del DEG refleja las tendencias de la política monetaria de los países y regiones cuyas monedas integran la canasta de este activo del FMI. La tasa marcó sus picos históricos en los años 1980 cuanto bordeó el 12%. En los primeros años de la década de 1990 rondó el 9%, y se estabilizó luego en el orden del 4%. En la primera mitad de los 2000 la tasa DEG osciló alrededor del 2%, pero a partir de 2005 comenzó una escalada alcista que la llevó a niveles del 4%. Previo al estallido de la crisis internacional la tasa emprendió un camino descendente que se estabilizó a partir de 2012 por debajo de 0,1%. Esta tendencia se mantuvo hasta octubre de 2016, cuando como consecuencia del aumento de tasas de la Fed, inició un nuevo ciclo de alza que ya superó el 1%.

*Gráfico 2*  
*Tasa de interés del DEG. 1/4/2010-19/11/2018*



Fuente: FMI

### *Las redes de swaps*

El acuerdo de intercambio de monedas entre Argentina y China es un mecanismo de carácter precautorio, inscripto en una práctica largamente experimentada como complemento de las fuentes de moneda extranjera, que cobró mayor impulso a partir de la crisis asiática de 1997-98.

La República Popular de China fue uno de los Estados impulsores de la red de swaps de monedas que utilizó un conjunto de países asiáticos para

superar la crisis cambiaria. A fin de reducir su dependencia del FMI para enfrentar la volatilidad de los flujos de capitales, bajo la Iniciativa Chiang Mai (ICM), los bancos centrales de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN<sup>9</sup>) junto a las autoridades monetarias de China, Japón y Corea del Sur (ASEAN+3), aplicaron dos herramientas: iniciaron una política de acumulación de reservas internacionales y firmaron una serie de acuerdos de intercambio de monedas, cuyo funcionamiento se explica más abajo.

Una década después, desatada la crisis internacional a partir de 2007, los países del ASEAN+3 sustituyeron los acuerdos firmados bajo la ICM por un único swap multilateral. Los BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) adoptaron una iniciativa similar en el año 2014, mediante la firma de un acuerdo contingente de reservas, que también se tratará más adelante.

### *La Iniciativa Chiang Mai*

El 6 de mayo de 2000, en la Reunión de Ministros de Finanzas de ASEAN+3, celebrada en Chiang Mai, Tailandia, se acordó reforzar la estabilidad cambiaria de la región mediante acuerdos de cooperación entre las autoridades monetarias, bajo un arreglo que se denominó Iniciativa Chiang Mai. La ICM estableció dos objetivos: expandir el acuerdo de swap vigente entre los países del ASEAN desde 1977, y crear una red de swaps bilaterales entre los países del ASEAN y China, Japón y Corea del Sur<sup>10</sup>.

Bajo la ICM, los países del ASEAN acordaron relanzar el acuerdo de swap entre ellos (ASA, según sus siglas en inglés: ASEAN Swap Arrangement), aumentando el monto comprometido de 200 millones de dólares a 1.000 millones; posteriormente, en 2005, los fondos del ASA se incrementaron a 2 mil millones de dólares. Bajo este acuerdo, en caso de problemas de liquidez en moneda extranjera, un banco central tenía derecho a canjear su moneda propia por monedas de uso internacional (dólar estadounidense, yen japonés, euro, entre otras) que el resto de los países del ASEAN aportaría. El canje se podía realizar por un período de hasta seis meses, prorrogable por otros seis, y por un monto máximo de hasta dos veces

---

<sup>9</sup> La Asociación de Países del Sudeste Asiático (ASEAN) es una organización intergubernamental creada en 1967 a través de un acuerdo entre Malasia, Indonesia, Singapur, Tailandia y Filipinas. Posteriormente ingresaron: Brunei, Vietnam, Camboya, Laos y Myanmar. Papúa Nueva Guinea y Timor Oriental aun no fueron incorporados como miembros plenos.

<sup>10</sup> The Joint Ministerial Statement of the ASEAN+3 Finance Ministers Meeting, 6 May 2000, Chiang Mai, Thailand.

su compromiso asumido en el ASA. Estas operaciones de swap de monedas conllevaban el pago de intereses a la tasa LIBO. La coordinación de estas operaciones estaba a cargo del banco agente, una posición rotativa entre los países miembros (UNCTAD, 2007, 123).

La red de swaps bilaterales (BSA, según sus siglas en inglés Bilateral Swap Arrangements) firmada bajo la ICM preveía que los países, en función de los montos acordados bilateralmente, accedieran a dólares estadounidenses a cambio de su equivalente en su moneda nacional. A mediados de 2006, los fondos comprometidos bajo los BSA ascendían al equivalente de 75 mil millones de dólares, de los cuales 65 mil millones correspondían a swaps firmados por China, Japón y la República de Corea. Los ocho países participantes -los tres recién nombrado más los cinco fundadores del ASEAN- acordaron que para desembolsar más del 20%<sup>11</sup> del monto disponible se el país solicitante debía obtener previamente un acuerdo con el FMI (cláusula IMF-linked portion). El plazo de estas operaciones de swap era de 90 días, renovable hasta siete veces. El uso del swap devengaba intereses a la tasa LIBO más 150 puntos básicos para los primeros 180 días, y hasta LIBOR más 300 puntos básicos para las dos últimas renovaciones (UNCTAD, 2007, 124).

Como respuesta a la crisis internacional desatada a partir de 2007, los países del ASEAN+3 acordaron reemplazar el ASA y los BSA por un único acuerdo multilateral de swap de reservas, la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada, ICMM, principalmente para afrontar dificultades en los pagos internacionales, a través de obtener dólares estadounidenses mediante la activación de un swap de monedas. En ese sentido, el 24 de marzo de 2010, a través de la firma de cartas de compromiso de los bancos centrales de los países del ASEAN+3, el acuerdo de swap multilateral entró en vigencia por un monto de 120 mil millones de dólares<sup>12</sup> (cuadro 3). Para supervisar y coordinar la actividad de la ICMM, también se creó una unidad de supervisión independiente: Independent Surveillance Unit, y una oficina de investigación macroeconómica: Macroeconomic Research Office (Asian Development Bank Institute, 2010, 9).

En proporción a su aporte, los países pueden acceder a los fondos bajo dos modalidades: una línea precautoria, de 6 meses a 1 año de duración, y una facilidad de estabilización de mayor plazo: 6 meses a 3 años. A

---

<sup>11</sup> Inicialmente la *IMF De-linked portion* se estableció en 10%; en 2005 este porcentaje se aumentó al 20%.

<sup>12</sup> The Joint Ministerial Statement of The 13th ASEAN+3 Finance Ministers' Meeting, Tashkent, Uzbekistan, 2 May 2010.

semejanza de la ICM, la versión multilateralizada incluyó la cláusula IMF-linked portion para desembolsos mayores al 30%. En suma, la ICMM puede brindar algún financiamiento en moneda de uso internacional a los países miembros con dificultades de balance de pagos, pero no los exime del amargo ajuste y las condicionalidades del FMI para estas situaciones. Después de todo, Japón y China son los miembros más importantes del organismo, después de Estados Unidos<sup>13</sup>.

Si bien los swaps de monedas previstos bajo la ICM y la ICMM son una herramienta contingente útil para los bancos centrales a fin de enfrentar dificultades del sector externo, estos instrumentos no han sido muy utilizados porque desde la crisis de 1997-1998 los países asiáticos emprendieron una política muy fuerte de acumulación de reservas internacionales, complementada con superávits de cuenta corriente. Por eso, frente a la crisis financiera internacional de 2008, estos bancos centrales utilizaron sus activos de reserva para realizar devaluaciones ordenadas que permitieron hacer frente a la salida de capitales (Sevares, 2015, 50).

Posteriormente, en el año 2012, los miembros de la ICMM decidieron duplicar su monto a 240 mil millones de dólares, el 80% fue comprometido por Japón, Corea del Sur y China.

---

<sup>13</sup> Cuota en el FMI, como porcentaje del total de cuotas: Estados Unidos 17,46; Japón 6,48; China 6,41.

*Cuadro 3*  
*ASEAN. Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada. 2010*  
*En miles de millones de dólares*

País	Contribución Financiera	Acceso a fondos		Total
		IMF De-Link Portion	IMF Link Portion	
Japón	38,40	5,76	13,44	19,20
China	34,20	5,13	11,97	17,10
Corea	19,20	5,76	13,44	19,20
Indonesia	4,55	3,41	7,97	11,38
Tailandia	4,55	3,41	7,97	11,38
Malasia	4,55	3,41	7,97	11,38
Singapur	4,55	3,41	7,97	11,38
Filipinas	4,55	3,41	7,97	11,38
Hong Kong	4,20	3,15	7,35	10,50
Vietnam	1,00	1,50	3,50	5,00
Camboya	0,12	0,18	0,42	0,60
Myanmar	0,06	0,09	0,21	0,30
Brunei	0,03	0,05	0,11	0,15
Laos	0,03	0,05	0,11	0,15
<b>Total</b>	<b>120,00</b>	<b>38,72</b>	<b>90,40</b>	<b>129,10</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de ASEAN.

#### *BRICS: Acuerdo de Reservas Contingente*

Los swaps de monedas entre los bancos centrales también constituyen el mecanismo que los países del bloque BRICS, integrado por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica, adoptaron para su Acuerdo de Reservas Contingente<sup>14</sup> (CRA, según sus siglas en inglés), firmado el 15 de julio de 2014. Con el objetivo de prevenir dificultades de balance de pagos de corto plazo, brindarse apoyo mutuo y reforzar su estabilidad financiera, a través del CRA estos países comprometieron recursos equivalentes a 100 mil millones de dólares: China 41%, Brasil, India y Rusia 18% cada uno, y Sudáfrica 5%.

---

<sup>14</sup> Treaty for the Establishment of a BRICS Contingent Reserve Arrangement, Fortaleza, julio de 2015. Disponible en <http://www.brics.utoronto.ca/docs/140715-treaty.html>

El CRA prevé un instrumento de liquidez para enfrentar problemas de balance de pagos de corto plazo y un instrumento precautorio para problemas potenciales de balance de pagos, con límites máximos de acceso al financiamiento por país según los aportes comprometidos y las proporciones establecidas en el acuerdo. De este modo, China podría acceder a la mitad de su aporte; Brasil, Rusia e India a la totalidad del monto prometido, y Sudáfrica al doble (cuadro 4).

Como la iniciativa Chiang Mai Multilateralizada, el CRA incluye la cláusula IMF-linked portion, que requiere un acuerdo del FMI para tramos superiores al 30% del límite de acceso.

*Cuadro 4*  
*BRICS. Acuerdo de Reservas Contingente.*  
*Financiamiento máximo por país*  
*En miles de millones de dólares*

<i>País</i>	<i>De-linked Portion</i> <i>&lt; 30%</i>	<i>IMF-linked Portion</i> <i>&gt; 30%</i>	<i>Total</i>
China	6,15	14,35	20,50
Brasil	5,40	12,60	18,00
Rusia	5,40	12,60	18,00
India	5,40	12,60	18,00
Sudáfrica	3,00	7,00	10,00

Fuente: BRICS.

Para acceder a los fondos, el país debe solicitar al Comité Permanente, conformado por representantes de los bancos centrales, la activación de un swap de monedas, que habilita la compra de dólares estadounidenses a los bancos centrales de los demás países del CRA, a cambio de un crédito en su propia moneda. Al momento de realizarse el intercambio de monedas se fija un tipo de cambio, que será también el que se utilizará al cancelar la operación. Al vencimiento del plazo acordado, la parte solicitante del swap debe entregar los dólares a cambio del crédito en moneda local y pagar una "tasa de interés internacionalmente aceptada" en dólares.

El plazo de duración de la transacción del swap es de 6 meses, renovable hasta tres períodos, para tramos inferiores al 30% del límite de financiamiento. Para los tramos superiores al 30%, IMF-linked portion, el swap se realiza por un año, renovable hasta dos períodos más.



*Los convenios de swap bilaterales entre China y otros países*

Además de promover los swaps entre países asiáticos y en los BRICS, como parte de la estrategia de la internacionalización del yuan, el Banco de la República Popular de China (BPCh) promovió la firma de acuerdos de swap bilaterales. Ellos apuntan también a facilitar el comercio y las inversiones bilaterales entre China y el país en cuestión, en este caso, Argentina.

Los swaps de monedas entre bancos centrales tienen como principal objetivo fomentar la estabilidad cambiaria al aumentar su capacidad de intervención en los mercados de divisas. Estos swaps revisten las características de acuerdos contingentes, dado que permiten a un país disponer de liquidez en moneda extranjera, sin estar obligado a utilizarla y sin costo mientras ella no sea utilizada. La liquidez que otorgan estos instrumentos ayuda a los bancos centrales a brindar una señal a los mercados de su capacidad para influir sobre el tipo de cambio. Los swaps se activan cuando una de las partes solicita los fondos para aplicarlos a los destinos acordados, por ejemplo, mejorar las condiciones financieras, promover el comercio exterior, etc. Una vez activado el swap, la parte que solicitó la moneda extranjera paga intereses en función de la tasa y el período previamente acordados.

Frente a la crisis internacional iniciada en 2007, los bancos centrales recurrieron a los acuerdos bilaterales de intercambio de monedas para enfrentar la alta volatilidad de los mercados. La Reserva Federal fue un actor destacado en ese sentido, ya que firmó swaps de monedas con el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco Central de Japón, el Banco Central de Canadá y el Banco Central de Brasil.

El otro actor principal que apareció en escena ofreciendo instrumentos similares fue el Banco Popular de China, que desde 2008 hasta 2017 firmó acuerdos swaps con más de 30 bancos centrales por más de 3.300 billones de yuanes, equivalentes a unos 505 mil millones de dólares, que representan el 1,6% de las reservas internacionales de China (aproximadamente 32,4 billones de dólares, BPCh, 2018, 127).

**Cuadro 5**  
**Banco Popular de China. Swaps Bilaterales, 2008-2017**

<b>País</b>	<b>Año</b>	<b>CNY (miles de millones)</b>
Corea del Sur	2008	180
	2011	360
	2014	360
	2017	360
Argentina	2009	70
	2014	70
	2017	70
Hong Kong	2009	200
	2011	400
	2014	400
	2017	400
Malasia	2009	80
	2012	180
	2015	180
Bielorusia	2009	20
	2015	7
Indonesia	2009	100
	2013	100
Islandia	2010	4
	2013	4
	2016	4
Singapur	2010	150
	2013	300
	2016	300
Nueva Zelanda	2011	25
	2014	25
	2017	25
Uzbekistan	2011	1
	2011	5
Mongolia	2012	10
	2014	15
	2017	15
	2017	15
Kazajistan	2011	7
	2014	7
Tailandia	2011	70
	2014	70
	2017	70

<b>País</b>	<b>Año</b>	<b>CNY (miles de millones)</b>
Pakistan	2011	10
	2014	10
Emiratos Arabes Unidos	2012	35
	2015	35
Turquia	2012	10
	2015	5
Australia	2012	200
	2015	200
Ucrania	2012	15
	2015	15
Brasil	2013	190
	2013	200
Inglaterra	2015	350
	2015	350
Hungria	2013	10
	2016	10
Albania	2013	2
	2013	350
Banco Central Europeo	2016	350
	2016	350
Rusia	2014	150
	2017	150
Suiza	2014	150
	2017	150
Canada	2014	200
	2017	200
Siri Lanka	2014	100
	2014	35
Qatar	2017	35
	2017	35
Suriname	2015	1
	2015	1
Sudafrica	2015	30
	2015	30
Chile	2015	22
	2015	22
Tajikistan	2015	3
	2015	3
Marruecos	2016	10
	2016	10
Serbia	2016	2
	2016	2
Egipto	2016	18
	2016	18

Fuente: Elaboración propia en base a los informes anuales del Banco Popular de China; Eichengreen y Kawai (2015)

## Los acuerdos de swap de monedas locales entre Argentina y China

Argentina fue el quinto país con el que China firmó un acuerdo de swap, luego de Hong Kong, Malasia, Bielorrusia e Indonesia, todos en 2009. Los bancos centrales de Argentina y China firmaron acuerdos de intercambio de monedas en 2009, 2014 y 2017, más un acuerdo suplementario en 2018. Los documentos que instrumentaron estos acuerdos no se publicaron, de manera que solo se conocen las notas de prensa y otras comunicaciones emitidas por las dos entidades, las notas de los estados contables del BCRA referidas a ellos, y las inferencias que pueden realizarse de la composición de las reservas del BCRA mientras el yuan no integró la canasta del deg.

Cuadro 6

*Acuerdos de intercambio de monedas (swaps) entre el Banco Central de la República Argentina y el Banco Popular de China, 2009-2018*

Fecha	Concepto	Miles de millones		Dólares	Duración, años	Vencimiento
		Pesos argentinos	Yuanes	Millones		
15/04/2009	Acuerdo swap	38	70	10000	3	14/04/ 2012
18/07/2014	Acuerdo swap	***	70	11000	3	17/07/ 2017
30/10/2014	Activación swap			0,814		
nov-14	Activación swap			1.000		
dic-14	Activación swap			1.000		
ene-15	Activación swap			1.000		
feb-15	Activación swap			1.000		
mar-15	Activación swap			1.000		
abr-15	Activación swap			1.000		
may-15	Activación swap			1.000		
jun-15	Activación swap			1.000		
jul-15	Activación swap			1.000		
ago-15	Activación swap			1.000		
sep-15	Activación swap			1.000		
	Total swap activado			11.001		
16/12/2015	Acuerdo Suplementario al Acuerdo Bilateral de Pase de Monedas		20			
22/12/2015	Acreditación en cuenta del BCRA y operación de recompra a futuro de yuanes convertidos a dólares			3.086		
Enero-mayo 2016	Reintegro de los dólares			-3.086		
18/07/2017	Acuerdo swap	175	70		3	17/07/2020
02/12/2018	Acuerdo Suplementario al Acuerdo Bilateral de Pase de Monedas		60		Hasta fin swap 2017	17/07/2020
02/12/2018	Monto swap 2017 + acuerdo complementario 2018		130	19	Condicionado al acuerdo stand by Argentina-FMI	

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA y BPCCh.

*Los acuerdos de swap entre Argentina y China de 2009 y 2014*

El 2 de abril de 2009 (BPCh, 2018) el BCRA y el BPCh firmaron el primer acuerdo bilateral de intercambio de monedas, anunciado el 15 de abril<sup>15</sup>. En el interín, el 6 de abril, el directorio del BCRA sancionó la Resolución 95/15, que aprobó la suscripción de una línea contingente por un período de tres años de duración, y por un monto de 70 mil millones de yuanes y 38 mil millones de pesos argentinos, equivalente a unos 10 mil millones de dólares al tipo de cambio vigente a esa fecha<sup>16</sup>. De esta manera, el BCRA aumentó potencialmente sus reservas en un 20%, y por ende, su capacidad de intervenir en el mercado de divisas para amortiguar las presiones cambiarias. Las reservas internacionales argentinas excedían los 46 mil millones de dólares en esos días, equivalentes a ocho meses de importaciones; este monto superaba el nivel de reservas óptimas, calculadas según diferentes criterios<sup>17</sup>.

Igual que en la mayoría de los swaps de monedas entre bancos centrales, en el acuerdo de 2009 entre Argentina y China ninguna de las partes solicitó su activación. Por ello, los derechos y obligaciones contingentes derivados del acuerdo se registraron en las cuentas de orden en los Estados Contables del BCRA<sup>18</sup>, es decir que las cuentas patrimoniales y de resultados no fueron afectadas.

Durante los tres años de vigencia de este acuerdo, desde abril de 2009 hasta el mismo mes de 2012, el BCRA ejerció su política cambiaria a través de la flotación administrada del tipo de cambio. En ese período el BCRA permitió una depreciación gradual del peso argentino del orden del 5% en dos primeros años y un 10% en 2012, el tipo de cambio pasó de 3,70 a 4,54 pesos por dólares entre 2009 y 2012. Las reservas internacionales en 2010 alcanzaron un monto record, superior a 50 mil millones de dólares. Sin embargo, a partir de 2011, los activos externos del BCRA comenzaron a caer, a consecuencia del pago de vencimientos de deuda externa con las reservas consideradas excedentes, y de una fuerte salida de capitales vinculada al proceso electoral. A fines de diciembre de 2012 las reservas sumaban 43,2

---

<sup>15</sup> BCRA, Com. P Nro. 49465.

<sup>16</sup> BCRA, Estados Contables 2009, Nota 2.6.

<sup>17</sup> Mientras que el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2009) consideraba que el nivel de las reservas óptimas debían cubrir tres meses de importaciones más un porcentaje de la deuda externa de corto plazo más un porcentaje de la oferta monetaria, el FMI (Jeanne y Sandri, 2016) sostenía que para una economía con control de capitales era suficiente contar con reservas equivalentes a tres meses de importaciones (2016).

<sup>18</sup> BCRA, Estados Contables 2009, Nota 5.

mil millones de dólares, un nivel aun holgado, de modo que el BCRA no consideró necesario activar el swap con China.

A diferencia de la mayoría de los acuerdos bilaterales de intercambio de monedas entre el BPCCh y otros bancos centrales, la línea de crédito contingente con el BCRA no fue renovada inmediatamente al finalizar el trienio, en abril de 2012. Pasaron más de dos años hasta que ambas autoridades monetarias firmaron un nuevo swap de monedas. Acorde a la marcha del proceso de internacionalización del yuan, la negociación entre Argentina y China se orientó a mejorar las condiciones para su activación, flexibilizando las cláusulas relativas a plazos, costos y usos<sup>19</sup>.

El 10 de julio de 2014, por la Resolución 204, el directorio del BCRA, en línea con los objetivos del artículo 3 de su Carta Orgánica<sup>20</sup>, autorizó la firma de un nuevo swap de monedas locales con el BPCCh a fin de “mejorar las condiciones financieras destinadas a promover el desarrollo económico y comercial de ambos países”<sup>21</sup>. En ese sentido, el 18 de julio de 2014, el BCRA anunció un nuevo acuerdo con vigencia por tres años. A través de este instrumento el BCRA podía solicitar al BPCCh el desembolso de hasta 70 mil millones de yuanes, equivalente a 11 mil millones de dólares, con un plazo de reintegro de 12 meses. Este acuerdo configuró una herramienta adicional del BCRA para implementar su política financiera, cambiaria y monetaria<sup>22</sup>, cuando el nivel de las reservas ya era menor pero aceptable: 29,5 mil millones de dólares, cercano a los cinco meses de importaciones.

#### *La activación del acuerdo de swap de 2014*

El acuerdo swap se utilizó por primera vez en el último trimestre de 2014, a fin de compensar los saldos del comercio entre los dos países, ya muy deficitario para Argentina<sup>23</sup>, y también para fortalecer las reservas internacionales, que descendieron a 27,3 mil millones de dólares en octubre.

En lo operativo, el acuerdo swap de monedas especifica:

---

<sup>19</sup> BCRA, Com. P 50421.

<sup>20</sup> BCRA, Carta Orgánica, Artículo 3: “El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.”

<sup>21</sup> Estados Contables del BCRA al 31/12/2015, Nota 2.3.

<sup>22</sup> BCRA, Com. P 50421.

<sup>23</sup> En 2014, en millones de dólares, Argentina exportó a China 4.792 e importó de ese país 10.811, este comercio arrojó un déficit de 6.019 (datos del INDEC).

el Banco que requiera una transacción de swap depositará en una cuenta en sus libros a nombre de la otra parte el monto equivalente en su moneda local. A su vez, el Banco requerido, depositará en una cuenta en sus libros a nombre de la otra parte el monto equivalente en su moneda local. Ambas cuentas serán no remuneradas en tanto no se apliquen efectivamente los fondos requeridos y al vencimiento de cada transacción de swap cada Banco debitará el mismo monto depositado originalmente. Durante el plazo de cada transacción de swap cada Banco podrá utilizar el monto disponible en la moneda local de la otra parte para los usos autorizados en el Acuerdo (Estados Contables del BCRA al 31/12/2015, Nota 2.3).

De acuerdo a estos términos, el 30 de octubre de 2014 el BCRA solicitó al BPCCh activar un tramo del swap de monedas por hasta el equivalente de 814 millones de dólares. De esta manera, el BPCCh y el BCRA acreditaron en la cuenta abierta en cada uno de estos bancos a nombre de su contraparte el equivalente a USD 814 millones en yuanes y pesos argentinos, respectivamente. Por su parte, el BCRA comenzó a incorporar el depósito en yuanes como parte de sus activos externos de reserva, señalando que:

El yuan representa una moneda de inversión muy atractiva para los bancos centrales, dado que su valor en relación a las demás monedas viene mejorando sostenidamente en los últimos años, manteniendo a su vez variaciones muy acotadas en sus cotizaciones, lo que genera beneficios de diversificación muy importantes. El yuan, además, puede ser convertido libremente a dólares, euros, o cualquier otra moneda de reserva, en las plazas internacionales como Hong Kong, Londres o Singapur. (BCRA, Com. P 50465).

Luego de activar el primer tramo del swap de monedas en octubre de 2014, Argentina solicitó al BPCCh la acreditación en la cuenta en yuanes a nombre del BCRA del equivalente a mil millones de dólares mensuales. De esta manera, en septiembre de 2015 se habría activado el total del swap de monedas por un monto de 70 mil millones de yuanes, aproximadamente 11 mil millones de dólares.

Al tiempo que el BCRA incorporaba los yuanes a sus reservas internacionales, intentaba mantener el nivel de sus activos de reserva en dólares estadounidenses, y su política cambiaria se orientó a sostener el valor del peso argentino. Sin embargo, éste fue sometido a fuertes presiones provocadas por la fuerte caída de los precios de las exportaciones, que derivó

en la reaparición del déficit comercial<sup>24</sup>, y los pagos de deuda externa, en especial la cancelación de la totalidad de la emisión de Boden 2015 por 5.700 millones de dólares. Todo esto derivó en una caída de las reservas internacionales, a 25 mil millones de dólares en diciembre de 2015, equivalentes a cinco meses de importaciones, umbral todavía solvente para una economía con control de capitales. Bajo estas circunstancias, el depósito en yuanes en el BPCh a favor del BCRA tuvo una incidencia cada vez más importante en las reservas de Argentina.

### *Los acuerdos de swap y su utilización entre diciembre de 2015 y 2018*

A pocos días de la asunción de la nueva administración, en el marco de las medidas para remover el control cambiario, el 16 de diciembre de 2015, el BCRA y el BPCh firmaron un Acuerdo Suplementario al Acuerdo Bilateral de Pase de Monedas, en el que se comprometieron a llevar a cabo cinco operaciones de swap para convertir 20 mil millones de yuanes -28% del total- a dólares estadounidenses<sup>25</sup>. El 22 de diciembre de 2015 estas operaciones fueron efectivamente liquidadas, 3.086 millones de dólares se acreditaron en una cuenta en dólares del BCRA en el BPCh<sup>26</sup>. A fin de no alterar la exposición en renminbis del BCRA, la autoridad monetaria concertó simultáneamente una operación de recompra a futuro de los yuanes convertidos a dólares estadounidense<sup>27</sup>.

En la cuenta pasiva *Obligaciones provenientes de Otros Instrumentos Financieros Derivados* de los balances semanales del BCRA, se puede observar la evolución del compromiso de reintegrar al BPCh los dólares provenientes de la operación de swap de monedas derivada del acuerdo suplementario referido más arriba. Como surge de los Estados Resumidos de Activos y Pasivos del BCRA, el compromiso asumido bajo esta operación en diciembre de 2015 había sido cancelado en su totalidad para mayo de 2016. Así, con el reintegro al Banco Popular de China del total de dólares estadounidenses por la operación de swap de renminbi y pesos, la cantidad

---

<sup>24</sup> En 2015 los precios de las exportaciones argentinas de bienes cayeron en promedio un 16%, su valor descendió, en miles de millones de dólares, de 68,4 en 2014 a 57,9. Por su parte, el valor de las importaciones de bienes cayó solo 8%, pasó de 65,6 a 60,2 mil millones de dólares, de este modo la balanza comercial registró su primer déficit luego de quince años. Como el resto de los rubros de la cuenta corriente es usualmente negativo, su déficit se agravó. Además, en 2015 el gobierno realizó fuertes pagos de deuda.

<sup>25</sup> BCRA, Resolución de Directorio 410, 16/12/2015.

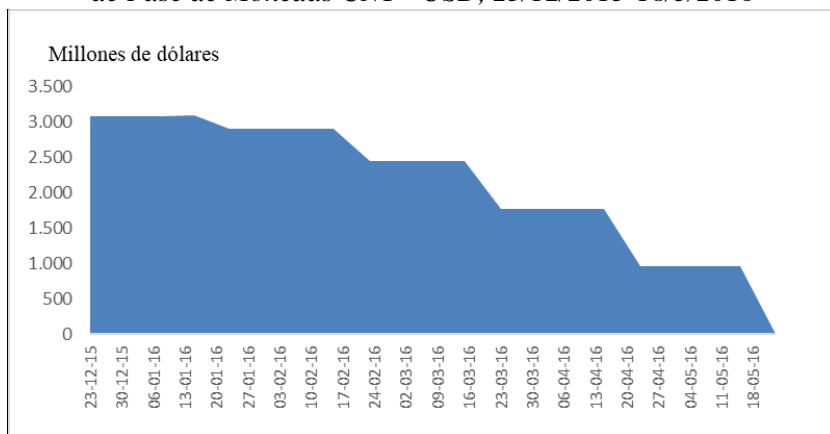
<sup>26</sup> BCRA, Com. P 50675-

<sup>27</sup> BCRA, Informe al Congreso 2015, p. 66.

de yuanes que componen las reservas internacionales del BCRA volvió a aumentar.

### Gráfico 3

#### *Acreditación y reembolso del Acuerdo Suplementario al Acuerdo Bilateral de Pase de Monedas CNY - USD, 23/12/2015-18/5/2016*



Nota: Las fechas corresponde al corte de semana estadística del BCRA.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Transcurrido poco más de un año, el 18 de julio de 2017 el BCRA y el BPCCh acordaron renovar el acuerdo bilateral de swap de monedas locales por 175 mil millones de pesos argentinos equivalentes a 70 mil millones de renminbis, por un plazo de 3 años, a vencer el 17 de julio de 2020<sup>28</sup>.

Posteriormente, en el marco de la Cumbre de Líderes del G20 celebrada en Buenos Aires, el 2 de diciembre de 2018, el BCRA y el BPCCh firmaron un acuerdo suplementario al acuerdo de swap de 2017, por otros 60 mil millones de yuanes. De esta manera, el monto total del swap de monedas entre el BCRA y el BPCCh alcanzó a 130 mil millones de yuanes, equivalentes a unos 19 mil millones de dólares, un monto muy importante, mayor a un tercio de las reservas de activos externos del BCRA.

Sin embargo, por primera vez desde su firma inicial en 2009, el uso del swap quedó condicionado a la vigencia del stand by de Argentina con el FMI<sup>29</sup>. El acuerdo estipuló que si por cualquier razón el *stand by* se

<sup>28</sup> BCRA, Estados Contables al 31/12/2017, Nota 2.2.

<sup>29</sup> El 20 de junio de 2018 el FMI aprobó un acuerdo stand by solicitado por Argentina por 35,4 mil millones de degs, ampliado en octubre de 2018 a 40,7 mil millones, equivalentes a 56,3



suspendiera o cancelase, el Banco de China rechazaría nuevos retiros de fondos o renovaciones<sup>30</sup>. Esta cláusula empeora las condiciones del swap argentino-chino respecto de los de la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada y de los BRICS, que al menos tienen un tramo desvinculado de la intervención del FMI.

Finalmente, para tener una idea de la relación del swap con la economía real, cabe mencionar que sus montos, desde 2009 hasta 2017, fueron similares a las importaciones argentinas de origen chino, y que el acuerdo suplementario de 2018 lo llevó más allá de ese valor. Por ejemplo, en 2017, en millones de dólares, Argentina exportó a China 4.592 valor FOB, e importó desde allí 12.329 valor CIF, con un saldo deficitario de 7.737, el mayor de toda la serie histórica<sup>31</sup>. Por su parte, Oviedo estimaba las inversiones directas de China en Argentina en 2015 en 1.948 millones de dólares, cifra mayor a la que brinda otra fuente (www.statista.org) en 2017, de unos 1.540 millones de dólares. Dada la magnitud de los intereses en juego, y asumiendo que los acuerdos swap contribuyen a la estabilidad cambiaria de los países firmantes y a su disponibilidad de moneda de uso internacional, para promover el crecimiento del comercio bilateral y proteger el valor, rentabilidad y remuneración de las inversiones chinas, el swap con Argentina apuntaría a cumplir estas funciones, aunque, como ya se mencionó, los términos del acuerdo aun son desconocidos.

### *La incidencia de los acuerdos de swap en las reservas internacionales del BCRA*

Si bien el BCRA no informa el detalle del uso del swap de monedas con China, para el período que va desde su activación en 2014 hasta septiembre de 2016, la información mensual del organismo a través de su Planilla de Reservas Internacionales en el marco del Programa NEED del FMI brinda un dato cercano. Allí, además de otros datos, el BCRA publica las reservas internacionales desagregadas entre Monedas en la Canasta DEG y Monedas

---

mil millones de dólares, once veces la cuota argentina en esta institución. Hasta septiembre de 2019 Argentina recibirá del FMI cerca del 90% de este monto, esto representa un apoyo extraordinario del organismo y del gobierno estadounidense a la administración Macri, ya que en octubre de 2019 se celebrarán las elecciones presidenciales. En septiembre de 2021 comenzará su repago.

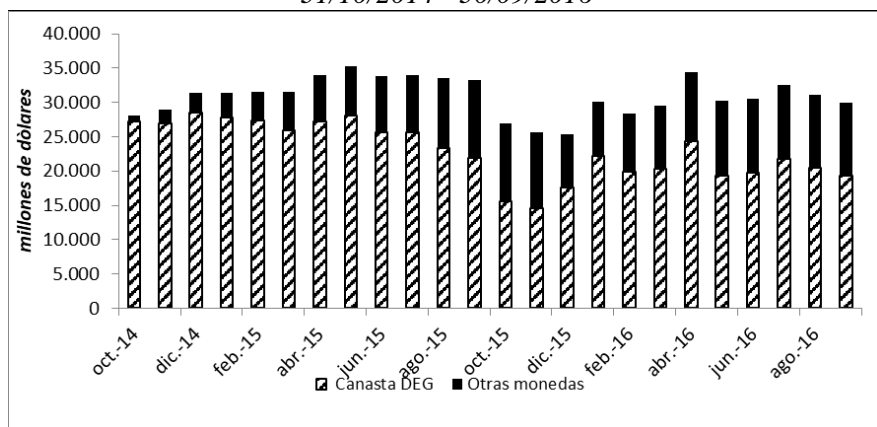
<sup>30</sup> Cláusula 5 del acuerdo suplementario.

<sup>31</sup> En 2017, en millones de dólares, Argentina exportó un total de 58.384, importó 66.899, y registró un déficit comercial de 8.515, el mayor de su historia.

fuera de la canasta DEG. Como esta última partida históricamente registra niveles marginales, su incremento ofrece una estimación aproximada de la cantidad de yuanes en el total de las reservas internacionales. Sin embargo, esta lectura ya no fue posible cuando el yuan se incorporó a la canasta del DEG, desde octubre de 2016.

Como se observa en el gráfico 4, en el último trimestre de 2014 la participación del yuan en las reservas del BCRA se acercó al 10%; este porcentaje continuó creciendo en 2015, y se estabilizó en el último trimestre de ese año en torno al 35% de las reservas totales. Entre diciembre de 2015 y abril de 2016 este porcentaje se redujo a un promedio del 26%, porque los yuanes del swap fueron cambiados por dólares para salir del control cambiario. Pero luego, al devolver los dólares a cambio de yuanes, éstos nuevamente aumentaron su incidencia, y al 30 de septiembre de 2016 las reservas internacionales contabilizadas en monedas fuera de la canasta DEG, donde se contaba el yuan, representaron el 36% del total, un nivel muy superior al histórico.

*Gráfico 4*  
*Argentina. Reservas internacionales. Composición por monedas*  
*31/10/2014 - 30/09/2016*



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

La persistencia de porcentajes elevados de yuanes en las reservas del BCRA señala un cambio estructural en su composición, que se condice con el estrechamiento de las relaciones entre Argentina y China, señalado por numerosos estudios del vínculo bilateral (Laufer, 2017; Girado, 2017; Oviedo, 2018; Sevares, 2015). Aunque, por las razones apuntadas, no se dispone de los datos posteriores a septiembre de 2016, la renovación del

acuerdo de intercambio de monedas entre el BCRA y el BPCCh en 2017 y la duplicación de su monto en 2018, fortalecen esta hipótesis.

## Conclusiones

Los acuerdos de intercambio de monedas entre los bancos centrales de Argentina y China, por su magnitud, duración y activación reiterada, constituyen elementos relevantes de la consolidación de la relación bilateral. A su vez, como este trabajo ha demostrado, los acuerdos de swap de monedas se enmarcan en el proceso de internacionalización del renminbi, pieza necesaria en la configuración de China como potencia global.

Sin embargo, el acuerdo suplementario de 2018, al condicionar el uso del swap con China a la vigencia y cumplimiento del *stand by* con el FMI, debilita un objetivo primordial de la asociación estratégica con el país asiático, que es contar con un socio cooperativo que ayude a balancear la asimetría de poder entre Argentina y Estados Unidos. Este objetivo se neutraliza, porque la influencia de Estados Unidos en el FMI es mucho mayor que la de cualquier otro miembro (Stiglitz, 2002, 273-297; Meltzer, 2003, 617; Reinhart y Trebesch, 2015, 4, 22 y 28; Brenta, 2013, 97-112). Y si bien, China es el tercer país más importante del FMI, por su cuota y su poder de voto, la diferencia con Estados Unidos es muy grande (ver nota al pie 14), además la sede central del organismo está en Washington, y sus políticas son permeables a la influencia del gobierno federal.

En particular, en el caso argentino, fue notable la presión del gobierno de Trump para que el directorio del FMI apruebe, en junio de 2018, el *stand by* de monto más elevado en la historia del organismo. A tal punto que la agencia de noticias oficial destacó que "El titular del Palacio de Hacienda agradeció el apoyo recibido por parte de las autoridades estadounidenses por la exitosa y rápida conclusión del acuerdo entre Argentina y el FMI." (EEUU destacó la importancia del acuerdo, 2018,).

En resumen, la práctica permanente de operar en el FMI para sesgar sus políticas en favor de los intereses estadounidenses, como revelan los informes de la United States General Accounting Office (2001) y de la Secretaría del Tesoro<sup>32</sup>, anticipa un campo inclinado desfavorable para Argentina también en el acuerdo de intercambio de monedas con China, que

---

<sup>32</sup> United States Department of the Treasury. Reports to Congress of IMF Activities. En <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/international-monetary-fund>

ahora quedó sumergido de lleno en la disputa hegemónica chino-estadounidense.

### *Lista de referencias*

- Aglietta, M. y Bai, G. (septiembre 2016). *China's 13th Five-Year Plan. In Pursuit of a "Moderately Prosperous Society"*. Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales, Policy Brief, 12. Recuperado de: [http://www.cepii.fr/CEPII/fr/page\\_perso/biblio\\_tt.asp?Nom\\_complet=Michel%20Aglietta](http://www.cepii.fr/CEPII/fr/page_perso/biblio_tt.asp?Nom_complet=Michel%20Aglietta)
- Arrighi, G. (1999). *El largo siglo XX. Dinero y poder en los orígenes de nuestra época*. Madrid: Akal.
- Asian Development Bank Institute (Julio 2010). *The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook*. Working Paper Series, 30. Recuperado de: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156085/adbi-wp230.pdf>
- Azevedo, R. (2012). *The relationship between exchange rates and international trade. Exchange rate misalignments and trade remedies: A conceptual note by Brazil*. World Trade Organization, Working Group on Trade, Debt and Finance, wt/wgtdf/w/68.
- Blanchard, O. (2012). *Macroeconomics*, Global Edition. Pearson. 6ta. Ed.
- Brenta, N. (2013). *Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI*. Buenos Aires: Eudeba.
- Cohen, B. (marzo 2017). *Renminbi internationalization: a conflict of statecrafts*. Research Paper. Chatham House. Londres: The Royal Institute of International Affairs. Recuperado de: <https://www.chathamhouse.org/sites/default/files/publications/research/2017-03-20-renminbi-internationalization-statecraft-cohen.pdf>
- Correa López, G. (mayo-agosto 2014). *Acuerdos financieros entre China, Brasil y México: currency swaps*. Análisis, 19-38. Recuperado de: [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S2007-53082014000300019](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2007-53082014000300019)
- Eichengreen, B. y Kawai, M. (eds.) (2015). *Renminbi Internationalization. Achievements, Prospects and Challenges*. Asian Development Bank Institute. Washington: Tokio y Brooking Institution Press. Recuperado de: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/159835/adbi-renminbi-internationalization-achievements-prospects-challenges.pdf>
- EEUU destacó la importancia del acuerdo entre la Argentina y el FMI, Telam, 6 de mayo de 2018. Recuperado de: <https://www.telam.com.ar/notas/201806/289713-eeuu-destaco-la-importancia-del-acuerdo-entre-la-argentina-y-el-fmi.html>

- Fondo Monetario Internacional, 2015, *Preguntas y respuestas sobre el examen del DEG de 2015*. <https://www.imf.org/external/np/exr/faq/PDF/sdrfaqs.pdf>
- Girado, G. (primer trimestre 2017). Las empresas chinas en América Latina. *Jiexi Zhongguo. Análisis y Pensamiento Iberoamericano sobre China*, 22. Recuperado de: <http://politica-china.org/secciones/publicaciones/jiexi-zhongguo>
- International Monetary Fund (septiembre 2016). *Review of the method of valuation of the SDR. Amendment to rule O-1*. Policy Paper. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/093016.pdf>
- Jeanne, O. y Sandri, D. (2016). *Optimal Reserves in Financially Closed Economies*. International Monetary Fund, Working Paper, WP/16/92.
- Laufer, R. (2017). Argentina y su asociación estratégica con China en la era Kirchner. *Jiexi Zhongguo. Análisis y Pensamiento Iberoamericano sobre China*, 22. Recuperado de: <http://politica-china.org/secciones/publicaciones/jiexi-zhongguo>
- Lo, Ch. (invierno 2013). Rise of the Feedback: How the Renminbi Is Replacing the Greenback as the Dominant Trade Settlement Currency in Asia. *The International Economy*, 27, 36-37.
- McKinnon, R. (2013). *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*. Nueva York: Oxford University Press.
- Meltzer A. H. (2003). *A history of the Federal Reserve. 1913-1951*. Chicago/Londres: The University of Chicago Press.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2009), *Reservas óptimas*.
- Oviedo, E. (2018). Las relaciones argentino-chinas a dos años de la alternancia. *Voces en el Fénix*, 8, 94-101. Recuperado de: <http://www.vocesenelfenix.com/content/las-relaciones-argentino-chinas-dos-a%C3%B1os-de-la-alternancia-pol%C3%ADtica>
- Rapoport, M. y Brenta, N. (2010). *Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*. Buenos Aires: Le Monde Diplomatique.
- Reinhart, C. M. y Trebesch, C. (diciembre 2015). *The International Monetary Fund: 70 years of reinvention*. NBER, Documento de trabajo núm. 21805. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w21805>
- Sevares, J. (2015). *China. Un socio imperial para Argentina y América Latina*. Buenos Aires: Edhasa.
- Sevares, J. (enero-abril 2015). La moneda como relación de poder. *Análisis*, 20. Recuperado en [http://www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/20/pdfs/SevaresOlaFinanciera20js.pdf](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/20/pdfs/SevaresOlaFinanciera20js.pdf)
- Society for Worldwide Inter-bank Financial Telecommunication (SWIFT) (abril 2018). *Hong Kong. United Kingdom, Mainland China. Leading RMB internationalization*. RMB Tracker.
- Stiglitz, J. (2002). *El malestar en la globalización*. Buenos Aires: Taurus.
- The People's Bank of China (PBC) (2018). *2018 RMB Internationalization Report*.
- Twarovska, K. (2018). The impact of the Renminbi internationalization on stability of the International monetary system. *5th International Multidisciplinary*

*Scientific Conference on Social Sciences an Arts 2018*. Conference Proceedings, vol. 5. Florencia, Italia. Recuperado de <https://www.researchgate.net/publication/328602026>

UNCTAD (2007). *Trade and Development Report*. Recuperado de: [https://unctad.org/en/Docs/tdr2007\\_en.pdf](https://unctad.org/en/Docs/tdr2007_en.pdf)

United States General Accounting Office (2001). *International Monetary Fund Efforts to advance U.S. Policies at the Fund*. Report to Congressional Committees, GAO-01-214, Washington.