



China, el yuan y los desequilibrios monetarios internacionales

Pablo Bustelo *

Tema: Durante los últimos meses se ha puesto de moda la tesis de que es inevitable a corto plazo una apreciación del yuan o renminbi chino, lo que se afirma que sería positivo no sólo para el ajuste macroeconómico en la propia China sino también para la corrección de los actuales desequilibrios monetarios mundiales (caída del dólar y consiguiente apreciación del euro y del yen). No obstante, existen argumentos para defender que la apreciación del yuan no es tan segura como se cree y que, si finalmente se produce, será en cualquier caso moderada, con lo que seguramente contribuiría poco a reducir el déficit corriente de EEUU y a aliviar la presión alcista sobre el euro

Resumen: El análisis argumenta, en primer lugar, que, contrariamente a una opinión muy extendida, la apreciación del yuan o renminbi (RMB) no es tan segura como se cree. La razón principal es que, aunque presenta ciertamente ventajas, tiene también importantes inconvenientes para China. En segundo término, el análisis sostiene que si tal apreciación llegase a producirse, sería en cualquier caso moderada. De cumplirse ese escenario, es altamente improbable que la apreciación del RMB contribuya mucho a reducir el déficit corriente de EEUU y, por consiguiente, a aliviar la presión alcista sobre el euro respecto del dólar

Análisis: Numerosos analistas han pronosticado que uno de los acontecimientos económicos más probables de la primera mitad de 2005 será la decisión del gobierno chino de apreciar el RMB. Las páginas siguientes sitúan la cuestión en el contexto internacional actual, valoran las ventajas y los inconvenientes para China de la apreciación del yuan, argumentan que la medida no es en absoluto inevitable en 2005 y describen los contornos que podría tomar, si se produce, la reforma del tipo de cambio.

Antecedentes: Bretton Woods II

Como es bien conocido, desde hace seis años existe una suerte de nuevo Bretton Woods, en expresión popularizada por algunos economistas de Deutsche Bank Research. Se trata de un sistema de tipos de cambio cuasi-fijos entre EEUU y Asia oriental, en virtud del cual: (1) los países asiáticos han mantenido prácticamente invariable su moneda respecto del dólar, para lo que han tenido que contrarrestar o esterilizar la fuerte demanda de moneda nacional (debida a los ingresos por exportación y a la entrada de capital extranjero) mediante la acumulación de grandes reservas en dólares. La estabilidad de la paridad con el dólar garantizaba a esos países el mantenimiento, en el mercado de EEUU y de la zona dólar, de la competitividad que habían ganado tras la devaluación china de 1994 y las depreciaciones forzadas de 1997-1998 en el resto de Asia oriental. Además, la paridad estable con el dólar les permitía

* Investigador principal (Asia-Pacífico) del Real Instituto Elcano y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid

depreciar sus monedas al mismo ritmo que el dólar con respecto a monedas terceras (por ejemplo, el euro); y (2) a cambio, los países asiáticos han invertido masivamente esas enormes reservas en bonos del Tesoro de EEUU, garantizando que la economía estadounidense pudiese financiar su creciente déficit corriente sin necesidad de recurrir a un perjudicial aumento de tipos de interés, lo que hubiese frenado el crecimiento (y la demanda de importaciones). En definitiva, el patrón del dólar de Asia oriental ("*East Asian Dollar Standard*", EADS) ha sido un acuerdo implícito en el que Washington acordaba a los países asiáticos entrada preferente en su solvente y creciente mercado interno a cambio de que sus bancos centrales financiaran el déficit corriente de EEUU y le permitieran seguir creciendo.

El EADS ha perdido coherencia y estabilidad a medida que ha ido aumentando el déficit corriente de EEUU. En 2004 ascendió a 665.000 millones de dólares, equivalentes al 5,7% del PIB (con una previsión del 6,3% en 2005 y del 7% en 2006). En tal contexto, los mercados financieros anticipan una corrección importante del dólar, que sería la menos mala y la más probable de las soluciones posibles a ese desequilibrio (las otras serían una profunda recesión en EEUU o una reducción notable del déficit presupuestario estadounidense).

Hasta ahora, el coste del ajuste del dólar ha recaído principalmente en la zona del euro, cuyo tipo de cambio ha pasado de 1,19 en abril a 1,35 dólares en diciembre, y también, aunque en menor medida, en Canadá y Japón. Por el contrario, el yuan chino, el dólar de Hong Kong y el ringgit de Malasia, que tienen un tipo de cambio fijo con el dólar, no se han movido. Las restantes monedas principales de Asia oriental (el won surcoreano, el nuevo dólar de Taiwan, el dólar de Singapur y el baht de Tailandia) apenas han variado su cotización con respecto al dólar. La rupia indonesia y el peso filipino han mostrado más volatilidad.

Así, Washington, que quiere evitar un descalabro del dólar y, claro está, una recesión y que no quiere aumentar los impuestos, pide a China que aprecie su moneda, lo que, a la vista del importante superávit comercial del país asiático con EEUU, permitiría reducir el déficit corriente estadounidense. Los países de la zona euro desean que China y, por extensión, el resto de Asia oriental, absorban parte del ajuste del dólar. En cuanto a Japón, quiere evitar que la apreciación del yen quiebre su incipiente recuperación. China no quiere que se produzca una caída desordenada del dólar, en cuyo caso se reduciría mucho la demanda externa de EEUU y podría darse una depresión en la demanda mundial. Pero al mismo tiempo, Pekín debe tener en cuenta las ventajas y los inconvenientes que la apreciación del yuan tendrían para la propia economía china.

Las ventajas para China de la apreciación del yuan

Los partidarios de la apreciación sostienen que tendría efectos beneficiosos en la economía china. En primer lugar, una apreciación serviría para enfriar una economía sobrecalentada, ya que frenaría el crecimiento de las exportaciones. Pese a las medidas adoptadas por Pekín en 2003-2004 (control administrativo del crédito, aumento de los tipos de interés), lo cierto es que no se ha producido "aterrizaje" alguno. Según el Banco Asiático de Desarrollo, el aumento del PIB fue del 9,3% en 2004, tras el 9,4% registrado en 2003. El enfriamiento es necesario por múltiples razones: entre otras, evitar un "aterrizaje abrupto" ("*hard landing*") más adelante; disponer de tiempo para acometer en mejores condiciones la reforma del sector financiero (que se liberalizará por completo a finales de 2006); y llevar adelante la estrategia de "crecimiento proporcionado" entre las ciudades y el campo defendida por los dirigentes chinos actuales.

En segundo término, la apreciación permitiría luchar contra la inflación, ya que abarataría las importaciones (especialmente de productos básicos, de los que China es un enorme consumidor) y frenaría la entrada de capital extranjero y la consiguiente presión alcista

sobre el yuan (con lo que habría que emitir menos moneda nacional para comprar divisas). El crecimiento del índice de precios al consumo ha pasado, en tasas interanuales, del 0,8% en el tercer trimestre de 2003 al 5,3% en el tercer trimestre de 2004, mientras que la entrada de capital extranjero especulativo ha pasado de 65.000 millones de dólares en 2003 a 80.000 millones o incluso más en 2004. El Banco Popular de China (*People's Bank of China*, PBoC) ha tenido que comprar dólares por valor de 15.000 millones al mes durante el año pasado. En 2002 la compra de dólares fue de 4.000 millones mensuales, casi cuatro veces menor. Adviértase que la apreciación, al hacer posible una menor compra de dólares por el PBoC, supondrá que China sostendrá menos la cotización de la divisa estadounidense.

En tercer lugar, la apreciación otorgaría más autonomía a la política monetaria. Es bien conocido que, con tipo de cambio fijo y libre movilidad del capital (los controles de capital en China son particularmente porosos), no es posible, de acuerdo con la teoría de la "trinidad imposible" de Mundell-Fleming, tener autonomía en la política monetaria. Como consecuencia del tipo de cambio fijo con el dólar, la política monetaria de China está obligada a seguir a la de la Reserva Federal. Si China permite que el yuan se mueva, podría aumentar los tipos de interés sin seguir necesariamente el ritmo de la Fed y sin que ese aumento atraiga más capital extranjero especulativo.

En cuarto lugar, la apreciación, al encarecer las exportaciones y fomentar las importaciones, reduciría las fricciones comerciales, especialmente con EEUU. El déficit comercial bilateral de EEUU en sus intercambios con China ha pasado de 124.000 millones de dólares en 2003 a 150.000 millones en 2004, equivalentes a la cuarta parte del déficit comercial total estadounidense.

Por último, aspecto que hay que tener igualmente en cuenta, una apreciación favorecería la inversión directa en el extranjero de las empresas chinas. Así, por ejemplo, la reciente compra de la división de ordenadores personales de IBM por Lenovo (por un valor de 1.250 millones de dólares, de los que 650 millones en efectivo y pagaderos en junio) se abarataría en varias decenas de millones; y otros gigantes empresariales chinos (como Sinochem, Haier, TCL, Wanxiang, CNOOC, Tsingtao, etc.) podrían invertir más fondos fuera del país.

Los inconvenientes para China de la apreciación del yuan

Con todo, la apreciación tendría también efectos adversos en la economía china. En primer lugar, afectaría negativamente al sector exportador y, por extensión, al sector bancario, al aumentar el número de quiebras empresariales y la proporción de préstamos de dudoso cobro. El problema es que la situación de los bancos estatales es ya muy delicada: se estima que los préstamos dudosos suponen al menos el 30% de los préstamos totales.

En segundo término, la apreciación reduciría el valor en yuanes de las reservas en dólares, que ascienden a más de 515.000 millones de dólares. Así, una apreciación del 10% supondría una nada desdeñable pérdida de 50.000 millones de dólares (4% del PIB). Simultáneamente, aumentaría el valor en yuanes de los préstamos dudosos y de los activos del sistema bancario. Recapitalizar los bancos estatales recurriendo a las reservas en divisas, como se hizo a finales de 2003, tendrá un mayor coste.

En tercer lugar, una apreciación sería vista por buena parte de la clase política china como una concesión a los especuladores y a EEUU. Según el primer ministro Wen Jiabao en una conferencia de prensa tras la cumbre de ASEAN+3 (Vientiane, 28 de noviembre), "siendo franco, cuanto mayor especulación haya [sobre el RMB], menores posibilidades habrá de que adoptemos la medida [de apreciarlo]".

¿Se producirá la apreciación?

Los analistas de JP Morgan han definido la apreciación del yuan como un "acontecimiento de alta probabilidad", que se producirá en la primera mitad de 2005. El argumento es que China sólo apreciará su moneda si es seguida por otros países de Asia oriental, en cuyo caso la merma competitiva para los productos chinos será menor. Las condiciones en el resto de Asia oriental parecen ser más propicias para la apreciación del yuan y de otras monedas asiáticas: entre otros factores, la mayor integración comercial con China supone más exportaciones a ese país, ventas que se verían potenciadas con la apreciación del yuan; la inflación es una creciente preocupación de las autoridades; y existe un temor cada vez mayor en los bancos centrales de la zona a pérdidas potenciales en las reservas en dólares si se produce un descalabro de la divisa estadounidense.

Sin embargo, hay que tener en cuenta los pros y contras de la apreciación. Es posible que la decisión de apreciar o no la moneda dependa de las tasas de crecimiento del PIB y del IPC durante el primer trimestre. Si la economía sigue sin enfriarse y si la inflación se dispara, habría motivos para defender la apreciación. Pero si el enfriamiento se produce y si la inflación es contenida, es muy posible que los defensores de la apreciación no puedan imponer sus argumentos. Lo cierto es que la previsión de crecimiento del PIB en 2005 es del 8%, sustancialmente más baja que la de 2003 y 2004. Además, la inflación parece haberse frenado en los últimos meses: la tasa interanual de crecimiento del IPC fue del 5,3% en agosto y del 2,8% en noviembre.

Además, los dirigentes chinos tienen un temor enorme a los movimientos especulativos internacionales de capital, temor plenamente justificado a la vista de lo que aconteció en otros países de la región durante las crisis financieras asiáticas de 1997-1998. También son conscientes de que la combinación entre una moneda apreciada y un sistema financiero frágil fue la causa esencial de tales crisis. Repetir esa experiencia es lo último que desean.

A finales de noviembre pasado, el primer ministro Wen enumeró las condiciones para la reforma del tipo de cambio: (1) estabilidad macroeconómica y sector financiero sólido y saneado; (2) existencia de un plan estratégico para mantener el RMB en un nivel "razonable y equilibrado"; (3) ausencia de presión exterior, esto es, de especulación masiva; y (4) toma en consideración de los efectos en la economía de China, de otros países de la región y del mundo.

De igual modo, China sólo apreciará el yuan si tal cosa es el resultado de un acuerdo concertado (como el del Hotel Plaza en 1985, que permitió una caída del dólar y una apreciación del yen) que garantice, en este caso, que esa medida se acompañará de otra equivalente por parte de otros países asiáticos. La cuestión es cómo llegar a ese acuerdo. Para China no hay realmente diferencia entre la presión de EEUU y la del G7. Tendría que ser probablemente el G20 o el grupo ASEAN+3 los que apoyaran ese acuerdo concertado. Y de momento no se han pronunciado.

Así, cabe dudar de que la apreciación sea inevitable durante 2005. Algunos prestigiosos analistas consideran además que es innecesaria. Por ejemplo, Robert A. Mundell, premio Nobel de Economía en 1999, ha insistido en que cualquier cambio (relineamiento de la paridad, aumento de la banda de fluctuación, paso a tipo de cambio de cesta, libre flotación) tendría consecuencias negativas. Por ejemplo, ha destacado que una apreciación sustancial ejercería efectos nocivos sobre la inversión extranjera, la tasa de crecimiento, la proporción de préstamos de dudoso cobro, las pérdidas de las empresas estatales, el calendario para la convertibilidad plena del yuan, el desempleo y la deflación en la agricultura, entre otros aspectos. Mundell también ha señalado que afectaría

negativamente al resto de Asia oriental y que apenas tendría repercusiones en el déficit corriente de EEUU.

¿Cómo será la reforma del tipo de cambio?

La mayor parte de los analistas considera que, de producirse, la reforma del tipo de cambio consistirá en lo siguiente: ampliación moderada (del 0,3% actual al 2% o 3%) de la banda de fluctuación; ligera apreciación al moverse el yuan hasta el máximo permitido; creación de un sistema de cesta o canasta, en virtud del cual el RMB dejará de depender exclusivamente del dólar para pasar a hacerlo de varias divisas, como dólar, euro y yen; y, finalmente, constitución de un sistema de fluctuación gestionada (*"managed float regime"*).

En definitiva, se descarta que pueda haber una apreciación abrupta mediante una realineamiento de la paridad (manteniendo del tipo de cambio fijo) o que se pueda pasar a un tipo de cambio plenamente flotante, abandonando el tipo de cambio fijo. Las razones son que la primera opción no haría sino posponer el problema y que la segunda opción generaría una gran volatilidad en la cotización de la moneda.

Conclusiones: La apreciación del yuan, que muchos analistas dan por segura en la primera mitad de 2005, podría no producirse en absoluto. Las razones son que, aunque tiene ciertamente ventajas para la economía china, conlleva también inconvenientes serios (efecto negativo sobre el sector exportador, desvalorización de las reservas en dólares y concesión a especuladores y a EEUU).

Si se produjera, la apreciación sería en cualquier caso modesta (del 2% al 3%), con lo que el efecto sobre el déficit corriente de EEUU sería igualmente moderado. Por tanto, la apreciación no disminuiría apreciablemente la presión alcista del euro con respecto al dólar.

Por consiguiente, lo realmente necesario para luchar contra el desequilibrio corriente de EEUU es, por encima de todo, un plan de Washington para reducir el enorme déficit presupuestario y aumentar el ahorro mediante un incremento de impuestos y de tipos de interés. Una apreciación de las monedas asiáticas y singularmente del yuan chino puede ser útil, aunque en escasa medida.

Pablo Bustelo

Investigador principal (Asia-Pacífico) del Real Instituto Elcano y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid