

¿POR QUÉ INTERESA la política cambiaria CHINA?^{*1}

MAURICIO DE LA CUBA **

Posibles impactos globales de
una apreciación del yuan



** Jefe del Departamento de Economía Mundial,
Banco Central de Reserva del Perú.

* Artículo publicado originalmente en la edición N° 22 de la revista Capitales. Mayo, 2010.
1 Las opiniones del autor no representan necesariamente las del Banco Central.

En julio de 2005, China empezó una apreciación gradual de su moneda, después de una década de haberla mantenido fija. Entre 2005 y 2008 la apreciación del yuan llegó al 21%. Sin embargo, este proceso se detuvo a raíz de la crisis financiera internacional, manteniéndose el tipo de cambio sin mayor variación desde entonces. Recientemente las presiones de diversos países y organismos hacia una flexibilización cambiaria de China se han acentuado. El presente artículo explica brevemente la razón de estas presiones, y reseña las posibles implicancias de una apreciación del yuan sobre los mercados internacionales.

¿POR QUÉ LAS PRESIONES SOBRE EL YUAN?: LOS DESBALANCES GLOBALES

La evolución del yuan es un tema de preocupación debido a la existencia de desbalances globales. El término desbalance global hace referencia a una situación en que existe un grupo de países que mantiene superávit en cuenta corriente muy altos (como China, Alemania, Japón y los países exportadores de petróleo), mientras que otros países (como Estados Unidos) presentan déficit elevados.² Es decir, por un lado, China está produciendo más bienes de los que consume mientras que, por el otro, Estados Unidos demanda más bienes de los que produce. Si bien a raíz de la crisis internacional se dio una reducción del déficit de Estados Unidos, se estima que esta sería temporal y reflejaría en gran parte el incremento del ahorro privado de las familias

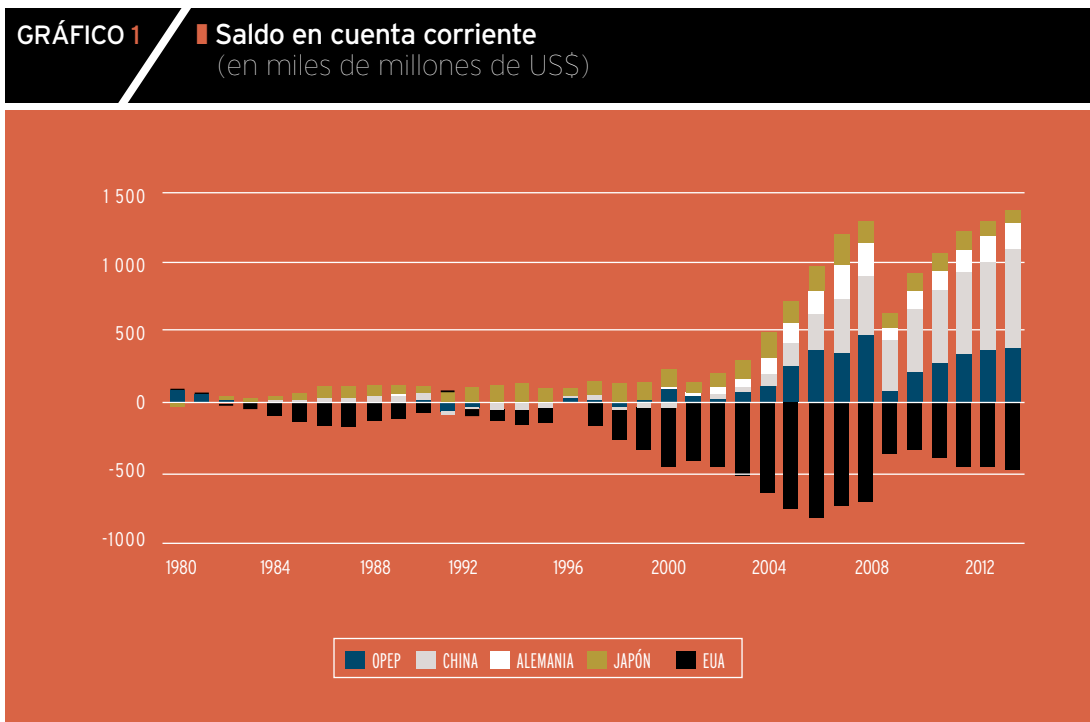
norteamericanas.

El déficit comercial es el componente más importante del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y en su evolución reciente China ha tenido un rol central. Desde fines de los noventa, el déficit bilateral experimentó un crecimiento exponencial; en 2009 alcanzó US\$ 226 mil millones, cerca de dos tercios del déficit comercial total de Estados Unidos.

El superávit comercial de China es atribuido en parte al mantenimiento de una moneda subvaluada. China no solo presenta superávit en cuenta corriente sino también significativos flujos de inversión directa; ambos factores suponen una entrada de divisas y, por lo tanto, presiones apreciatorias sobre el yuan, las que son enfrentadas a través de intervenciones del banco central en el mercado cambiario.

El banco central ha intervenido en el mercado cambiario, proporcionando de este modo la demanda de dólares necesaria para estabilizar la moneda. Desde el 2007, las reservas internacionales se han incrementado US\$ 1 300 mil millones y actualmente alcanzan los US\$ 2 500 mil millones. Esas reservas, a su vez, se utilizan para la compra de activos, principalmente activos en dólares. Con ello, las presiones depreciatorias que enfrenta el dólar por el lado comercial con China son compensadas por el lado financiero.

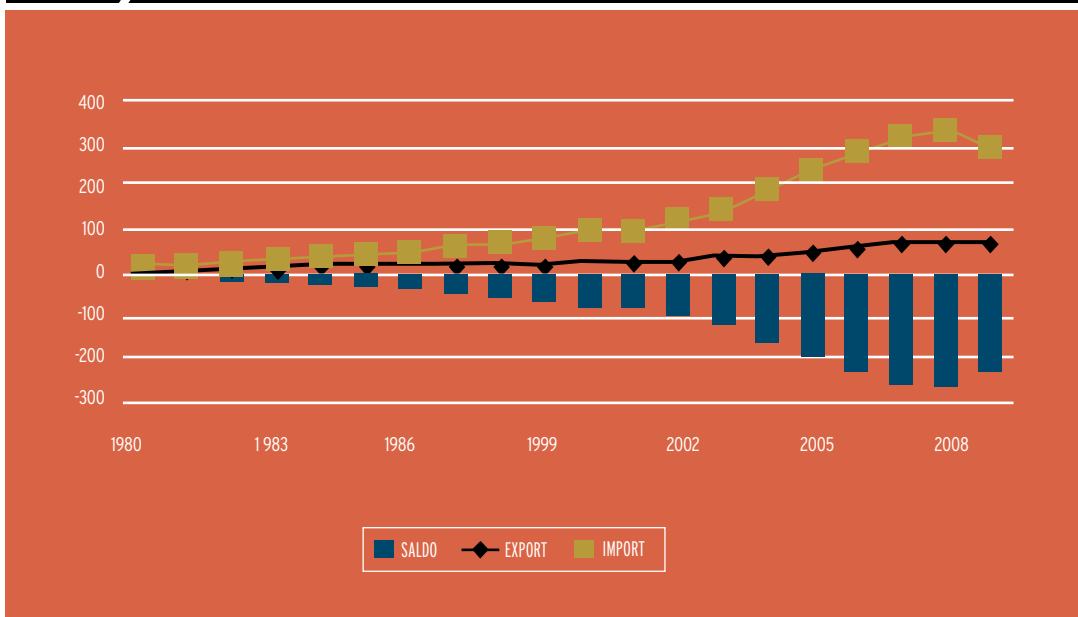
Mientras China acumula activos en dólares, Estados Unidos genera deuda. El déficit en cuenta



FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI).

² Los desbalances globales se pueden medir como la suma del valor absoluto de todos los saldos en las cuentas corrientes de los países dividido entre el PBI mundial.

GRÁFICO 2 ■ **Balanza comercial EUA-China**
(en miles de millones de US\$)



FUENTE: US CENSUS BUREAU

corriente requiere ser financiado y dicho financiamiento lleva a una posición deudora. Estados Unidos ha incrementado su deuda externa neta de US\$ 724 mil millones (8% del PBI) en 1999 a US\$ 3 500 mil millones (24% del PBI) en 2008 (según últimas cifras disponibles)³. Los bonos del Tesoro de Estados Unidos forman parte de esta deuda; de los US\$ 3 700 mil millones de bonos en manos de extranjeros, una cuarta parte corresponde a tenencias de China que ha desplazado a Japón como el mayor tenedor extranjero de estos instrumentos.

¿Cuál es el riesgo de esta situación? Una posición deudora elevada puede llevar a una corrección desordenada en los mercados financieros. Cabe anotar que la posición deudora de US\$ 3 500 mil millones refleja una diferencia entre activos (US\$19 900 mil millones) y pasivos (US\$ 23 400 mil millones). De estos últimos, una parte importante está constituida por activos líquidos como acciones, títulos de renta fija y otros activos financieros. Una conversión brusca de activos hacia otras monedas podría implicar presiones fuertes sobre el dólar y sobre las tasas de interés de largo plazo.

IMPLICANCIAS DE UNA APRECIACIÓN DEL YUAN

La apreciación del yuan sería un mecanismo a través del cual Estados Unidos podría cerrar parte de su déficit en cuenta corriente y hacerlo converger hacia

niveles compatibles con una posición de deuda sostenible. Sin embargo, esta apreciación, por sí sola, podría resultar insuficiente si no está acompañada de la expansión de la demanda doméstica de otras economías superavitarias, de posibles ajustes con otras monedas y de correcciones en el gasto doméstico en Estados Unidos (si bien el gasto privado se

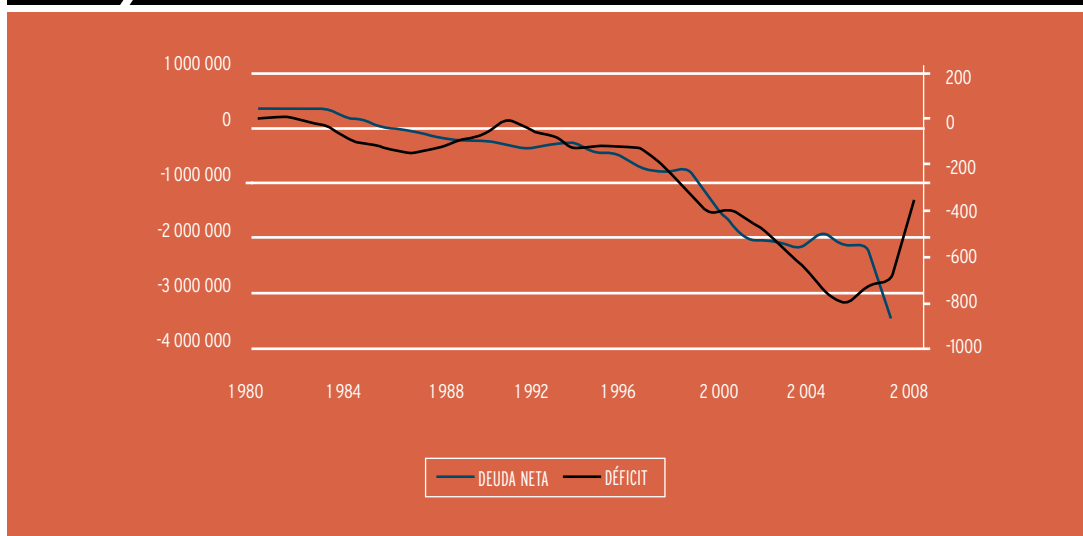


La evolución del yuan preocupa debido a la existencia de desbalances globales



³ Cabe señalar que la posición deudora no solo se ve afectada por el déficit en cuenta corriente. Dado que Estados Unidos tiene deuda en dólares (posición corta en dólares) y activos en otras monedas (posición larga), la apreciación del dólar (depreciación de las otras monedas) empeora su posición neta. Ello explicaría un deterioro de US\$ 583 mil millones en 2008. Asimismo, el cambio en el precio de los activos representó una caída neta adicional de US\$ 720 mil millones para el mismo año. Véase página del U.S. Bureau of Economic Analysis-BEA (www.bea.gov).

GRÁFICO 3 ■ **Activos netos externos y cuenta corriente**
(millones de US\$)



FUENTE: BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS.

ha corregido, al menos temporalmente, el gasto fiscal se ha incrementado a raíz de la crisis).

Es importante evaluar cuál podría ser el impacto directo sobre la economía mundial y, en particular, sobre las economías emergentes. Una apreciación del yuan tendría, como hemos visto en la primera parte, impactos a través del canal comercial y financiero.

En primer lugar, la apreciación del yuan sería una forma de restar competitividad a las exportaciones chinas, afectando adversamente su crecimiento. Si bien parte de las menores exportaciones sería cubierta con producción doméstica de Estados Uni-

dos, en términos agregados se esperaría una contracción del consumo global, dado el incremento de los precios derivados de la apreciación cambiaria.

En segundo lugar, la magnitud de la corrección del déficit es incierta dado que mucho de lo que China exporta no es producido por Estados Unidos. En tal sentido, más que corregir el déficit, lo estaría redireccionando hacia otras economías que compiten con China en terceros mercados.⁴ Ello implicaría un efecto positivo en estas economías con sesgo exportador y contribuiría a un crecimiento más equilibrado entre los países.

En tercer lugar, una apreciación del yuan abarata el precio de las importaciones chinas, lo cual incrementaría la demanda de ese país por productos del exterior. Cabe recordar que en julio de 2005, luego del anuncio de las autoridades chinas de flexibilizar su régimen cambiario, este efecto fue el que primó en el muy corto plazo.

En cuarto lugar, el menor superávit en cuenta corriente, resultante de una apreciación del yuan, llevaría a una menor acumulación de reservas y, por lo tanto, a una menor demanda de activos de Estados Unidos afectando al dólar y generando una presión al alza en las tasas de interés de largo plazo.

¿Cuál de estos canales primaria? La experiencia de 2005 muestra que, en el contexto de una apreciación gradual y moderada, el impacto sobre el crecimiento chino fue poco significativo. Incluso en el muy corto plazo, lo que prevaleció fue la mayor demanda china por importaciones ante el abaratamiento de los precios. Sin embargo, en caso que la apreciación fuese significativa, es probable que el impacto recesivo sea mayor, como sucedió con Japón a mediados de los

“
Mientras China
acumula
activos en
dólares,
Estados Unidos
genera deuda
”

⁴ Véase, por ejemplo, las declaraciones de Nicolas Lardy en "Yuan revaluation would yield limited U.S. benefits" (Reuters del 5 de abril de 2010) y de Joseph Stiglitz, en "How to fix the global economy?" (NY Times, 3 de octubre de 2006).



APRECIACIÓN DEL YUAN. Posibles impactos globales.

ochenta tras el Acuerdo Plaza.⁵

En este último caso, existe la posibilidad de reorientar el crecimiento chino desde fuentes externas hacia los mercados domésticos. En el corto plazo, sin embargo, el margen adicional para estas políticas es reducido dado que China ya ha venido aplicando un paquete de estímulo fiscal y monetario y enfrenta en la actualidad presiones inflacionarias y riesgo de burbujas en los mercados de activos.

Es en el mediano plazo donde China tiene mayores posibilidades de expandir la demanda interna dado su bajo nivel de deuda pública y la sólida posición externa. Una apreciación gradual y una mayor flexibilidad cambiaría ayudarían a lograr un

nuevo balance en su patrón de crecimiento; adicionalmente, daría un mayor margen de manejo a la política monetaria. Esto último es importante dado que la política de manejo de tipo de cambio y de una política monetaria autónoma ha sido posible por la aplicación de control de capitales, controles que en el contexto de una creciente integración comercial y financiera tenderían a flexibilizarse en el mediano plazo. El cambio en el patrón de crecimiento requeriría, además, de algunas reformas sociales que permitan disminuir el ahorro de carácter previsional de las familias e incrementar el consumo que en la actualidad representa sólo el 40% del producto. ■

CUADRO 1

La apreciación del yuan: los canales de transmisión hacia las economías emergentes



⁵ En setiembre de 1985, las cinco naciones más industrializadas del momento acordaron una acción conjunta para depreciar el dólar. A este acuerdo se le denominó Acuerdo Plaza.