

El año que vivimos peligrosamente: tipos de cambio asiáticos en 2004

Paul Isbell

Investigador Principal, Economía y Comercio Internacional. Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos

Durante el año 2004 el panorama de los tipos de cambio en Asia Oriental prácticamente no cambió con respecto al que imperó en 2003. La mayoría de divisas se mantuvieron extraordinariamente estables frente al dólar estadounidense, al menos hasta finales de septiembre, con movimientos sensibles en algunos casos sólo durante el último trimestre del año. El yuan chino y el ringgit malayo siguieron vinculados al dólar con una paridad fija (8,28 yuanes por dólar y 3,80 ringgits por dólar), a pesar de las presiones políticas continuas de Estados Unidos y la Unión Europea para que se revaloraran. Aunque las autoridades monetarias de otros países de Asia Oriental también intentaron limitar el alcance de la apreciación de su moneda frente al dólar (mediante la intervención directa en los mercados de divisas), la mayoría de las principales monedas de Asia Oriental se apreciaron, al menos un poco, especialmente durante noviembre y diciembre.

Revisión de la crisis asiática

La presión subyacente del mercado ejercida sobre la mayoría de monedas de Asia Oriental durante 2004 se orientó hacia la apreciación frente al dólar y (con excepción del yen) el euro. Esta tendencia se opone a la predominante en el período previo al estallido de la gran crisis asiática de 1997-1998 y durante la misma. En ese momento, el dólar estaba fortalecido frente al yen y a las antiguas divisas europeas que dieron paso al euro. La mayoría de divisas del resto de Asia Oriental permanecieron vinculadas al dólar, o dirigidas de un modo u otro por éste. A pesar de la pérdida de competitividad de las exportaciones derivada de un debilitamiento del yen, desde la "crisis del tequila" mexicana en diciembre de 1994 hasta la crisis tailandesa de julio de 1997, la mayoría de divisas asiáticas se mantuvieron estables frente al dólar en un intento por parte de las autoridades monetarias por conservar la confianza del mercado en sus respectivas economías como una estrategia para apuntalar la importante afluencia de capital y el crecimiento rápido.

"Las fragilidades del sector financiero, habituales en muchos países de Asia Oriental en ese momento crearon tales condiciones que, cuando finalmente se produjeron las devaluaciones (...) provocaron la mayor crisis económica de la historia contemporánea de Asia"

Sin embargo, poco a poco las divisas de Asia Oriental se fueron sobrevalorando mientras que el dólar seguía fortaleciéndose durante 1996 y 1997. A la larga, el fuerte crecimiento de la región y esa pérdida de competitividad provocaron unos déficits de cuenta corriente todavía mayores. Al final, las presiones para la devaluación, sumadas a la fuga de capitales y a la especulación, resultaron ser demasiado fuertes y no se pudieron resistir. Las fragilidades del sector financiero, habituales en muchos países de Asia Oriental en ese momento (incluido un aumento de los desequilibrios entre divisa y vencimiento en las carteras de los bancos y corporaciones locales), crearon tales condiciones que, cuando finalmente se produjeron las devaluaciones en verano y otoño de 1997, provocaron la mayor crisis económica de la historia contemporánea de Asia. Sólo China consiguió resistir la devaluación. Esta disciplina china demostró ser una política inteligente que permitió que otras economías de Asia Oriental renunciaran a realizar más devaluaciones competitivas en lo que hubiera sido un intento inútil y desastroso por mantener la competitividad de las exportaciones con respecto al gran mercado chino en auge.

A partir de 1998 y durante todo 2002, por otro lado, la mayoría de divisas asiáticas se mostraron de nuevo relativamente estables frente al dólar, aunque muchas se revaloraron

tras los importantes excesos de depreciación provocados por la crisis de 1997. El yuan chino, por su parte, defendiendo su vinculación con el dólar, se apreció sustancialmente frente a la mayoría de las demás divisas de Asia Oriental durante este período como resultado de

las devaluaciones de 1997. Sin embargo, desde 2002, el dólar se ha debilitado considerablemente, en particular frente al euro, pero también frente al yen. Por eso la mayoría de países de Asia Oriental han intentado mantener sus monedas estables frente al dólar durante estos últimos tres años, como mínimo para evitar una pérdida posterior de competitividad, no tanto frente al dólar ni frente al yen, sino frente al yuan chino, que se está convirtiendo rápidamente en la moneda y la economía central en la región.

La evolución de los tipos de cambio asiáticos en 2004

Después de que la mayoría de divisas asiáticas se devaluaran durante la crisis de 1997, experimentaron importantes excesos de depreciación. Posteriormente, las depreciaciones excesivas se fueron corrigiendo gradualmente ellas solas y las monedas asiáticas se apreciaron levemente frente al dólar. En los seis años transcurridos entre septiembre de 1998 y finales de 2004, el yen japonés, el won coreano y la rupia indonesia se apreciaron más del 20% frente al dólar. Los dólares taiwaneses y de Singapur aumentaron su valor un 6% y 2,5% respectivamente, mientras que el baht tailandés cayó ligeramente (2%) durante el mismo período de seis años. Sólo el peso filipino siguió depreciándose frente al dólar estadounidense (22%) después de la crisis asiática.

Sin embargo, desde que empezó la caída del dólar frente al euro y las otras monedas "occidentales" en 2002, las divisas de Asia Oriental se han mantenido relativamente estables. Si nos centramos sólo en 2004, observamos una estabilidad todavía mayor de la divisa en Asia Oriental (aunque las tendencias establecidas a finales de 2004, con una ligera depreciación del dólar frente al yen, el won y otras monedas asiáticas de flotación libre, más o menos se mantuvieron durante las primeras seis semanas de 2005 hasta la presentación de este artículo). El yuan chino y el ringgit malayo no registraron ningún movimiento frente al dólar, ya que sus regímenes cambiarios fijos se han mantenido con éxito desde 1994 y 1998, respectivamente. Sin embargo, el futuro inmediato de estos regímenes de tipo de cambio fijo está rodeado de muchas especulaciones, ya que cada vez hay más presiones para que los chinos revalúen el yuan de algún modo. Las autoridades malayas también han declarado recientemente que una revaluación del yuan, incluso en forma de ampliación de la banda de fluctuación o cambio de la vinculación del dólar a una cesta de divisas, podría favorecer una revaluación del ringgit y una modificación de su régimen de tipo de cambio (probablemente la adopción de un tipo similar de vinculación a una cesta dentro de una banda más amplia).

El dólar de Hong Kong se mantuvo muy estable el año pasado, con una depreciación de apenas un 0,2% a 7,78, mientras que el peso cayó otra vez ligeramente (1,2%) a 56,16. Aunque la rupia se depreció un 9,3% a 9.285, el resto de

divisas de Asia Oriental mostraron una estabilidad considerable, al menos hasta los dos últimos meses del año, cuando se experimentó prácticamente toda la apreciación asiática acumulada.

El won coreano se apreció casi un 15% en 2004 hasta anotar un máximo (1.038) de los últimos siete años frente al dólar (y siguió aumentando a principios de 2005). La apreciación del won, sin embargo, es un fenómeno muy reciente y provisional. Prácticamente toda la apreciación de 2004

se produjo en noviembre y diciembre, cuando las autoridades coreanas finalmente sucumbieron a las presiones de apreciación. Sin embargo, el promedio anual del tipo de cambio siguió cayendo en 2004 (tras

haber caído también el año anterior). En general, se espera una apreciación del 5-10% para 2005, aunque las autoridades coreanas bien podrían optar por empezar a intervenir de nuevo para frenar el alza del won este año, particularmente si los chinos no revalúan o cambian el régimen del yuan pronto. Corea permanece atascada tras desvanecerse la burbuja consumo/tarjeta de crédito; por lo tanto, las autoridades no quieren que el won se aprecie mucho más, ya que la demanda interna es débil y la carga de la recuperación recae sobre los resultados de las exportaciones sensibles a la divisa.

El dólar taiwanés y el de Singapur, junto con el baht tailandés, siguieron el mismo patrón que el won. Los primeros se apreciaron un 6,6% y un 3,7% con máximos de tres años (31,84) y seis años (1,64), respectivamente, mientras que el baht, vinculado a una cesta de divisas, aumentó moderadamente (1,7%) a 38,93 frente al dólar. Sin embargo, al igual que el won coreano, dicha apreciación se registró durante los últimos dos meses de 2004. Con todo, se espera que las tres experimenten alguna apreciación durante 2005, ya que las presiones políticas y del mercado siguen influyendo al alza en casi todas las divisas asiáticas.

Por su parte, el yen se apreció un 4,5% frente al dólar en 2004 a 102,7, pero sólo después de permanecer bastante más débil durante la mayor parte del año (el tipo de cambio medio del yen frente al dólar en 2004 fue de 108 yenes por dólar). De hecho, el yen se apreció cerca de un 8% durante el último trimestre del año. Se espera que el yen siga apreciándose hasta entre 100 y 95 para finales de 2005. Tras haberse apreciado continuamente durante los últimos tres años (alrededor del 27% en términos acumulados), el

“ El futuro inmediato de estos regímenes de tipo de cambio fijo está rodeado de muchas especulaciones, ya que cada vez hay más presiones para que los chinos revalúen el yuan ”

“ La relativa estabilidad reciente de las divisas asiáticas frente al dólar, al menos hasta finales de 2004, no ha hecho más que intensificar la tendencia del euro a apreciarse ”

El año que vivimos peligrosamente: tipos de cambio asiáticos en 2004

yen parece estar en situación de apreciarse por cuarto año consecutivo en 2005. El yen es, de hecho, la única divisa de Asia Oriental que ha experimentado una apreciación anual constante desde finales de 2001.

La relativa estabilidad reciente de las divisas asiáticas frente al dólar, al menos hasta finales de 2004, no ha hecho más que intensificar la tendencia del euro a apreciarse. El euro se ha fortalecido más del 7% frente al dólar en 2004, situándose alrededor de 1,30 dólares por euro y marcando una apreciación acumulada de más del 40% desde su mínimo de 0,82 dólares por euro a finales de 2000 y principios de 2002. Sin embargo, el tipo de cambio efectivo real del dólar sólo se depreció un 16% con respecto a su máximo hasta finales de 2004. El esperado ajuste del dólar estadounidense, incapaz de efectuarse con respecto a la mayoría de divisas asiáticas, se ha trasladado en cambio a las divisas que fluctúan libremente, en particular el euro, pero también a las demás divisas anglosajonas (o de la Commonwealth), como la libra esterlina y los dólares canadiense, australiano y neozelandés. En efecto, la caída del dólar desde principios de 2002, en términos ponderados según el comercio exterior, frente a estas divisas "occidentales" ha sido de cerca del 30%. Para la mayor parte de Europa, esto ha provocado un aumento de las presiones deflacionarias en un escenario dominado por una demanda interna todavía bastante débil.

Acumulación de reservas en Asia

Para que las divisas de Asia Oriental se mantuvieran relativamente estables frente al dólar desde 2002 o, en el caso del yen, para frenar una apreciación todavía mayor, los bancos centrales de Asia Oriental se han visto obligados a intervenir esporádicamente, incluso de manera agresiva, en los mercados de divisas. Las autoridades monetarias chinas en particular, teniendo en cuenta el crecimiento considerable de los excedentes comerciales chinos con Estados Unidos y la afluencia de capitales cada vez mayor, se han visto forzadas a intervenir en el mercado de cambios de un modo cada vez más intenso, acumulando reservas de dólares (y luego, al menos hasta principios de 2004, esterilizando su impacto inflacionista en la economía interna a través de una política monetaria relativamente restrictiva). Sólo el Banco Popular de China incrementó sus reservas en más de 200.000 millones de dólares en 2004, financiando casi una tercera parte del déficit de cuenta

"Sólo el Banco Popular de China incrementó sus reservas en más de 200.000 millones de dólares en 2004, financiando casi una tercera parte del déficit de cuenta corriente estadounidense"

"Las reservas totales de divisas en el mundo casi se han duplicado, (4 billones de dólares a finales de 2004), y bastante más de la mitad de esta acumulación se produjo en Asia"

corriente estadounidense. Las reservas de divisas chinas ascienden ahora a 610.000 millones de dólares (aproximadamente el 40% del PIB). Se estima que entre el 75% y el 80% de estas reservas son en forma de títulos del tesoro estadounidense. El índice de acumulación de reservas incrementado de China pasó del 5% en una base anual, en 2000, a cerca del 50% a finales de 2004.

Sin embargo, aunque el superávit comercial de China con Estados Unidos aumentó cerca del 30% en 2004 hasta alcanzar los 175.000 millones de dólares, su superávit comercial global se redujo sustancialmente, dejando el superávit por cuenta corriente en sólo 50.000 millones de

dólares (es decir, el 3% del PIB). Por lo tanto, la mayoría de la acumulación de reservas china no procede de su superávit comercial neto, sino de la afluencia de capital cada vez mayor, muchas veces sin duda,

de carácter especulativo. Con una afluencia de inversión extranjera directa calculada en 62.000 millones de dólares en 2004, parece que más de 100.000 millones de dólares en "capitales flotantes" especulativos o a corto plazo han entrado en el país a pesar del carácter regulado de la cuenta de capital china.

Si también tenemos en cuenta las reservas de Japón (841.000 millones de dólares a finales de enero de 2005, las más importantes de todos los países del mundo), los dos gigantes del nordeste de Asia juntos han acumulado reservas de divisas por valor de 1,5 billones de dólares. Por otra parte, Corea del Sur disponía de 200.000 millones de dólares a finales de 2004 y Taiwan de 240.000 millones de dólares, con lo cual se obtiene un total para todo el nordeste de Asia de cerca de 2 billones de dólares a principios de 2005, aproximadamente el 50% de las reservas de divisas globales.

Las reservas totales de divisas en el mundo casi se han duplicado, pasando de 2,29 billones de dólares, a finales de 2000, a aproximadamente 4 billones de dólares a finales de 2004, y bastante más de la mitad de esta acumulación se produjo en Asia. Asia tiene ahora casi las dos terceras partes de las reservas de divisas globales (aproximadamente 2,66 billones de dólares), y la

mayoría de ellas se encuentran en Asia Oriental. Los bancos centrales asiáticos se han convertido en los principales compradores de divisas del mundo y, a su vez, en los financieros clave de los crecientes déficits gemelos estadounidenses (un déficit de cuenta corriente de 670.000 millones de dólares,

Economía

el 5,7% del PIB, y un déficit presupuestario de 412.000 millones de dólares, el 3,6% del PIB, en 2004), ya que cada vez se reciclan más reservas de dólares en deuda de la administración norteamericana, lo cual contribuye, al menos en parte, a los tipos de interés sorprendentemente bajos que hay en Estados Unidos y al fuerte consumo que sostiene las importaciones americanas de Asia, en particular de China.

Según un estudio del Royal Bank of Scotland, *Reserve Management Trends 2005*, casi el 90% del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos en 2003 fue financiado por los bancos centrales, con un total del 75% de este déficit externo financiado por los bancos centrales asiáticos. Las primeras estimaciones para el año pasado apuntan a un descenso moderado de la financiación directa de los déficits estadounidenses por los bancos centrales, pero incluso a pesar de que disminuyó la intervención en el mercado de divisas japonés en el segundo trimestre, la acumulación de reservas en dólares de China

bastó para que Asia financiara alrededor del 60% del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos en 2004. De hecho, muchos economistas estiman que la acumulación de títulos del tesoro de Estados Unidos por parte de los bancos centrales ha sido lo bastante importante como para financiar casi todo el deterioro estructural del déficit fiscal estadounidense desde 2001, y la mayoría de estos títulos están ahora en manos de los bancos centrales de Asia Oriental.

La acumulación global de reservas, y especialmente la rápida acumulación en Asia, ha sido impresionante. Mientras que las economías de los mercados emergentes empezaron a

acumular más reservas a partir de 2001, a raíz de la ruptura de la burbuja en los mercados financieros estadounidenses y de la nueva embestida de las crisis de los mercados emergentes en Turquía, Argentina y (casi) Brasil, las economías asiáticas empezaron a acumular reservas incluso en mayores cantidades. En muchos casos, dicha acumulación superó con mucho lo que se podría considerar necesario para defenderse frente a presiones especulativas o prudente desde el punto de vista de mantener la estabilidad de los precios, y en cambio se ha visto impulsada por la supuesta necesidad de defender el dólar y evitar una inoportuna apreciación de las monedas en la mayoría de países asiáticos.

Las reservas globales de divisas globales representan ahora cerca del 10% del PIB mundial, en comparación con el

menos del 2% del PIB mundial mientras estuvo vigente el régimen original de Bretton Woods de tipos de cambio fijos (1944-1973). Tradicionalmente, entre el 65% y el 75% de todas las reservas se han acumulado en dólares, y prácticamente todos se han invertido en activos denominados en dólares (entre una cuarta parte y una tercera parte de las reservas restantes se han invertido en los últimos años en activos denominados en euros y en otras monedas).

Aunque normalmente los bancos centrales no facilitan información respecto a las monedas en que están guardadas sus reservas, se estima que la mayoría de bancos centrales asiáticos, al menos hasta hace poco, mantenían entre un 70% y un 90% de sus reservas en dólares muy por encima del promedio mundial (64% en 2003). Es obvio, pues, que los bancos centrales asiáticos, liderados primero por Japón, pero ahora cada vez más por China, han apoyado el dólar absorbiendo la oferta creciente de moneda norteamericana que se han exportado al

mundo a través del déficit de cuenta corriente estadounidense cada vez mayor. En cualquier caso, los bancos centrales asiáticos tienen ahora una gran cantidad de dólares que perderán valor rápidamente si un número suficiente de bancos centrales decidieran dejar de acumular reservas en general, o dólares, en particular.

Se estima que las pérdidas calculadas a precios de mercado de Japón en sus reservas de dólares han alcanzado los 8 billones de yenes (aproximadamente 78.000 millones de dólares, es decir, el 1,7% del PIB), desde que empezó la depreciación del dólar. China ya ha sufrido una pérdida sustancial en sus reservas de dólares, incluso sin una apreciación del yuan, puesto que el reducido tipo de cambio ponderado según el comercio exterior de la Reserva Federal (frente a las principales divisas mundiales) ha caído cerca del 30% desde

su máximo en 2002. Entretanto, las crecientes reservas de dólares chinas obtienen muy pocos rendimientos según los patrones históricos. La posible pérdida de valor para China como resultado de una revaluación del yuan podría ser todavía mayor, considerando que más de la mitad de las reservas chinas se han acumulado desde que el dólar empezó a depreciarse frente a las divisas no asiáticas.

Un estudio reciente de la Reserva Federal de Nueva York estimaba que un incremento del 10% en el valor del yuan frente al dólar provocaría una pérdida de valor de las reservas en

“Según un estudio del Royal Bank of Scotland, Reserve Management Trends 2005, casi el 90% del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos en 2003 fue financiado por los bancos centrales, con un total del 75% de este déficit externo financiado por los bancos centrales asiáticos”

“En cualquier caso, los bancos centrales asiáticos tienen ahora una gran cantidad de dólares que perderán valor rápidamente si un número suficiente de bancos centrales decidieran dejar de acumular reservas en general, o dólares, en particular”

El año que vivimos peligrosamente: tipos de cambio asiáticos en 2004

términos de divisa local equivalente al 3% del PIB. Según el Economist Intelligence Unit, una apreciación del 25% generaría una pérdida de capital equivalente al 6,5% del PIB chino. Nuestras estimaciones, que tienen en cuenta la importante acumulación de reservas que se ha producido desde los meses en que se realizaron dichas estimaciones, situarían estas cifras más cercanas al 4% y al 10%, respectivamente. Corea sufriría pérdidas de la misma envergadura como resultado de una apreciación equivalente del won frente al dólar. Singapur, por otro lado, con reservas equivalentes a aproximadamente el 100% del PIB, sufriría una pérdida de capital de alrededor del 10% del PIB con una simple apreciación del 10% del dólar de Singapur. Una depreciación del dólar de 10% frente al conjunto de las monedas asiáticas costaría a la región aproximadamente el 2% del PIB regional en pérdidas de reservas. La posibilidad de que se produzcan dichas pérdidas sin duda está forzando a muchos bancos centrales asiáticos a pensarse dos veces si continuar acumulando reservas de divisas a este ritmo tan rápido y absorbiendo tantos dólares en el proceso.

Varios estudios recientes revelan un cambio fundamental en la actitud de los bancos centrales de todo el mundo hacia el dólar. El estudio del Royal Bank of Scotland mencionado anteriormente muestra que, por lo general, los bancos centrales no tienen ningún interés en aumentar la proporción de dólares de sus reservas, mientras que una tercera parte de los bancos encuestados indican que empezarán a aumentar sus cuotas de euros. Cerca del 40% manifestaron haber aumentado su exposición al euro durante el último trimestre de 2004, mientras que alrededor del 30% declararon haber reducido su exposición al dólar. Casi las tres cuartas partes de los bancos centrales que participaron en la encuesta revelaron que ya habían empezado a comprar una mayor proporción de euros en relación con el dólar durante 2003 y 2004. Casi la mitad esperaban que el índice de crecimiento de la acumulación de reservas de dólares descendiera de forma espectacular en 2005 hasta el 20%, frente al 66% de índice medio de crecimiento anual desde 2000. Los datos del FMI y del Banco de Pagos Internacionales (BIS) confirman este cambio en la actitud y la política de los bancos centrales, ya que revelan que desde finales de 2001 hasta finales de 2003, la proporción global de reservas de dólares cayó del 67% al 64%, mientras que la proporción global de reservas de euros aumentó del 13% a casi el 20%. De cara a finales de 2005, la cuota del dólar podría situarse fácilmente por debajo del 60%, mientras que la del euro podría acercarse al 25%.

Asia, sin contar a Japón y, en cierta medida, a China, no ha sido una excepción en esta tendencia. Existen buenos moti-

vos para creer que cada vez más bancos centrales asiáticos empezarán a acumular menos reservas de dólares y a diversificar las reservas que sigan acumulando en otras divisas. De hecho, hay muchos indicios que demuestran que esta diversificación de divisas ya se ha puesto en marcha. A principios de 2002 una serie de países asiáticos empezaron a contemplar la posibilidad de cambiar parte de sus reservas de dólares en euros. Esta política fue motivada, primero, por la simple creación del euro, una nueva moneda continental con potencial para rivalizar con el centralismo del dólar, pero posteriormente también por el aumento significativo de los déficits estadounidenses y la debilitación de la moneda estadounidense.

“Casi las tres cuartas partes de los bancos centrales que participaron en la encuesta revelaron que ya habían empezado a comprar una mayor proporción de euros en relación con el dólar durante 2003 y 2004”

El Encuentro Asia Europa (ASEM) en su 4ª cumbre bianual que tuvo lugar en Copenhague, en septiembre de 2002, incluso tomó la decisión de crear un grupo de trabajo especial para analizar

de qué manera podían Asia y Europa intensificar su colaboración económica, en particular para estimular el uso internacional del euro en Asia.

Desde principios de 2002, Tailandia, Singapur, Malasia, Hong Kong, Indonesia, India y, más recientemente, Corea del Sur, han sugerido que o bien ya han empezado a diversificar las divisas de sus reservas o bien que están considerando la posibilidad de hacerlo. Se estima que dichos movimientos por parte de las economías más pequeñas de Asia Oriental podrían reducir la proporción de dólares en sus reservas del 80 al 50%. Además, dos fuerzas económicas importantes que unen geográficamente Asia Oriental con Europa, Rusia y los productores de la OPEP concentrados en Oriente Medio, han empezado a reducir considerablemente sus proporciones de efectivos en dólares, reforzando la tendencia asiática.

La tendencia más probable para 2005 es que los países asiáticos más pequeños sigan absorbiendo reservas de dólares, aunque a un ritmo más lento, en un intento por moderar la inevitable apreciación de sus monedas frente al dólar; después pasarán a vender una cantidad creciente de reservas de dólares por euros y otras monedas “anglosajonas”, como los dólares canadienses y australianos. Sin embargo, Japón y China, los dos “monopsonistas de reservas” del mundo, con un claro interés por evitar que sus monedas se aprecien y por financiar los déficits gemelos de Estados Unidos, simplemente no pueden contemplar una diversificación considerable de sus reservas existentes sin provocar un colapso espectacular del dólar. Incluso en el caso de una diversificación pasiva de las reservas (por ejemplo, una reducción de la proporción de dólares en la acumulación de nuevas reservas), los dos gigantes deberían llevarla a cabo lentamente y tranquilamente, si quieren evitar provocar una fuga del dólar, en la que la

Economía

mayoría de inversores privados abandonarían rápidamente la financiación de la cuenta corriente estadounidense, exigiendo una intervención todavía mayor de los bancos centrales de Japón y China.

Por lo general, estos cambios en las reservas se efectúan lentamente. La caída más significativa en la proporción de reservas globales de dólares, un 3,5% en el transcurso de un año, se produjo en 1990, durante uno de los anteriores periodos de debilidad del dólar frente a las antiguas monedas europeas que dieron paso al euro. Son muchos los que predicen, para 2005, una caída en picado similar en la cuota de dólares de las reservas mundiales, que podría verse reducida a un nivel por debajo del 60% del total global.

A principios de 2005, las políticas sobre reservas de Asia Oriental se convirtieron en el centro de atención, al caer el dólar bruscamente tras conocerse la noticia de que el banco central surcoreano iba a empezar a diversificar sus reservas en divisas distintas al dólar. Aunque el dólar se estabilizó cuando los surcoreanos puntualizaron inmediatamente que esto no significaba que fueran a vender las reservas de dólares ya existentes, una afirmación de la que también se hicieron eco vivamente Taiwan y Japón, queda claro que el dólar permanecerá en una situación difícil con respecto a las divisas de Asia Oriental mientras los fuertes incentivos sigan empujando a los bancos centrales asiáticos hacia, por lo menos, una diversificación pasiva de las reservas nuevas acumuladas. Este episodio también pone claramente de manifiesto que los países de Asia Oriental tienen ahora una influencia considerable sobre el destino de los tipos de cambio del dólar, su hegemonía estructural dentro de la economía internacional y el futuro de la política monetaria mundial.

China tiene la llave

Al igual que en 1997-1998, China se ha convertido en la clave de los movimientos de divisas en Asia Oriental. La mayoría de economías de la región siguen mostrándose poco dispuestas a considerar una revaluación significativa de sus monedas, por no hablar de una verdadera flotación libre, mientras que China no autorice al menos alguna forma de revaluación del yuan frente al dólar. Es cierto que se han producido algunas apreciaciones, en especial por parte del won coreano y el yen japonés, pero sólo recientemente. Por lo tanto está por ver si estas apreciaciones recientes marcan un cambio genuino en la política. De

hecho, parece que Asia Oriental lleva tiempo sufriendo a su manera el "temor a la flotación", un término aplicado originariamente a los países latinoamericanos que tenían miedo de los efectos inflacionarios potenciales de los tipos de cambio flotantes, que podían arrastrar a sus economías a un ciclo vicioso de depreciación, hiperinflación, aumento de la deuda exterior y desplome de la inversión y del crecimiento. Sin embargo, lo que resulta curioso es que el temor actual de Asia Oriental surge de la expectativa contraria: se espera que las divisas flexibles se orienten ahora hacia la apreciación, que podría provocar impactos deflacionistas indeseables, socavando el rápido crecimiento impulsado por las exportaciones de Asia.

La vinculación del yuan con el dólar, junto con la relativa estabilidad de las demás divisas asiáticas en los últimos años, ha facilitado un rápido crecimiento económico en Asia (encabezado por el crecimiento del 9,2% del PIB chino en 2004), pero esta estabilidad también ha bloqueado el ajuste potencial del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos que se produciría con una depreciación significativa del dólar frente al amplio abanico de socios comerciales estadounidenses (especialmente los asiáticos). La fuerte y constante

demanda de los consumidores en Estados Unidos y el creciente déficit comercial, en particular frente a China, combinado con la paridad fija del yuan, no han hecho sino agravar los desequilibrios macroeconómicos globales que amenazan con desestabilizar la economía mundial cuando finalmente se produzcan los ajustes inevitables.

Mientras que Asia seguía su evolución imparabla en 2004, la desequilibrada naturaleza cíclica de la economía mundial se acusó todavía más, con unos Estados Unidos que consumiendo en exceso, ahorrando demasiado poco y pidiendo prestado al mundo (especialmente al mundo en desarrollo), y con el resto del mundo, en particular Asia, ahorrando en exceso, consumiendo demasiado poco y prestando sus montones crecientes de reservas a Estados Unidos.

Con la debilitación del dólar bajo el peso de los déficits gemelos, muchas voces en Estados Unidos (y algunas en Europa) han reclamado la revaluación del "subvaluado" yuan. La afirmación, muy difundida entre las élites políticas estadounidenses, de que los chinos se están dedicando a realizar una "manipulación monetaria" total manteniendo activamente un tipo de cambio subvaluado, ha ganado credibilidad y plausibilidad, especialmente entre los votantes de clase media estadounidenses, puesto que el superávit comercial bilateral de China con Estados Unidos (ahora situado alrededor de 175.000 millones de dólares y casi una

"Sin embargo, Japón y China, los dos 'monopsonistas de reservas' del mundo, con un claro interés por evitar que sus monedas se aprecien y por financiar los déficits gemelos de Estados Unidos, simplemente no pueden contemplar una diversificación considerable de sus reservas existentes sin provocar un colapso espectacular del dólar"

tercera parte del déficit comercial total de Estados Unidos) sigue creciendo y el empleo industrial en Estados Unidos no consigue recuperarse convincentemente.

Las presiones de las autoridades estadounidenses para que los chinos revalúen su moneda, dirigidas por el Secretario del Tesoro, John Snow, y repetidas en las declaraciones periódicas del G7, fueron especialmente fuertes durante el año 2003. La mayoría de estimaciones estadounidenses indican que el yuan permaneció entre un 10% y un 25% subvaluado. Muchas voces reclamaron incluso una liberalización rápida y completa de la cuenta de capital de China y una flotación libre inmediata del yuan. En 2004, sin embargo, estas presiones se amainaron en gran parte, ya que quedó claro que la solución simple y radical defendida por la administración Bush no podría ser llevada a cabo de modo realista por las autoridades chinas, ni podía considerarse completamente beneficiosa para Estados Unidos. Durante la campaña para las elecciones presidenciales, los círculos cercanos a Bush fueron reconociendo poco a poco que la intervención monetaria china ejercida para evitar la apreciación del yuan también proporcionaba una financiación externa clave para los crecientes déficits presupuestario y de cuenta corriente (en particular después de que los japoneses finalizaran su intervención monetaria a gran escala en abril de 2004) y quizás también contribuía de manera significativa, aunque invisible, al fuerte consumo estadounidense.

Mientras que EE.UU. sigue importando grandes volúmenes de importaciones fabricadas en Asia, con un dólar que ha sido incapaz de depreciarse frente al yuan y a otras muchas divisas asiáticas, la concomitante acumulación de reservas asiática se ha invertido en gran parte en títulos del tesoro estadounidenses, al menos hasta ahora, proporcionando un flujo clave de financiación externa para los crecientes déficits presupuestario y de cuenta corriente (alrededor del 75% de la financiación de cuenta corriente en 2003 y más del 60% en 2004). Ésta también ha contribuido sin duda a mantener los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos más bajos de lo habitual, ofreciendo un estímulo todavía mayor a la economía estadounidense que los tipos a corto plazo bajos de la Reserva Federal. Este apoyo al mercado de deuda estadounidense, junto con la consecuente menor presión sobre los tipos de interés a largo plazo, a su vez, ha reducido todavía más los ahorros estadounidenses, ha alimentado el boom del mercado inmobiliario y ha estimulado el consumo que sigue impulsando las compras estadounidenses de exportaciones asiáticas.

Este patrón de comportamiento -con los chinos fijando su tipo de cambio frente al dólar y los demás países asiáticos demostrando un "temor a la flotación" a través de la acumulación de reservas de dólares, junto con el gasto creciente del gobierno estadounidense, los déficits gemelos en continuo aumento y el mantenimiento de un fuerte consumo en Estados Unidos, a pesar de las debilidades persistentes del sector industrial- ha creado una relación comercial y financiera simbiótica entre Estados Unidos y Asia que ha sido apodado como el nuevo Bretton Woods II por un grupo de analistas del Deutsche Bank (Michael Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber, véase por ejemplo, "The Revived Bretton Woods System: Alive and Well", Deutsche Bank, diciembre de 2004). Durante la última mitad de 2004, los pros y los contras de este nuevo escenario Bretton Woods II, su sostenibilidad y su eventual final, además de las

"La desequilibrada naturaleza cíclica de la economía mundial se acusó todavía más, con unos Estados Unidos consumiendo en exceso, ahorrando demasiado poco y pidiendo prestado al mundo (...) y con el resto del mundo, en particular Asia, ahorrando en exceso, consumiendo demasiado poco y prestando sus montones crecientes de reservas a Estados Unidos"

consecuencias relacionadas, han sido defendidos y atacados con vehemencia en lo que se ha convertido en uno de los debates contemporáneos más importantes sobre la economía internacional.

La cuestión principal relacionada con la economía mundial en 2005 es si esta situación será

sostenible (al menos hasta 2006) o si este escenario cambiará, ya sea a través de un reequilibrio gradual de la oferta y la demanda mundial o, en caso de que se rompiera algún eslabón de la cadena que mantiene y agrava dichos desequilibrios, a través de un colapso brusco del dólar y una recesión mundial.

La posición china respecto al yuan

Los observadores occidentales mejor informados, junto con algunos asiáticos, creen que el yuan y la mayoría de las demás divisas de Asia Oriental permanecen considerablemente subvaluadas frente al dólar y que, como resultado de ello, es probable que en un futuro próximo se produzca algún tipo de revaluación del yuan, posiblemente en el transcurso de 2005. Sin embargo, una minoría importante de analistas occidentales, por ejemplo el Premio Nobel canadiense, Robert Mundell, además de una buena parte de la opinión asiática, no comparten la idea de que las monedas asiáticas, en particular el yuan, estén subvaluadas y son escépticos respecto a la noción de que los chinos puedan llevar a cabo algún tipo de movimiento formal durante 2005 hacia una mayor flexibilidad en los tipos de cambio y un tipo de cambio más fuerte (un cambio formal que sí abriría las puertas para que el resto de Asia siga su ejemplo).

Economía

La opinión que afirma que el yuan no se tocará se basa en la idea de que los chinos no pueden permitirse contemplar una revaluación desde un punto de vista estrictamente internacional. El motivo es que existen una serie de asuntos internos importantes de naturaleza técnica, relacionados con el complicado proceso de transición a la economía de mercado de China, que afectan a Beijing tanto como los crecientes problemas de desequilibrios globales que, en un momento dado en el futuro, pueden desatarse y provocar inestabilidad económica a escala internacional, o incluso una recesión mundial.

Las autoridades chinas han dejado muy claro, en repetidas ocasiones, que consideran que una cuenta de capital abierta y liberalizada, junto con un tipo de cambio de flotación libre, es a la larga uno de los objetivos de la transición a una economía de mercado. Sin embargo, también han explicado claramente que los pasos hacia este objetivo van a realizarse de manera gradual y con mucha cautela para no socavar la estabilidad financiera y económica. Aparte del imperativo político y social indispensable de mantener el rápido crecimiento del empleo en los próximos años, la cuestión económica más delicada está relacionada con el gran reto de reformar y modernizar el sistema financiero y liberalizar los flujos de capital.

El sistema financiero chino no está preparado para hacer frente a un tipo de cambio flexible. Como los tipos de cambio están todavía controlados en gran parte por el Estado, no hay mercados de futuros dentro de la regulación nacional vigente (u otros derivados financieros) para que los exportadores se protejan de la exposición a las oscilaciones impredecibles de los tipos de cambio. Además, Standard & Poor's estima que más del 40% de todos los préstamos en el sector bancario son dudosos. Una revaluación del yuan inflaría el valor de estos préstamos dudosos, al tiempo que desinflaría el valor de los 45.000 millones de dólares en títulos del tesoro estadounidense

que se inyectaron en los dos bancos estatales principales en enero de 2004, así como otros activos de reservas dentro del sistema bancario chino. Estos efectos, en caso de interrumpirse la política china de mantener la estabilidad del yuan frente al

dólar a pesar de las presiones a favor de la apreciación, podrían desatar fácilmente una oleada de quiebras en el sector financiero.

Las autoridades monetarias chinas también han demostrado ser muy reticentes a reevaluar el yuan durante períodos de gran especulación sobre la apreciación. Hacerlo posiblemente impulsaría otras presiones especulativas, dando paso

a una excesiva apreciación distorsionadora, agravando los impactos debilitadores sobre el sistema financiero. La revaluación también tendría un impacto desproporcionado sobre las ganancias de los exportadores con capital extranjero, que constituyen el sector económico más dinámico y el principal motor de crecimiento.

Por lo tanto, es de esperar que las autoridades chinas continúen con su trayectoria actual, avanzando en su liberalización selectiva, lenta pero constante, de la cuenta capital. Hasta ahora esto ha significado el desbloqueo de los controles sobre ciertas entradas de inversión extranjera directa, pero no sobre todas las entradas de inversión en cartera o todas las salidas de capital. Esto conduce a otra ambigüedad interesante en los debates actuales sobre el supuestamente "subvaluado" yuan. Una cuenta de capital completamente liberalizada podría provocar fácilmente salidas netas de yuanes a dólares por parte de los actores económicos de la China continental que actualmente no pueden comprar o invertir en divisas. Esta situación, por lo demás muy factible, ocasionaría probablemente una fuerte depreciación del yuan frente al dólar, poniendo en peligro la idea preconcebida de que una mayor liberalización monetaria en China contribuiría a reducir el superávit comercial con Estados Unidos. El año pasado, un grupo de economistas chinos calcularon que entre 30.000 y 40.000 millones de dólares en flujos de capital ilegales salían de China cada año. Como mínimo, estas consideraciones suscitan dudas acerca de la presunción generalizada de que el yuan está considerablemente subvaluado, en especial una vez que las entradas especulativas se paren.

Sin embargo, la afluencia de dólares en China, a través del superávit comercial y la cuenta de capital (tanto entradas legales como ilegales), debe ser absorbida por la economía local si el tipo de cambio se quiere mantener fijo. Inicialmente, esta intervención en los tipos de cambio iba

acompañada de operaciones de esterilización monetaria. Aunque parece que la esterilización se interrumpió, por lo general, a finales de 2003, la inflación volvió a subir, al menos hasta hace poco, ya que los sectores económicos clave experimentaron un reca-

lentamiento como resultado del exceso de préstamos en inversión y propiedad, evocando el fantasma de un aterrizaje abrupto.

Durante gran parte de 2004, las autoridades chinas confiaron en los controles de crédito selectivos impuestos por el Estado y las restricciones sobre los préstamos a sectores recalentados (como la propiedad, la fabricación de automó-

“ Aparte del imperativo político y social indispensable de mantener el rápido crecimiento del empleo en los próximos años, la cuestión económica más delicada está relacionada con el gran reto de reformar y modernizar el sistema financiero y liberalizar los flujos de capital”

El año que vivimos peligrosamente: tipos de cambio asiáticos en 2004

viles y la producción de acero, cemento y aluminio). Estos controles estatales fueron los instrumentos utilizados normalmente para intentar enfriar la demanda excesiva en inversión de capital. Sin embargo, estas intervenciones directas no han dado muchos resultados a la hora de reducir el crecimiento de los créditos.

Tras recurrir a un aumento de los requisitos de reservas para los bancos en 2003, las autoridades chinas dieron un paso más a finales de octubre de 2004 y aumentaron los tipos de interés oficiales por primera vez en nueve años (el préstamo de un año y las tasas de interés sobre los depósitos aumentaron en 27 puntos básicos hasta el 5,58 y el 2,25%, respectivamente). Y, lo que es todavía más importante, las autoridades monetarias también eliminaron el techo sobre la tasa de préstamos comerciales de los bancos, anteriormente fijada en un máximo de 1,75 veces de la tasa de préstamos. Este fue probablemente el cambio más importante en la política monetaria china en los últimos tiempos, marcando otro hito en la larga transición hacia una economía de mercado. Esta eliminación del techo sobre los préstamos comerciales podría contribuir a estimular los préstamos a las pymes, que actualmente no tienen acceso al crédito debido a sus mayores niveles de riesgo y al techo tan bajo que había anteriormente sobre las tasas de préstamos. La puerta ahora está abierta, si bien solo un poco, para un aumento en la demanda para servicios bancarios por parte de las pequeñas empresas chinas, un desarrollo que debería ayudar a mejorar las prácticas bancarias y profundizar la cultura bancaria.

Posibles opciones para el yuan

A corto plazo, China parece tener cuatro opciones. La primera es seguir con la política actual: intervenir para mantener la vinculación del yuan al dólar, acumular reservas rápidamente y canalizar la parte leonina de estas reservas en títulos del tesoro y valores con respaldo hipotecario estadounidense (*mortgage-backed securities*). Sin embargo, por muy atractiva que parezca esta opción a corto plazo, aumentaría los desequilibrios actuales en la distribución global de la demanda, seguiría contribuyendo a los tipos de interés artificialmente bajos de Estados Unidos y amenazaría con provocar un aterrizaje abrupto en China, alimentando las presiones inflacionistas y el recalentamiento.

Si bien la administración Bush podría convivir con esta primera opción, se ha declarado claramente a favor de la segunda opción, que es revaluar el yuan y vincularlo al dólar a un tipo más alto. El problema potencial de esta opción, sin embargo, es que podría desembocar fácilmente en una mayor especulación sobre la revaluación si la operación inicial no se considerara lo suficientemente importante. Además, como se ha mencionado anteriormente, no es obvio que el yuan esté tan subvaluado. La balanza comercial de China está más o menos equilibrada y, si se eliminaran los controles de capital, el yuan incluso podría caer, ya que por primera vez las empresas y las familias chinas podrían invertir libremente en activos en divisas.

Una tercera opción sería ampliar la banda en la que el yuan puede fluctuar frente al dólar. Una simple ampliación moderada de la banda, sin embargo, también podría fomentar una mayor especulación sobre las operaciones posteriores, mientras que una ampliación considerable de la banda equivaldría casi a una flotación libre con las inestabilidades corres-

“ El año pasado, un grupo de economistas chinos calcularon que entre 30.000 y 40.000 millones de dólares en flujos de capital ilegales salían de China cada año ”

pondientes. Finalmente, las autoridades podrían cambiar la vinculación del yuan al dólar y establecer una cesta de divisas principales, en una práctica similar a la de Singapur. Esto aumentaría la flexibilidad frente al dólar y desalentaría las importantes entradas de capital especulativo en China, al tiempo que procuraría más control sobre la política monetaria, dificultado por las entradas especulativas, que distorsionan la oferta de dinero y el crecimiento de los préstamos. Parece que la mayoría de observadores y expertos esperan que se produzca esta opción de la cesta en un futuro cercano, posiblemente ya a mediados de 2005. Esto podría implicar una revaluación de alrededor del 10% en el contexto de un cambio a una vinculación a una cesta de monedas y la ampliación de la banda de fluctuación, del actual 0,3% a entre el 3 y el 7%.

Entretanto, China seguirá adelante con su reestructuración del sector financiero. A medio plazo, sin embargo, China continuará seguramente con su transición gradual a los mercados de capital abiertos y, llegado a un punto en el futuro, quizás se oriente hacia un régimen de flotación sucia para el yuan. La única pregunta abierta es si el mundo podrá evitar una ralentización significativa o incluso una recesión en caso de que China abandone el régimen fijo del yuan.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Institute for International Monetary Affairs. "Searching for a Stable Currency Regime in Asia Oriental: the Role of Yuan, Dollar and Yen", Monografía 14, IIMA (Tokio), 2004. (véase <http://www.iima.or.jp/pdf/2004/OP14.pdf>)

PRINGLE, Robert y CARVER, Nick (eds). *RBS Reserve Management Trends 2005*, Central Banking Publications, Londres, 2005.

ROUBINI, Nouriel y SETSER, Brad. "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006," documento escrito para el Simposio sobre "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?" Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, 4 de febrero de 2005. (véase Roubini Global Macro Web Site: <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/>)

WILLIAMSON, John. "The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision", Ponencia en la Central University of Finance and Economics, Beijing, 7 de septiembre de 2004. www.ife.com/publications/papers/williamson0904.pdf