

## LA REVALUACION CHINA

Hemos resuelto publicar una vez más un comentario interesante, de Mario Teijeiro, Presidente del Centro de Estudios Públicos de Argentina. Esta vez, se trata de un comentario crítico sobre la presión ejercida a China, para revaluar su moneda, lo cual, en determinadas condiciones, podría producir efectos opuestos a los buscados, que son mayor equilibrio de balanzas comerciales y mayor crecimiento a nivel global.

Con la visión Keynesiana, sostiene Mario Teijeiro, "gastar es una virtud que incrementa la actividad económica, mientras que ahorrar es un vicio que conduce a la recesión". Desde esa perspectiva dice "hemos llegado a que los países industrializados tienen elevados desequilibrios fiscales, tasas de ahorro declinantes y condiciones, cada vez más adversas para la inversión, que motivan la fuga de sus capitales". "Sería un error, ahora, presionar a China para que adopte esa vieja y fallida receta". China puede revisar la histórica experiencia, también fallida, de presiones a Japón, en los años 80 y 90.

### La Revaluación China

Mario Teijeiro  
Presidente, Centro de Estudios Públicos

Luego de una prolongada presión internacional, China acaba de cambiar la paridad fija de su moneda (el Yuan o Renmimbi) con el dólar. Todavía es muy pronto para conocer la naturaleza y

magnitud del cambio ocurrido en su política cambiaria. Pero lo que sí resulta interesante es evaluar qué ha estado detrás de la presión para que China revalúe su moneda. El Congreso de Estados Unidos está considerando una legislación que impondría un impuesto del 27.5% a las importaciones chinas, si ese país no revalúan significativamente su moneda. La presión sobre China se explica fundamentalmente por los intereses proteccionistas en los países industriales. "Un retorno al proteccionismo amenazaría la continuidad del extraordinario crecimiento mundial, declaraba Alan Greenspan, reaccionando en contra de la propuesta del Congreso<sup>i</sup>. Pero, ¿hay otros argumentos de mayor validez detrás de la presión para que China revalúe su moneda?. "El tipo de cambio fijo de China es inapropiado para la economía mundial. Es también inapropiado para la economía China. Lo que China necesita es un tipo de cambio flexible", declaraba el Secretario del Tesoro Snow<sup>ii</sup>. ¿Será cierto?

### ¿En Beneficio de la Economía China?

En el contexto de un tipo de cambio fijo (8,32 Yuan por dólar), las reservas internacionales chinas crecieron de 220.000 millones de dólares en Diciembre del 2001 a 695.000 millones en Mayo del 2005. La continua intervención en el mercado cambiario y la acumulación de reservas es considerada por muchos como indicador de un desequilibrio fundamental del Yuan y de la necesidad de revalorarlo. Muchos economistas internacionales

prestigiosos consideran que un Yuan subvaluado incentiva ingresos especulativos de capitales de corto plazo, haciendo más difícil el control de la inflación. Creen que si los agregados monetarios siguen creciendo al ritmo actual (por encima del 15% anual), eventualmente una mayor inflación doméstica atrasará el tipo de cambio real. Pero también creen que el proceso equilibrante se daría más rápido y sin inflación si se dejara flotar el Yuan. El control de los agregados monetarios (que permitiría el abandono de la intervención en el mercado cambiario) evitaría la inflación y cualquier freno brusco posterior de la economía. La flotación y apreciación del Yuan haría sostenible las actuales tasas de crecimiento y sería por lo tanto el mejor interés de China.

El problema con esta visión “monetarista” es que, a pesar de que China ha estado creciendo sistemáticamente al 9% anual y que los agregados monetarios lo ha hecho a más del 15% anual, ¿no hay signos de recalentamiento en la economía!. La inflación interna ha sido sistemáticamente inferior a la inflación en el área del dólar y consecuentemente el Yuan se ha estado depreciando en términos reales en años recientes.

¿Cómo se explica que una economía creciendo sistemáticamente al 9% no tenga signos de recalentamiento?. El tema es que el crecimiento no está explicado por un exceso temporario de demanda sino por razones de oferta, como son un crecimiento extraordinario en la participación laboral y una tasa de ahorro de otra galaxia (¡47% del PBI!). Por el contrario, la demanda interna es inferior a la oferta, lo que es consecuencia de un déficit fiscal (2% del PBI) inferior a lo que permitiría el aumento de la demanda de billetes; y un crecimiento del crédito bancario inferior a lo que hubiera permitido el crecimiento de depósitos en los bancos chinos. No ha habido recalentamiento en la economía china y el crecimiento de reservas es el mero reflejo de políticas fiscales y crediticias (relativamente) prudentes. Los superávit externos chinos no han sido consecuencia del tipo de cambio fijo sino de una sociedad con una tasa de ahorro fenomenal que acumula billetes y depósitos bancarios a una tasa que los bancos (con

su actual incapacidad de controlar el riesgo de crédito) no pueden prestar confiablemente.

Para que aparecieran signos de recalentamiento debería producirse un cambio en las políticas fiscales y crediticias. El déficit fiscal chino debería aumentar hasta alcanzar un mínimo equivalente al aumento de la demanda de circulante y las regulaciones crediticias deberían relajarse para permitirle a los bancos prestar un monto equivalente al aumento de depósitos. ¿Pero son estas políticas recomendables?. Por supuesto que no. China debería deshacer su aparato burocrático, no aumentarlo. Por otro lado el crédito bancario ya ha crecido demasiado rápido y las consecuentes pérdidas por incobrabilidad de los bancos chinos son y serán un peso grande sobre las finanzas públicas.

El punto central es que las políticas recomendables (equilibrio fiscal, crecimiento prudente del crédito bancario) conducirían a aumentar (no a reducir) el superávit externo de China y a depreciar (no a apreciar) el Yuan en términos reales. Lo mismo ocurre con los controles de capital. Las compañías y los ciudadanos chinos tienen prohibido invertir en el exterior. Si pudieran hacerlo, el Yuan en lugar de apreciarse, probablemente se depreciaría. Nuevamente, los desequilibrios chinos no son consecuencia del régimen cambiario y monetario sino de una tasa de ahorro extraordinaria que tiende a “rebalsar” al exterior. Estos desequilibrios serían aún más notables en presencia de mercados de capitales más libres y de políticas fiscales y crediticias más prudentes.

### **¿En Beneficio de la Economía Mundial?**

Los ahorros chinos están hoy colaborando para que exista una menor tasa de interés de largo plazo y por lo tanto una mayor tasa de crecimiento mundial. Las compras de bonos del Tesoro por parte de China, Japón y otros países petroleros ha llevado a las tasas de interés de largo plazo a niveles históricos muy bajos. Pero la realidad es que la comunidad de naciones desarrolladas apenas tolera los desequilibrios externos. Esto obedece a que esos desequilibrios paralelamente implican déficit

comerciales que despiertan resistencias proteccionistas internas. El paradigma ideal para el G-7 sería el equilibrio de las balanzas de pago y de cuenta corriente entre los principales países. Pero la realidad de hoy es muy lejana a ese ideal y se caracteriza por un enorme déficit americano (5% del PBI) financiado por superávit de Europa, Japón, China, Medio Oriente e incluso algunos países latinoamericanos. Frente a esta realidad, el Secretario Snow cree que:

“Deberíamos reconocer que la flexibilidad del Yuan no es una panacea. La reducción de los desequilibrios globales es una responsabilidad compartida, y cada una de las principales economías mundiales tiene su rol. Los Estados Unidos deben reducir su déficit fiscal e incrementar sus ahorros internos. Europa y Japón deben solucionar los problemas estructurales que limitan el crecimiento doméstico”.

Pero la reducción del déficit americano es sólo un propósito vago que no se refleja en medidas concretas para lograrlo. Japón y Europa no pueden aumentar más su gasto, ya que han ido demasiado lejos con su déficit fiscal y la acumulación de deuda pública. Por otro lado, sus reformas estructurales no tendrían efecto inmediato. La única “solución” a mano es pedirle a China que reduzca su superávit externo.

Ahora bien, si las resistencias proteccionistas no pudieran ser controladas por el G-7 y los equilibrios de cuenta corriente fueran el único objetivo realista (para evitar “guerras” comerciales), aún quedaría una pregunta crítica por responder: ¿qué países deberían ajustar?. El hecho es que los desequilibrios podrían reducirse, ya sea porque USA disminuye su déficit o porque los restantes países disminuyen su superávit. Ambas alternativas son equivalentes para reducir los actuales desequilibrios, pero no lo son en cuanto a sus consecuencias sobre el crecimiento mundial. Si los países superavitarios (como China) aumentaran su gasto, el ahorro mundial caería. Si los países deficitarios (USA) disminuyeran

su gasto, el ahorro mundial aumentaría. Sería entonces más beneficioso para el crecimiento mundial que USA elimine su déficit fiscal y que su sistema financiero comience a financiar inversión en el exterior, en lugar de financiar consumo doméstico.

Desafortunadamente esta propuesta de sentido común conflictúa con el pensamiento keynesiano que todavía predomina en el área de las relaciones económicas internacionales. Para la visión keynesiana cortoplacista gastar es una “virtud” que incrementa la actividad económica, mientras que ahorrar es un “vicio” que conduce a la recesión. “Primero debe reconocerse que un incremento en el ahorro de USA significaría una caída en la demanda global”, afirma el ex Secretario del Tesoro y actual Presidente de Harvard, Larry Summers<sup>iii</sup>. Este pensamiento keynesiano explicó hasta ahora ajustes sesgados a favor de mayor gasto de países superavitarios. Así hemos llegado a que los países industriales de Europa y Japón tienen elevados desequilibrios fiscales, tasas de ahorro declinantes y condiciones cada vez más adversas para la inversión que motivan la fuga de sus capitales. Sería un error ahora presionar a China para que adopte esa vieja y fallida receta.

### Conclusión

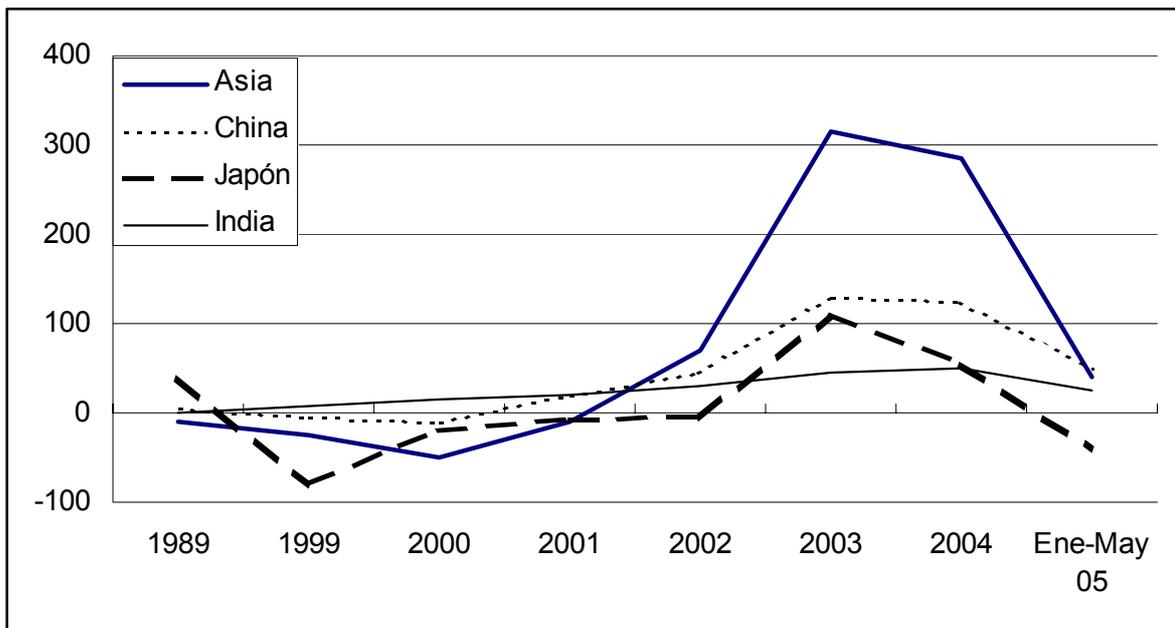
La presión política sobre China ha sido exitosa, aunque resta ver cuál será la magnitud de la apreciación que aceptarán los chinos. Pero para que este cambio del régimen cambiario se traduzca en una menor competitividad y una reducción significativa del superávit externo chino, deberá producirse simultáneamente un aumento del gasto interno, en la forma de mayor déficit fiscal y de mayor expansión crediticia. De lo contrario, la revaluación será acompañada por una tendencia a la deflación (como la sufrida por China en la década de los 90), sin reducción de su competitividad.

¿Sería entonces bueno para el resto del mundo que los chinos acompañen la revaluación del Yuan con mayor déficit fiscal y más expansión crediticia? Por supuesto que no. Países como China que ahorran mucho y gastan poco son una bendición

para el crecimiento mundial. Si se los dejara exportar parte de ese ahorro, los beneficios de su austeridad se expandirían a otros países, siempre que esos fondos se destinen a financiar inversiones rentables. Pero si el proteccionismo comercial en los países desarrollados es un obstáculo insalvable para la continuidad de los actuales desequilibrios externos, entonces la principal responsabilidad del ajuste debería recaer sobre el consumo público y privado de los países industriales. Esto consolidaría la actual

tendencia hacia menores tasas de interés de largo plazo, más inversión y mayor crecimiento mundial ♦

**Flujos de capital de corto plazo (Hot money flows).**  
La diferencia entre el incremento de reservas y el superávit  
o déficit en la balanza comercial (\$bn por año)



Fuente: Financial Times

<sup>i</sup> Testimonio de Alan Greenspan ante el Comité Financiero del Senado, 23 de Junio de 2005

<sup>ii</sup> Discurso del Secretario Snow ante el American Iron and Steel Institute, 18 de Mayo de 2005.

<sup>iii</sup> Presentación realizada en el Institute for International Economics, Washington, 23 de Marzo de 2004