

## ¿Debería China Apreciar Su Moneda?

Domingo Cavallo y Joaquín Cottani

Traducción e Fernando Diaz

De acuerdo a muchos analistas de países del G7, la solución para el desbalance macroeconómico chino, el cual se manifiesta en la forma de un gran superávit en la balanza de pagos y una brecha de producto negativa (sobrecalentando la economía), consiste en reevaluar el Yuan Renminbi (Yuan de ahora en adelante). Como sostiene Morris Goldstein (2004), esto no es más que la solución clásica propuesta por James Meade en 1951. De este modo, desde el punto de vista de estos observadores (mayoritariamente occidentales) el problema en China es su decisión de atar el Yuan al Dólar en lugar de dejarlo apreciarse. En este trabajo, nosotros argumentamos que este énfasis en la política cambiaria china es excesivo e inclusive puede ser contraproducente.

### Entendiendo la Naturaleza del Desbalance Macroeconómico Chino

Asuma un país cuyos precios domésticos son flexibles, hay libre movilidad de capitales, y el ahorro domestico bruto es típicamente (¿estructuralmente?) menor que la inversión domestica bruta, los EEUU y la mayoría de los países en Latino América se ajustan a esta descripción. El Grafico 1 muestra como se vería un equilibrio macroeconómico en este caso, usando un convencional diagrama de Swan representando el mercado de los bienes y servicios transables (T) y el de los no transables (N), donde las curvas de demanda y oferta son dibujadas como función del Tipo de Cambio Real ( $p$ ), definido como el precio relativo de los no transables con respecto a los transables. Dado que  $p$  es flexible, la oferta de N iguala a la demanda al precio de equilibrio  $p=p_0$ . Sin embargo, dado que la inversión es mayor que el ahorro nacional, hay un exceso de demanda por T, por lo tanto existe un déficit en la cuenta corriente (DCC)<sup>1</sup>. Este déficit es, a su vez, financiado por una entrada neta de capitales (SCK) de la misma magnitud en Dólares. La balanza de pagos esta, por consiguiente, en equilibrio. Los niveles de producción para transables y no transables son  $T_0$  y  $N_0$ , respectivamente, y los niveles de absorción son  $N_0$  para los no transables y  $A_0 > T_0$  para los transables. En este contexto el pleno empleo prevalece. Más aun, como  $P_N$  (el precio nominal de N) es flexible, el pleno empleo se mantiene independientemente de sí el tipo de cambio es fijo o flexible<sup>2</sup>.

Ahora, suponga que la entrada neta de capitales cae a cero. Los niveles de absorción caen ( $D_N$  y  $D_T$  se corren a la izquierda). Sin embargo, como  $p$  es flexible, el equilibrio se restaura rápidamente. En el nuevo equilibrio, el Tipo de Cambio Real es  $p_1 < p_0$ , resultando en una menor producción de N ( $N_1$ ) y una mayor producción de T ( $T_1$ ). Por otro lado, el pleno empleo se preserva. Si, por el contrario,  $p$  no fuera flexible a la baja (lo

---

<sup>1</sup> Técnicamente, el exceso de demanda por bienes transables es igual al déficit de la balanza comercial. Para que la distancia horizontal entre  $D_T$  y  $S_T$  iguale el DCC, el ingreso por el pago neto de factores y las transferencias deben ser agregadas a  $S_T$  o sustraídas de  $D_T$ .

<sup>2</sup> Sin embargo, este equilibrio macroeconómico no es estacionario. Con el tiempo, el déficit de la cuenta corriente reduce la riqueza financiera del país mientras que la inversión neta positiva aumenta el stock de capital. Un equilibrio estacionario no solo requiere que la riqueza nacional sea constante como porcentaje del PBI, sino también que la composición actual entre activos externos netos y capital sea constante e igual que la composición deseada.

cual requeriría una combinación de tipo de cambio fijo con “precios pegajosos”, sticky prices en ingles, de los no transables), el resultado sería desempleo, como se muestra en el Grafico 2. La economía produce la misma cantidad de T que antes ( $T_0$ ), pero una menor cantidad de N ( $N_2 < N_0$  donde  $N_2$  es la demanda efectiva al precio  $p=p_0$ ).  $N_2N_2'$  es una medida de la brecha de producto. Méjico en 1994-95 es un buen ejemplo de esta situación.

¿Qué tiene que ver China con todo esto? Por un lado, China tiene un superávit de cuenta capital, al igual que en el caso recién enunciado. Por otro lado, a diferencia de la situación anterior, China también tiene un superávit de cuenta corriente. Según Goldstein, el superávit subyacente de cuenta corriente para el 2004 es de 2,5% del PBI y el superávit de cuenta capital “normal” es 1,5%, consecuentemente acumulando un superávit “sostenible” de la balanza de pagos del 4% del PBI<sup>3</sup>. El Grafico 3 muestra como estos dos superávits pueden ocurrir simultáneamente asumiendo, por simplicidad, que el superávit de la cuenta capital (SKC) es exógeno. En equilibrio, un SKC positivo llevaría a un déficit de la cuenta corriente de la misma magnitud, como en el Grafico 1. Sin embargo, esto no necesita ser cierto si hay un desequilibrio. Para un precio como  $p_3$ , existe tanto un superávit de la cuenta capital ( $T_0A_0$ ) como un superávit de la cuenta corriente ( $A_3T_3$ ). El último implica que hay un exceso de oferta de T. Por otra parte, en el mercado de N la demanda efectiva ( $N_3'$ ) excede la oferta ( $N_3$ ). Dado que  $N_3$  es la cantidad que permite alcanzar el pleno empleo dado  $T=T_3$ ,  $N_3N_3'$  es una medida del sobrecalentamiento de la economía. Como  $p$  está por debajo del equilibrio, los productores de bienes N enfrentan una demanda mayor de la que estarían dispuestos a satisfacer. Al intentar abastecer esta demanda, se ven superados. Inevitablemente, afloran la escasez y los mercados negros.

### Apreciación de la Moneda

Claramente, una forma de eliminar el desequilibrio chino sería apreciar el Yuan. Esto permitiría a  $p$  subir hasta el punto en el cual la demanda por N iguale a la oferta (desde  $p_3$  hasta  $p_0$  en el Grafico 3). Goldstein, por ejemplo, sostiene que si la subvaluación de la moneda china (la cual estima entre un 15 y un 30%) fuese completamente eliminada, la cuenta corriente pasaría de un superávit del 2,5% del PBI a un déficit del 1,5% en línea con el SKC “normal”, punto en el cual terminaría la acumulación persistente o sistemática de reservas. Sin embargo, esta solución implica que  $P_T$ , el precio de los bienes transables, tendría que caer desde un 13 hasta un 23%. Como remarco Robert Mundell (2004), la resultante deflación afectaría negativamente a muchos de los prestarios chinos, particularmente aquellos que producen bienes transables, al incrementar el valor real de sus pasivos en una época en la cual ya existen serias preocupaciones sobre la solvencia de muchas instituciones chinas, incluyendo al sector bancario.

### Una Mejor solución

En una economía predominantemente de mercado, como por ejemplo Méjico, atar el tipo de cambio al Dólar Norteamericano en un contexto de una acumulación sustancial de reservas internacionales llevaría a una excesiva creación de dinero, por ende alta

---

<sup>3</sup> El superávit de cuenta corriente será menor este año dado el sobrecalentamiento de la economía.

inflación doméstica<sup>4</sup>. Como consecuencia, aunque el tipo de cambio nominal no se apreciara contra el Dólar, el tipo de cambio real lo haría<sup>5</sup> ¿Qué evita que este tipo de ajustes se den en China? La principal explicación, desde nuestro punto de vista, consiste en que muchos precios domésticos, incluyendo el del trabajo, son controlados por el gobierno (como también lo es la producción en muchas actividades económicas, tales como el tratamiento de la comida, el transporte y la distribución de la energía). En semejantes condiciones, el crecimiento en la demanda agregada, el cual es alimentado por la expansión monetaria, continuamente empuja el producto real más allá de su nivel potencial creando un persistente sobrecalentamiento de la economía, pero sin el aumento asociado de la inflación (observada).

En Méjico, un excesivo flujo de liquidez proveniente de la balanza de pagos también presionaría a que los individuos, los bancos y las corporaciones compren moneda extranjera. En este caso, controles administrativos estorban el ajuste de mercado en China, un país en el cual la cuenta capital está notoriamente reprimida, particularmente para las salidas. Si estos controles fuesen eliminados, o incluso disminuidos, el superávit de la cuenta capital caería dramáticamente.

Entonces, el problema fundamental de China no consiste en que manipule el tipo de cambio sino en que el país se asienta excesivamente en los controles de precios y de capitales. Si las distorsiones chinas sobre los precios y los mercados de capitales son tomadas como dadas, la introducción de la flexibilidad cambiaria puede ser fundada como una alternativa del tipo de “segundo mejor” (second best en inglés)<sup>6</sup>. Sin embargo, el “primer mejor” (first best en inglés) para China consiste en liberalizar los mercados domésticos y la cuenta capital. El Gráfico 4 muestra él por qué. Suponga que la cuenta capital es liberalizada hasta el punto en el cual el superávit desaparece ( $SCK=0$ ). El vaciamiento del mercado de  $N$  requeriría un aumento menor en  $p$  que anteriormente (de  $p_3$  a  $p_1$ ), el cual puede ser alcanzado a través de un aumento de una vez y para siempre en  $P_N$ . Este tipo de ajuste tiene la ventaja adicional de que el valor real de los pasivos del sector privado y del público se verían disminuidos, por ende mejorando el rendimiento de los prestamos.

### Reforzando la Eficiencia de la Inversión

Mientras la inversión doméstica bruta en China es grande para los parámetros internacionales (por sobre el 40% del PBI en los últimos años), su calidad no es tan buena. Se requieren aproximadamente \$4 de capital nuevo neto para aumentar el PBI en

---

<sup>4</sup> Salvo que (a) haya un proceso gradual de monetización en camino, por lo cual la demanda nominal de dinero crece a una tasa mayor que el ingreso nominal; o (b) el banco central se comprometa a la esterilización monetaria. En China, (a) es posible y (b) es verdad. Sin embargo, es poco probable que (a)+(b) absorban el aumento anual de la oferta monetaria consecuencia de la monetización del abultado superávit chino de la balanza de pagos.

<sup>5</sup> Esto es, de hecho, lo que pasó en Méjico en 1992-1994 cuando el ingreso neto de capitales era muy fuerte.

<sup>6</sup> No es sorprendente que la recomendación clásica de Meade, formulada en un tiempo en el cual se asumía que los precios eran institucionalmente inflexibles y la movilidad de capitales era baja, sea encontrada válida para China hoy en día.

\$1. Al contrario, en los EEUU solo se requieren \$2<sup>7</sup>. Esto implica que la eficiencia de la inversión es un 50% mas baja en China que en los EEUU. Esto no es sorprendente dadas las distorsiones en los precios relativos, incluyendo la subvaluación del tipo de cambio real, y la falta de mecanismos basados en el mercado que determinen la inversión en China. No obstante, lo que es notable es la magnitud de la brecha relativa de ineficiencia. Si China invirtiese tan eficientemente como los EEUU, podría crecer a un 10% anual, sin sobrecalentar la economía, invirtiendo “solamente” un 30% del PBI (20% en terminos netos). Asumiendo, de una manera más realista, que la eficiencia China a la hora de invertir mejora hasta ser 2/3 de la de EEUU, la inversión bruta requerida es del 40% del PBI. Para los patrones de ahorro actuales en China, esto seguiría dando lugar a un superávit en la cuenta corriente. Sin embargo, a medida que la liberalización económica progresa y los mercados financieros se profundicen, seria natural esperar una caída de la tasa de ahorro nacional y por ende del superávit de la cuenta corriente.

### Conclusión

Quienes proponen la apreciación del Yuan toman las distorsiones en los mercados como dadas. Tales dos distorsiones son los controles de precios (especialmente en el sector no transable) y los controles de capitales (especialmente sobre la salida de capitales). Dada la historia china de gradualismo en las reformas, asumir que estas distorsiones se conservaran por un tiempo largo puede ser realista. Igualmente, una solución alternativa seria que China liberalice los precios domésticos y la cuenta capital más apresuradamente. Permitiendo que los precios y la cuenta capital se ajusten en respuesta a la excesiva acumulación de reservas se reduciría la necesidad de que el tipo de cambio nominal lleve el peso del ajuste.

Las distorsiones en los mercados son la raíz de otro, quizás más fundamental, problema en China frecuentemente ignorado por los analistas occidentales: la baja calidad de su inversión. Si China invirtiese más eficientemente, podría crecer todavía más rápido de lo que esta creciendo invirtiendo lo mismo o menos. Mientras el superávit de cuenta corriente no necesariamente caería en el corto o mediano plazo, el alto crecimiento seria posible sin sobrecalentamiento en la economía, consecuentemente disipando el riesgo de un aterrizaje violento. Del mismo modo que menores distorsiones en casa mejorarían la productividad del capital, una cuenta capital más libre resultaría en inversiones más eficientes en el exterior. En lugar del Banco Central de China acumulando Letras de Tesorería de los EEUU, habría inversores privados chinos acumulando una diversidad más amplia de activos globales, incluyendo aquellos de otros mercados emergentes, por lo tanto facilitando un rebalanceamiento global más eficiente de los superávits externos. Eventualmente, a medida que China se convierta en una nación mas prospera, los superávits de cuenta corriente irían desapareciendo.

---

<sup>7</sup>Estos son cálculos basados en las siguientes suposiciones; (a) el crecimiento con pleno empleo es del 7% en China y del 3% en EEUU; (b) la inversión neta normal en China es del 28% del PBI (38% bruta menos 10% de depreciación) versus 6% en los EEUU.

El meollo de la cuestión es, por ende, muy simple: Los analistas occidentales estarían aconsejando mejor a China si le pidieran que abrace mas rápidamente y con más fuerza la economía de mercado que pidiéndole solamente que aprecie su moneda.

### Referencias

Goldstein, Morris (2004), “Adjusting China’s Exchange Rate Policies.” Trabajo presentado en el seminario del FMI “The Foreign Exchange System,” Dalian, China, Mayo 26-27.

Meade, James (1951), *The Balance of Payments*, Oxford University Press, Londres.

Mundell, Robert (2004), “China’s Exchange Rate: The Case for the Status Quo.” Trabajo presentado en el seminario del FMI “The Foreign Exchange System,” Dalian, China, Mayo 26-27.