

# **III Forum Asia**

**CASA ASIA**

**12 y 13 de diciembre 2005**

**World Trade Center**

**BARCELONA**

**PANEL IV**

**13 de diciembre 2005, 9.30 h.**

**\* \* \***

## **IMPLICACIONES DEL CRECIMIENTO ASIÁTICO PARA EUROPA**

**La Cuenta Financiera de la P.R. China**

**Prof. F. Xavier MENA  
ESADE**

## CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y DESEQUILIBRIOS GLOBALES

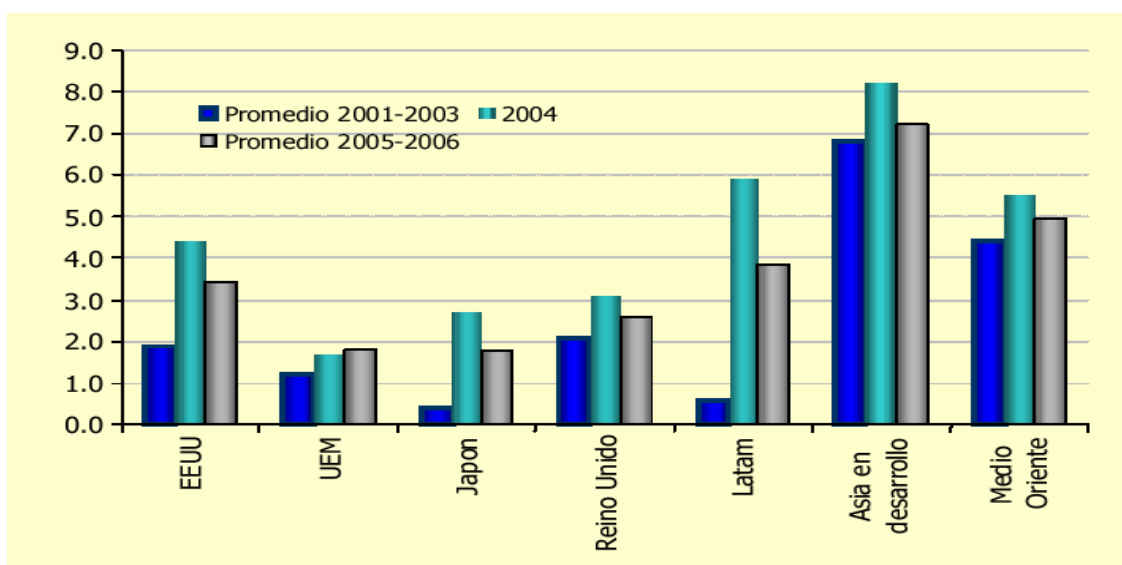
La economía mundial registró, en el pasado ejercicio 2004, una tasa de crecimiento superior al 5%, la más elevada de los últimos 30 años. La robusta creación de empleo y la generación de beneficios empresariales se sustentaron en un entorno de baja inflación, en una curva intertemporal de tipos de interés plana y en índices riesgo-país (EMBI+) en mínimos históricos.

Las economías de Estados Unidos y de los países emergentes de Asia Pacífico (China, India) constituyeron las locomotoras del crecimiento mundial, que recibió un impulso adicional desde algunas economías del Este europeo y de América Latina.

Contrariamente, durante dicho año 2004, la coyuntura económica de Japón y de los países más importantes de la zona Euro (Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Portugal) desafinó ante aquel crecimiento sostenido, aherrojadas por la escasa disposición para afrontar las reformas estructurales a las que les obliga la necesidad de encontrar su nuevo 'lugar en el mundo'.

### PIB

#### Tasas de variación interanual



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

A lo largo del presente ejercicio 2005, se han consolidado las dos sombras que amenazan con ralentizar el crecimiento mundial al cierre del año y en las perspectivas 2006. En efecto, el incremento de los precios del petróleo y el aumento de los tipos de interés en Estados Unidos están laminando unas décimas la tasa de crecimiento mundial.

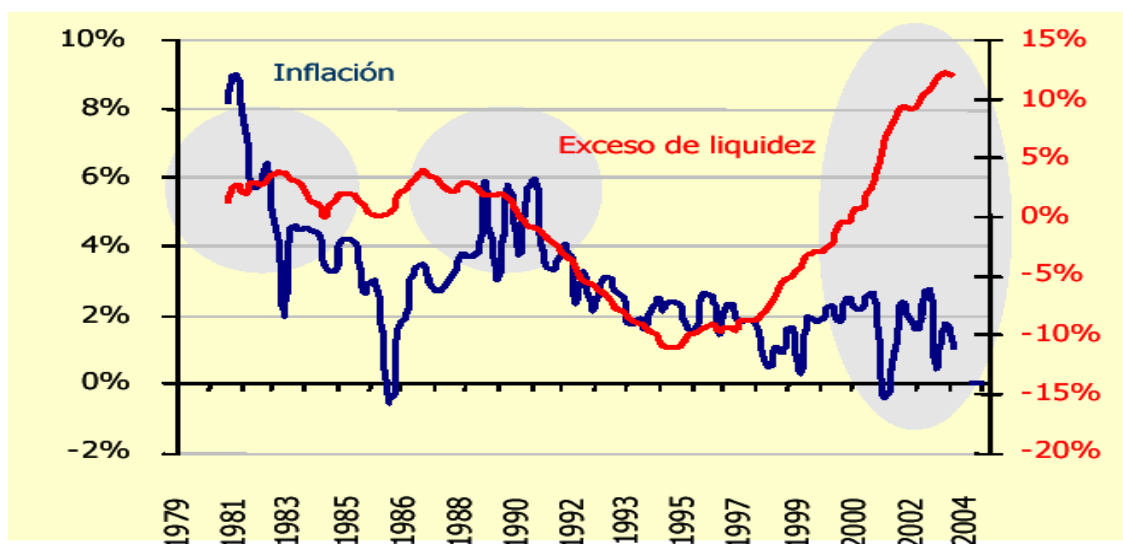
No obstante, más allá de la coyuntura presente, este cuadro económico brillante se asienta sobre un conjunto de desequilibrios a escala global que deberían reconducirse, con objeto de eludir ajustes bruscos hacia sendas de crecimiento menos deseables. Con toda razón, se ha hablado de una economía mundial instalada en un conjunto de desequilibrios con estabilidad (“*stable disequilibrium*”).

Los desequilibrios globales se desglosan, entre otros, en problemas tales como:

1. El nivel alcanzado por los precios de algunas materias primas, particularmente el petróleo, que amenazan con trasladarse a la tasa de inflación.
2. El agravamiento del déficit por cuenta corriente de la Balanza de pagos americana.
3. Los relevantes superávits por cuenta corriente registrados por las cuentas exteriores de algunas economías (China, Japón, Corea del Sur, Alemania, países exportadores de petróleo y de materias primas).
4. El continuo flujo de capitales desde la región Asia-Pacífico y de otros países en desarrollo hacia Estados Unidos.
5. La escalada de los precios de la vivienda y de los activos inmobiliarios en diversos países (Estados Unidos, Reino Unido, Países Bajos, España).

Ben Bernanke, nombrado sucesor de Alan Greenspan como Presidente de la Reserva Federal, ha defendido la existencia de un ‘*global savings glut*’ en el sentido de que, simultáneamente, la economía mundial está registrando una tasa de ahorro muy elevada que coincide con limitadas oportunidades de inversión en Japón y la zona Euro. Esta circunstancia obliga a aquel exceso de liquidez internacional a buscar acomodo en activos estadounidenses (bonos del tesoro, renta fija y variable, inmuebles, etc.).

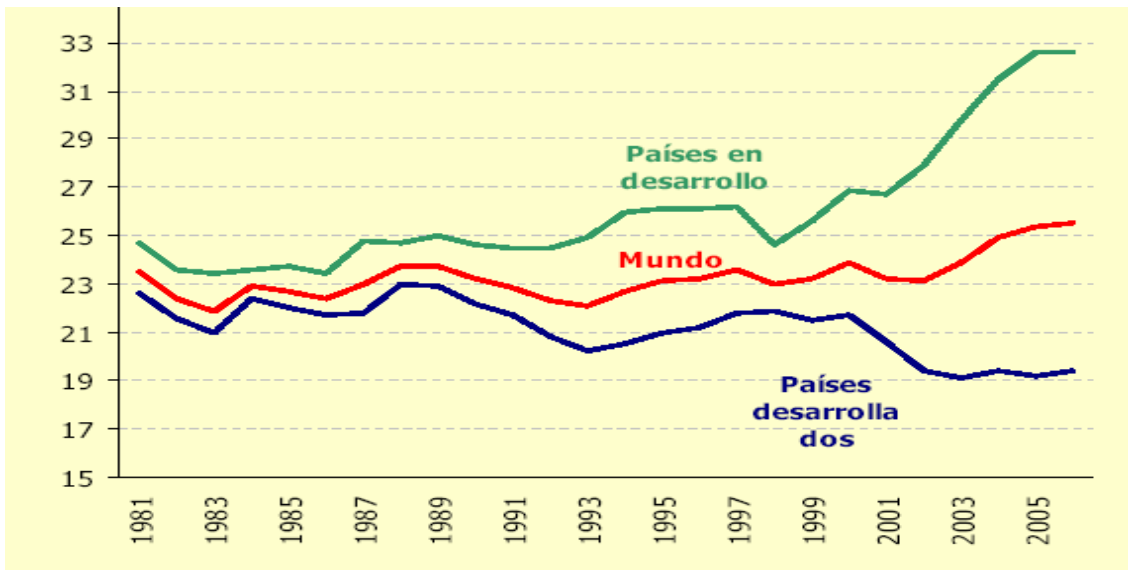
### LIQUIDEZ vs. INFLACIÓN G7, Tasa trimestral anualizada



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

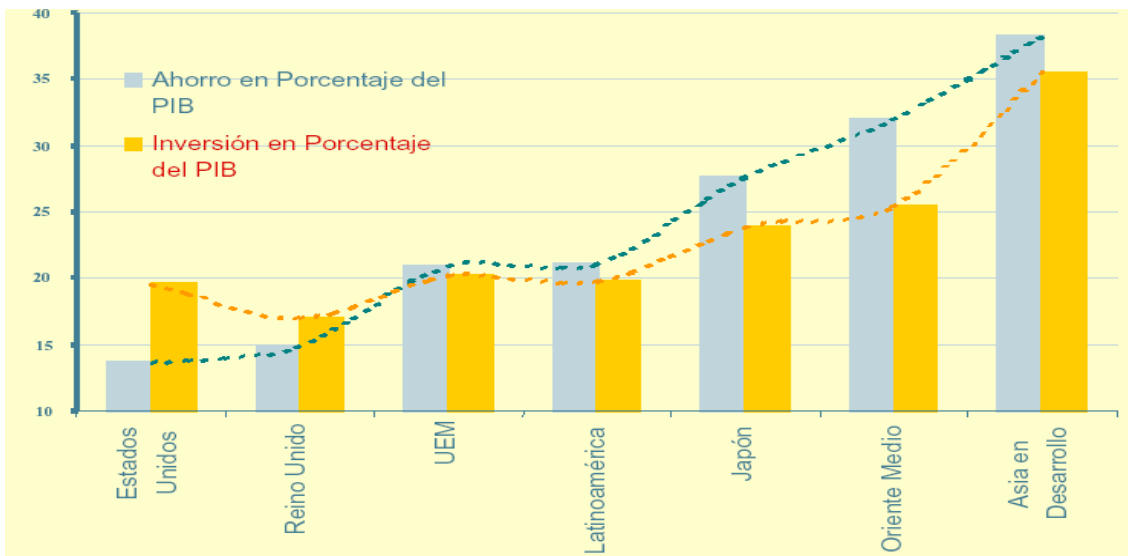
Ciertamente, el desequilibrio entre ahorro e inversión –más que las paridades cambiarias- está subyacente en los desequilibrios comerciales entre las áreas económicas del mundo. En la región Asia-Pacífico, el ahorro excede a la inversión, provocando un intenso flujo de salida de capitales hacia Estados Unidos, donde el gasto de consumo de las familias, la demanda de inversión de las empresas y el gasto público de su Administración, deben nutrirse del endeudamiento externo, ante la escasa propensión al ahorro de sus ciudadanos y del Gobierno.

### AHORRO MUNDIAL % PIB



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

### AHORRO vs. INVERSIÓN % PIB



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

## BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE

Miles de millones de dólares, 2004



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

El ajuste suave de tales desequilibrios globales requiere:

1. Una reducción del furor consumista en Estados Unidos, con el correspondiente aumento de su tasa de ahorro doméstica (privada y pública), que corregiría sus déficits público y por cuenta corriente.
2. Un mayor crecimiento en Japón y en la zona Euro, a partir de la realización de las reformas estructurales que dinamicen sus economías.
3. El fomento de la demanda interna y de las oportunidades de inversión en Asia, América Latina, Oriente Medio y África, via la estabilidad institucional de sus países y economías, con objeto de que el ahorro mundial no fluya principalmente hacia los países desarrollados.
4. Una flexibilización (eufemismo que significa 'apreciación') de los regímenes de tipos de cambio en las economías del área Asia-Pacífico.
5. La reconducción de los precios de la energía y de otras materias primas hacia sendas de crecimiento menos abruptas y de menor volatilidad.
6. Unas políticas fiscales, monetarias y de rentas que eviten la traslación de los precios energéticos a la inflación.
7. Una subida pautada de tipos de interés que no provoque un estallido de los precios de los activos inmobiliarios.

El dinamismo de la economía americana durante los últimos ejercicios –acumula diez trimestres seguidos creciendo a tasas superiores al 3%- se ha traducido en un inusitado impulso del consumo doméstico y de las importaciones de bienes y servicios, que han reducido la tasa de ahorro estadounidense a niveles negligibles.

La expansión de la demanda de consumo privado (70% del PIB americano) se ha apalancado en el crédito abundante a bajos tipos de interés, favorecido por la política monetaria expansiva de la Reserva Federal y por la financiación procedente de los abultados superávits comerciales y reservas de divisas de los países asiáticos.

Esta fortaleza de la demanda interna en Estados Unidos se ha filtrado hacia la demanda de importaciones, generando el mayor déficit por cuenta corriente de su historia, que puede alcanzar los 760.000 millones de dólares (6,1% del PIB) a finales del presente ejercicio 2005.

La economía americana requiere una financiación de unos 2.000 millones de dólares diarios, que proceden de la colocación de los excedentes de ahorro de Asia (China, Japón, Corea del Sur, Singapur), de los países petroleros (Arabia Saudí, Kuwait, EAU) y de Alemania. La persistencia temporal de dicho desequilibrio exterior podría traducirse en el impulso del ratio ‘deuda externa/PIB’ estadounidense hasta niveles elevados.

Al margen de otros factores que operan en sentido contrario, este desequilibrio de las cuentas exteriores americanas ha estado presionando al dólar en favor de una mayor –y quizás brusca- depreciación, que no cubre ningún ‘risk premium’ en el momento presente.

No obstante, la demanda interna de las familias y de las empresas americanas se ha manifestado en una dinámica sostenida de los indicadores de actividad y en una fuerte creación de empleo que, en términos agregados, está compensando el impacto negativo de los huracanes Katrina y Rita. La población ocupada de Estados Unidos se sitúa en 142,6 millones de empleados, al tiempo que el desempleo afecta a 7,4 millones de personas (en torno al 5%).

Dicha presión de la demanda, alimentada por la referida política monetaria laxa y una financiación externa abundante y barata, ha provocado un incremento en los precios de consumo. Esta circunstancia se ha reflejado en el repunte de la inflación subyacente (*‘core inflation’*, que excluye energía y alimentos no procesados) y en el vertiginoso aumento de los precios de los activos inmobiliarios.

A pesar de que la Reserva Federal no tiene fijado un objetivo explícito de inflación, el Comité Federal de Mercado Abierto (*Federal Open Market Committee, FOMC*) realizó en junio de 2004 un cambio en el sentido de su política monetaria. Desde dicha fecha, la Reserva Federal ha incrementado el tipo de interés de los *Federal Funds*, en aras a contener el proceso inflacionista larvado. Con objeto de no afectar a la tasa sostenida de crecimiento, el Presidente Alan Greenspan ha señalado dicho endurecimiento progresivo de las condiciones monetarias a razón de incrementos de 25 puntos básicos

de forma consecutiva a lo largo de las últimas 12 reuniones. De este modo, el tipo de interés básico en Estados Unidos ha pasado desde el 1% en junio de 2004 al 4% en noviembre de 2005. Ni siquiera los huracanes tropicales que han afectado a la costa del Golfo han incidido en la cadencia temporal de la subida del tipo de interés de referencia por parte de la Reserva Federal.

Las próximas reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*) de la autoridad monetaria de Estados Unidos están fijadas para los días 13 de diciembre y 31 de enero, fecha en que se producirá el relevo de Alan Greenspan por Ben Bernanke al frente de la Presidencia de la Reserva Federal. La primera reunión del nuevo mandato está programada para el 28 de marzo.

Después de escrutar meticulosamente las palabras de Alan Greenspan en sus comparecencias públicas durante sus 18 años de mandato, los mercados han acabado por interpretar de forma clarividente el mensaje de la autoridad monetaria. Dado que las tensiones inflacionistas todavía no han cedido, todo parece indicar que Alan Greenspan y Ben Bernanke seguirán interpretando el guión de dicha política monetaria anti-inflacionista, hasta elevar el tipo de interés de referencia al 4.50% en la primavera 2006. Algunos analistas sitúan en dicho rango del 4,25%-4,75% el nivel de tipos de interés que, en la coyuntura presente de la economía americana, haría que la política monetaria de la Reserva Federal deviniera neutra (ni expansiva, ni contractiva). Dichos analistas pronostican que el tipo de interés estadounidense no frenará su escalada hasta alcanzar la cota del 5% a lo largo del próximo ejercicio 2006.

Además de la secuencia temporal con que esta política de tipos de interés al alza doblará a los precios de consumo, deberá concederse la máxima atención a la evolución que registrarán los precios inmobiliarios en Estados Unidos. Un frenazo o una caída brusca del sector vivienda daría al traste con la actual coyuntura, cuyos efectos se difundirían por el resto de la economía global. El tiento (*fine-tuning*) con que la Reserva Federal está llevando a cabo su política monetaria, parece excluir la posibilidad de un estallido de los precios de los activos inmobiliarios en el escenario futuro.

Por otra parte, este incremento del tipo de interés básico americano está reconfigurando la estructura mundial de tipos de interés a corto plazo. De esta forma, los activos denominados en dólares han ganado rentabilidad en relación a activos denominados en otras divisas (por ejemplo, el euro), circunstancia que está redireccionando los flujos de capitales hacia Estados Unidos. *Caeteris paribus*, esta evolución al alza de los tipos de interés americanos está ejerciendo una presión apreciatoria sobre el dólar.

Alternativamente, el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo -determinado por el mercado- ha resultado un enigma ('conundrum', en expresión de Alan Greenspan). El alza sostenida del tipo de interés a corto plazo no se ha visto correspondida por los tipos de interés a largo plazo de los bonos, como ha venido sucediendo históricamente. Así, la política monetaria contractiva de la Reserva Federal -tipo de interés del 1% al 4%- no se está trasladando a los tipos de interés hipotecarios del mercado inmobiliario americano.

La extraña reacción de los mercados de bonos a la subida de tipos por parte de la Fed ha sido interpretada en distintas direcciones:

- a) Los inversores en bonos están anticipando una recesión, por lo que la curva de rendimientos es plana o invertida.
- b) Los inversores en bonos están pronosticando una baja inflación, debido a la credibilidad de la política monetaria antinflacionista, la eficiencia introducida por las disrupciones tecnológicas y la competitividad en precios de los productos de exportación de las economías emergentes.
- c) El exceso de ahorro y liquidez en la economía mundial se contraponen a escasas oportunidades de inversión, dando lugar a un atragantamiento de ahorro a escala global (*'global savings glut'*). Los bancos centrales asiáticos y otros inversores del área habrían provocado el bajo nivel de la curva de rendimiento de los bonos.
- d) La reducción de efectivos demográficos en las cohortes entre 25 y 44 años en los países del G-7 (Japón, Europa), ha contraído el consumo, la adquisición de la primera vivienda y la demanda de crédito, por lo que los tipos de interés reales han tendido a reducirse.
- e) La instrumentación de una política monetaria laxa por parte de la Reserva Federal durante un período de tiempo excesivo ha impulsado el precio de las acciones, los bonos y la propiedad inmobiliaria.
- f) Los regímenes de cambio de las economías asiáticas (*'dollar peg'*) han permitido el mantenimiento de sus tipos de interés en niveles bajos, dada la política monetaria expansiva vigente en Estados Unidos.
- g) Los inversores privados japoneses, ante los tipos de interés cuasi nulos existentes en su mercado doméstico, han volcado sus capitales en el mercado global.
- h) Las curvas de rendimiento de bonos están prediciendo erróneamente, aunque un impacto recesivo duradero de los precios del petróleo o un hundimiento del mercado de la vivienda darían la razón a su perfil intertemporal.



La economía mundial actual nada tiene que ver con la existente hace unos años, debido al incremento espectacular del apalancamiento de los flujos financieros y de la conexión tecnológica en tiempo real entre las distintas plazas que operan en un mercado global integrado. Las transacciones diarias en los mercados de divisas ya han alcanzado los 2 billones de dólares, duplicando el volumen en tan sólo un lustro. Y las transacciones diarias en los mercados de derivados financieros, que aparecieron a finales de 1980 y principios de 1990, ya totalizan el billón de dólares.

Las economías emergentes y emergidas de China, Corea del Sur, India, Brasil, etc. están reasignando geográficamente la producción a escala global, definiendo una nueva división internacional del trabajo y de los flujos de comercio, de inversión directa y de capitales financieros. La evolución futura de variables como los tipos de interés o los tipos de cambio vendrá conformada por estas nuevas realidades.

La Reserva Federal de Ben Bernanke deberá atender multilateralmente a estas cuestiones, junto a los bancos centrales de Europa y de la región Asia-Pacífico, con objeto de anticipar eventuales perturbaciones o desequilibrios globales ante los que la arquitectura financiera y económica actual (G-8, FMI) se mostrará incapaz de actuar como lo podía hacer en un pasado ya lejano configurado en Bretton Woods.

A corto plazo, la Reserva Federal bajo el mandato de Ben Bernanke deberá seguir la evolución del déficit público del Gobierno Federal y del déficit por cuenta corriente de la Balanza de pagos americana que, si tuvieran dificultades de financiación., podrían amenazar con una depreciación brusca del dólar.

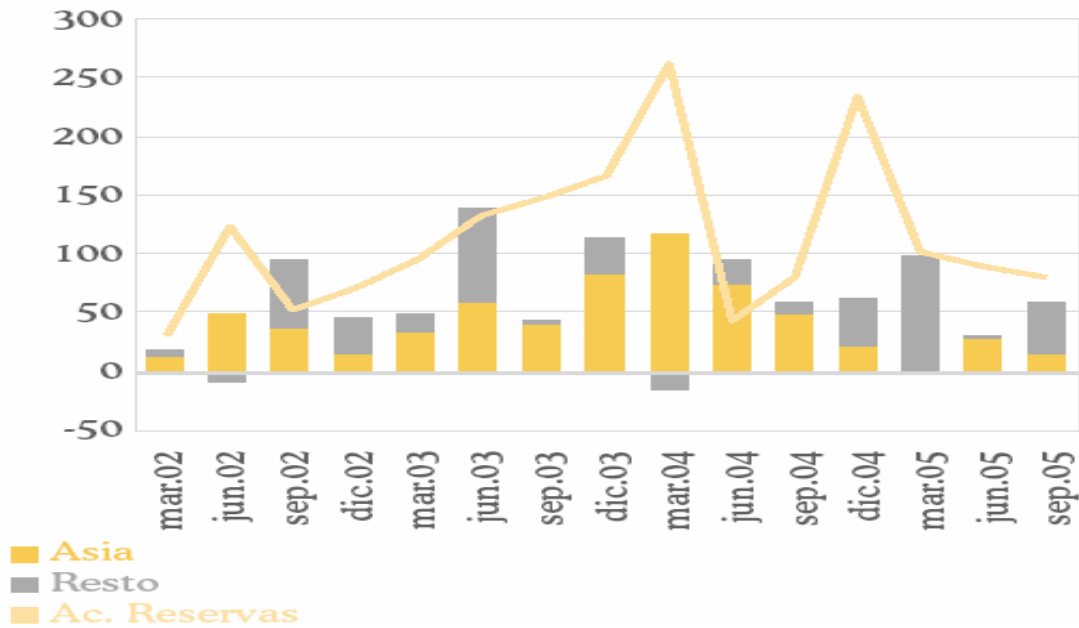
Recientemente, Bernanke ha acuñado el término '*global saving glut*' para referirse a la sobreabundancia global de liquidez, que ha llevado los tipos de interés a niveles muy bajos, alimentando el consumo, la inversión y el precio de los activos en Estados Unidos, que financia así fácilmente su déficit por cuenta corriente. Bernanke ha propuesto la utilización de la política fiscal para fomentar la tasa de ahorro de las familias americanas.

El profesor Bernanke ha defendido el gradualismo en la instrumentación de la política monetaria. De alguna manera, reconoció la existencia del denominado problema del 'cold turkey' cuando manifestó que la Reserva Federal tiene escasa capacidad de influencia directa, aunque sí indirecta, sobre precios tan importantes como el tipo de interés hipotecario, la rentabilidad de los bonos corporativos, el rendimiento de los bonos del Tesoro o las cotizaciones de las acciones y otros activos financieros.

De sus declaraciones precedentes a su nombramiento, Ben Bernanke considera que el incremento del precio de los activos inmobiliarios en Estados Unidos no está incubando una burbuja inmobiliaria, por lo que la política de tipos de interés al alza no amenaza un estallido en el sector de la vivienda

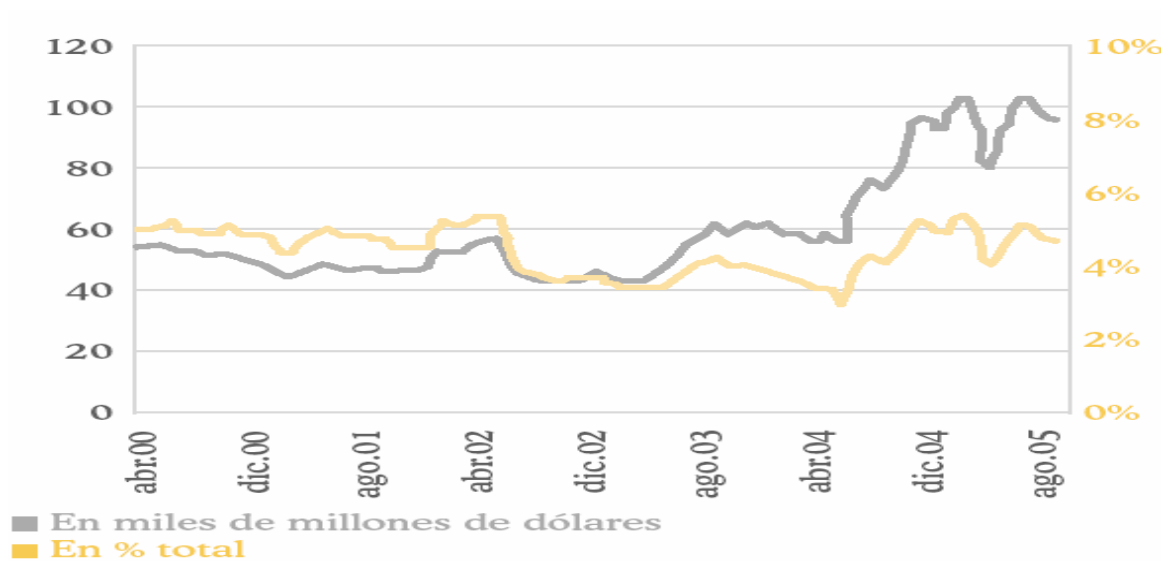
El mundo al revés. El Banco central chino tiene colocados unos 250.000 millones de sus reservas en bonos del Tesoro estadounidense. Un país muy dinámico como China, pero con una de las rentas per cápita más bajas del mundo, financiando el déficit presupuestario federal y –por vía inducida- el consumo familiar de la potencia económica global, con objeto de evitar las presiones apreciatorias sobre el renminbi yuan.

**RESERVAS DE DIVISAS Y SUSCRIPCIÓN DE BONOS DEL TESORO USA**  
Miles de millones de \$



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

**SUSCRIPCIÓN DE TREASURIES**  
Países miembros de la OPEP y Noruega



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

En el año 2002, China disponía de unas reservas de 213.000 millones de dólares. Apenas tres años después, las reservas de China han superado con creces los 700.000 millones de dólares.

Hace tan sólo una década, las siete principales economías asiáticas atesoraban 509.000 millones de dólares en reservas (36% del mundo, excluido Estados Unidos). Ahora, dichas economías acumulan 2.300.000 millones de dólares en reservas (60% del total global), que multiplican por diez las reservas de los países miembros del G-7.

Si los chinos y los japoneses dejaran de suscribir bonos americanos a los bajos tipos de interés vigentes, el dólar se depreciaría bruscamente (el yuan y el yen se apreciarían) y el tipo de interés americano recibiría un fuerte impulso al alza. Este escenario poco probable pero plausible, cortaría de raíz la alegría consumista americana y hundiría los precios de la vivienda, cuyos efectos desestabilizarían los apalancados intermediarios financieros estadounidenses. Debe tenerse en cuenta que las familias americanas utilizan su vivienda como aval en la demanda de créditos de consumo, como si fueran cajeros automáticos (ATM). La contracción de la economía real provocada por un recorte en el valor de los activos inmobiliarios americanos no tardaría en trasladarse al resto del mundo.

#### JAPÓN: DESPUNTA LA FLOR DEL CEREZO

La economía japonesa parece que quiere dejar atrás el estancamiento económico -con deflación desde 1998- en que se había instalado el país de los cerezos tras el estallido de las burbujas bursátil e inmobiliaria, hace ahora ya 15 años.

Los indicadores de consumo interno, inversión en equipo y las exportaciones, han repuntado. La tasa de desempleo es sólo del 4,4%. Por su parte, las reservas de divisas han escalado hasta la cifra récord de casi 850.000 millones de dólares, que se sitúan a la cabeza del mundo desde hace 71 meses consecutivos.

La aplastante victoria electoral de Junichiro Koizumi en las elecciones generales del 11 de septiembre 2005 ha insuflado confianza entre los inversores domésticos y extranjeros, que han impulsado el índice Nikkei de la Bolsa de Tokyo hasta cotas alrededor de los 13.000 puntos.

El sistema bancario japonés, que entró en barrena, debido al volumen de impagados y a la exposición de su riesgo durante la crisis asiática de 1997-98, ha saneado sus balances y enfrenta un nuevo proceso de consolidación y crecimiento del crédito.

Definitivamente, parece que esta vez la economía japonesa está consiguiendo salir del remolino que le ha hecho moverse en círculos (*'odoriba'*) alrededor del estancamiento deflacionario durante los últimos ejercicios.

En consecuencia, el Gobernador del Banco de Japón (BoJ), Toshihiko Fukui, está anunciando que la política monetaria de dinero al 0,1%, vigente desde 2001, empezará a modificarse cuando se consolide definitivamente la salida de la deflación y se detecte una evolución de los precios al alza. De hecho, los precios de los activos inmobiliarios

del mercado de la vivienda de Tokyo, Osaka y Nagoya, están invirtiendo su tendencia a la baja o de estancamiento en que han estado sumidos durante más de una década.

El incremento de la inversión extranjera en el Nikkei y en activos industriales e inmobiliarios, junto al repunte del tipo de interés japonés, augura una apreciación del yen.

Dicha orientación de la economía japonesa en la dirección adecuada incidirá favorablemente en la situación presente de los desequilibrios globales.

Por otra parte, Japón está beneficiándose del crecimiento de China, aunque las tormentosas relaciones diplomáticas entre ambos países obligue a camuflar la presencia empresarial del Imperio del Sol en el Imperio del Centro. Últimamente, estas relaciones se han agriado por el alineamiento de Japón con Taiwan, así como por las disputas territoriales en el mar de la China Oriental, dedido a la exploración de hidrocarburos, y por la construcción del oleoducto que debe suministrar el petróleo ruso y de Asia Central.

La victoria de Junichiro Koizumi en las urnas va a significar un cambio importante en Japón. En efecto, la convocatoria electoral se debió a la negativa de una parte de los diputados del mayoritario Partido Liberal Democrático (PLD) a la propuesta de privatización de la Caja Postal.

La reforma de los servicios postales no sólo permitirá la introducción de mayor eficiencia en una institución de 380.000 empleados (280.000 a pleno tiempo), sino que obligará a gestionar -siguiendo criterios de mercado- los 350 billones de yenes de activos (3,1 billones de dólares, 2,5 veces Citigroup) de las 24.000 oficinas de su entidad financiera. Hasta el momento presente, dichos fondos se destinaban de forma poco transparente y productiva a la financiación de infraestructuras adjudicadas por las Administraciones públicas, bajo el control de la vieja guardia del partido gubernamental PLD. La reforma de la Caja Postal representa una revolución en el partido político que domina la vida japonesa desde 1955 (excepto nueve meses en 1993-94). Adicionalmente, si la nueva entidad privatizada a partir de 2007 deja de absorber tanto papel público, puede incidir en el descenso del precio de los bonos y en el consiguiente aumento de los tipos de interés de su curva intertemporal de rendimiento.

Ahora, el primer ministro Junichiro Koizumi deberá afrontar las reformas fiscal y del sistema de pensiones, tratando de evitar que afecten negativamente al renacimiento del consumo. Debe tenerse presente que la deuda pública japonesa bate récords entre los países desarrollados, al alcanzar los 5,9 billons de euros, cifra que representa más del 150% del PIB. Ahora bien, también debe tenerse en cuenta que el 96% de los títulos públicos emitidos están en manos de inversores domésticos. Por su parte, el tipo impositivo del IVA se sitúa en un escuálido 5% y la presión fiscal (impuestos más Seguridad social) en sólo un 38%.

Este cambio de la sociedad japonesa también está operando en la estructura familiar, tal como se constata en las calles y en el metro de las grandes urbes niponas. Hasta ahora, el trabajo era masculino y la jornada laboral se alargaba mediante la socialización con los compañeros de la empresa. Últimamente, se valora más la vida en el hogar familiar. La reforma fiscal que impulsa el Gobierno quiere suprimir las deducciones fiscales de la

declaración conjunta, de las que sólo se pueden beneficiar las familias en que el cónyuge mujer tenga unos ingresos anuales inferiores a un millón de yenes, propios de un trabajo a tiempo parcial o poco cualificado. Ya no procede el matrimonio acordado por los progenitores, que había disparado la tasa de divorcios. El aumento de la independencia femenina se ha traducido en un cambio significativo en el ámbito personal, laboral y en unas posibilidades de progresión que les permite romper el techo de cristal (*glass ceiling*), favoreciendo así el aumento del consumo interno.

El frenesí laboral femenino en la sociedad japonesa, y la menor constitución de familias, agravará la baja tasa de natalidad nipona. El mercado de trabajo en Japón no ha incorporado mano de obra inmigrante, a diferencia del estadounidense o el europeo, por lo que la vía de ajuste ha sido la prolongación de la vida laboral activa mediante la postergación de la edad de jubilación. La elevada esperanza de vida de los ciudadanos japoneses ha derivado en que las personas mayores de 65 años representan el 20% de la población.

El cambio en Japón también incluye un retorno al ideal de ‘corazón sincero’ de la cultura Nara en los siglos VII y VIII, ya retomada por el culto al valor durante la restauración de la dinastía Meiji a finales del siglo XIX. Ahora, el abandono de la política de ‘pacifismo’ de las últimas décadas, recogido en el artículo 9 de la Constitución nipona, significa una vuelta a aquel nacionalismo que se expresa con las visitas regulares de los políticos japoneses al santuario de Yasukuni, ubicado en pleno centro de Tokyo, entre castaños centenarios que fueron plantados –precisamente– durante la restauración Meiji.

#### CHINA: CLAVE DE BÓVEDA DE LOS DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

China sigue instalada en su proceso de inserción en la economía mundial mediante un crecimiento del PIB en torno al 9%, con una inflación moderada del 3.5% y un tipo de interés de referencia del 5.8%.

Las tasas de crecimiento de la producción industrial, de las ventas minoristas, de la inversión en activos fijos y de las exportaciones, siguen evolucionando a un ritmo de vértigo.

La posibilidad de mantener un tipo de cambio del yuan relativamente depreciado en relación al dólar, en razón del régimen de su mercado de capitales, está traducándose en abultados superávits comerciales y la consiguiente acumulación de dólares en su reserva de divisas.

China está jugando un papel relevante en la coyuntura presente, por cuanto su capacidad exportadora basada en costes imbatibles y un tipo de cambio depreciado, está favoreciendo el mantenimiento de la inflación mundial en niveles muy bajos.

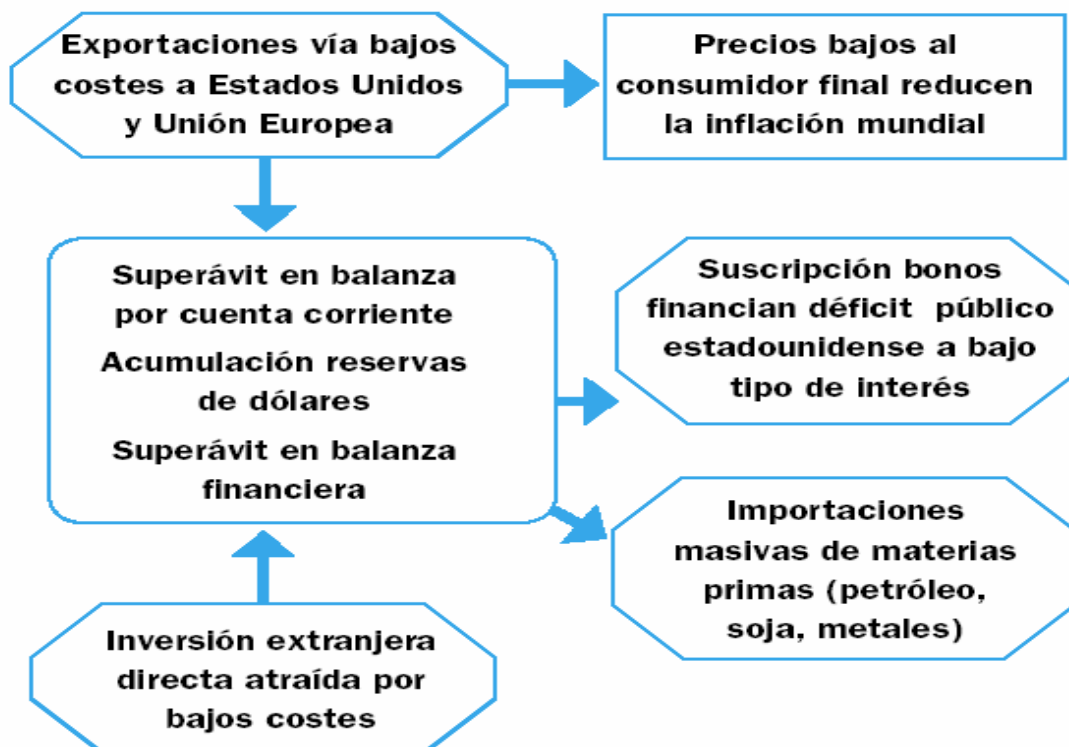
La competitividad de las exportaciones chinas está poniendo en cuestión el futuro industrial de algunos sectores tradicionales de altos costes laborales unitarios con establecimientos fabriles en los países desarrollados.

En contraprestación, China está empezando a desarrollar una capacidad de demanda interna en las áreas de Beijing-Tianjin, Shanghai-Jiangsu-Zhejiang y Guangzhou-Shenzen-Hong Kong, que puede empezar a redefinir su modelo de crecimiento basado exclusivamente en bajos salarios y tipo de cambio del yuan depreciado.

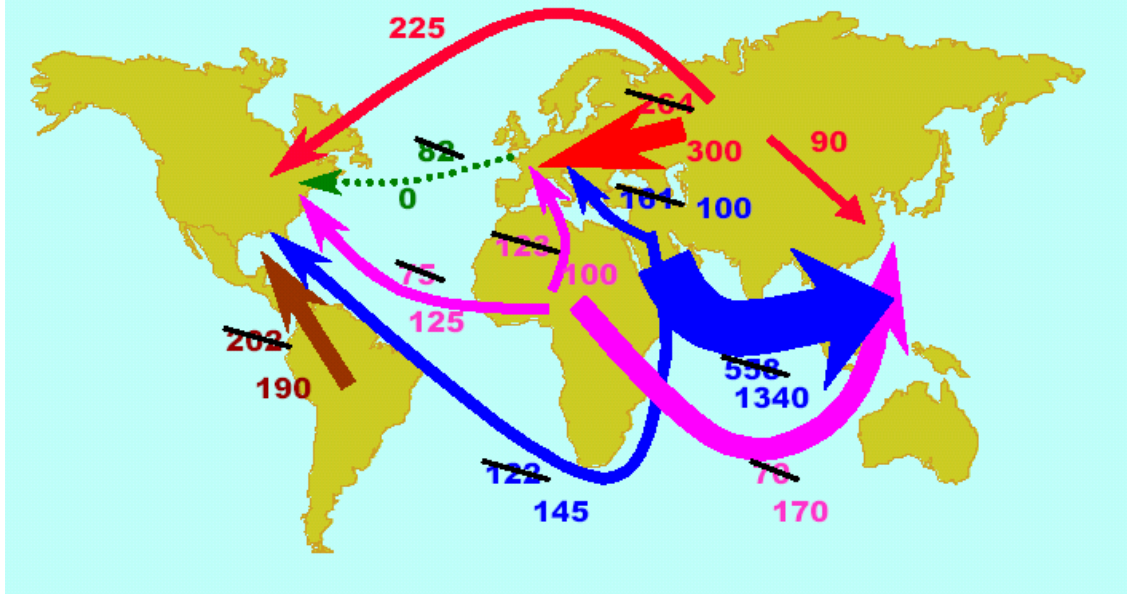
Con carácter simultáneo, la abultada reserva de dólares generada por las cuentas exteriores de China se destinan a la financiación del déficit público estadounidense y a la adquisición de materias primas energéticas, agrícolas y metales, que se traducen en superávits comerciales en terceros países, tales como los latinoamericanos.

Así pues, la economía china se ha convertido en uno de los países más activos en el comercio internacional. Su competitividad exportadora le ha reportado un gigantesco superávit comercial con Estados Unidos, al tiempo que atrae importantes flujos de inversión extranjera directa del resto del mundo. La acumulación de unas reservas de más de 700.000 millones de dólares, derivadas tanto de su cuenta corriente como de su cuenta financiera, se recicla en parte mediante la suscripción de bonos (denominados en dólares) del Tesoro americano –que financia así su déficit público y mantiene bajos sus tipos de interés- y posibilita la adquisición de las materias primas (petróleo, metales, soja) que alimentan el crecimiento económico chino.

## **EL PAPEL DE LA REPÚBLICA POPULAR CHINA EN LA COYUNTURA ECONÓMICA MUNDIAL**



Mn T



## EL TIPO DE CAMBIO DEL RENMINBI-YUAN Y LA CUENTA FINANCIERA DE LA ECONOMÍA CHINA

China vinculó su divisa exclusivamente al dólar el 1 de enero de 1994. Desde 1977, su régimen cambiario fijó la paridad cuasi-fija (*currency peg*) en 8.28 yuanes por dólar, en un marco de control de capitales que le permitió evitar el contagio de la crisis asiática que afectó al baht tailandés, al ringgit malayo, a la rupia indonesia, al won surcoreano, al dólar de Hong Kong o al peso filipino.

El tipo de cambio depreciado del yuan y de otras divisas asiáticas respecto al dólar les ha permitido generar abultados superávits por cuenta corriente frente a Estados Unidos. Algunas autoridades económicas (Unión Europea, Canadá, Australia, Nueva Zelanda) consideran que la rigidez del régimen cambiario chino ha trasladado a sus divisas el ajuste frente al dólar.

## 'BEAUTY CONTEST' DÓLAR VS. EURO



(+) TIPO DE INTERÉS  
(DIFERENCIAL CON EL €)

(+) CICLO ECONÓMICO  
EXPANSIVO

(+) PRODUCTIVIDAD ALTA

(+) RESERVAS ASIÁTICAS EN \$

(-) APRECIACIÓN DEL  
RENMINBI YUAN

(-) DÉFICIT POR CUENTA  
CORRIENTE

(-) TIPOS DE INTERÉS  
(DIFERENCIAL CON EL \$)

(-) CICLO ECONÓMICO  
ESTANCADO

(-) FRACASO ESTRATEGIA  
DE LISBOA

(-) REFERENDOS  
CONSTITUCIÓN EUROPEA

(+) INFLACIÓN BAJO CONTROL

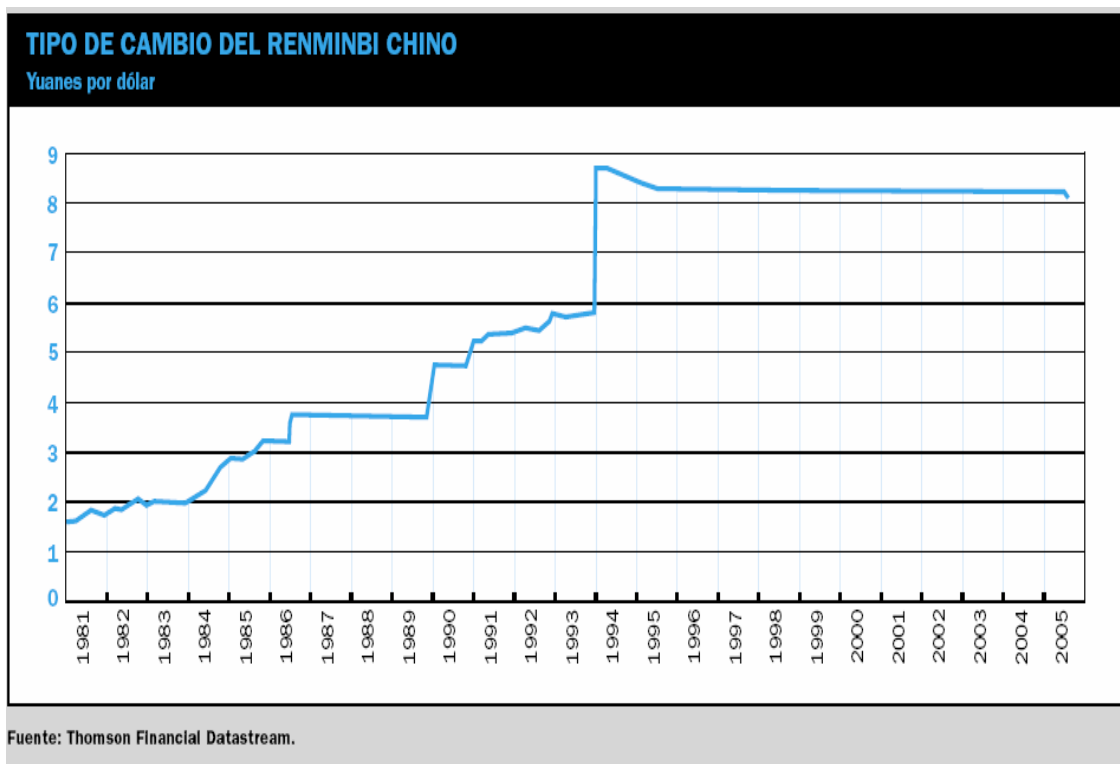
(+) SUPERÁVIT EXTERIOR  
ÁREA EURO

Las autoridades económicas chinas recibieron fuertes presiones por parte de los países del G-7 reunidos en Dubai (19-20 de septiembre de 2003) para que modificaran su régimen cambiario. El Departamento del Tesoro y el de Comercio de Estados Unidos han sido especialmente activos en dicha línea. En el Senado americano, el senador demócrata por Nueva York, Charles Schumer, y el senador republicano por Carolina del Sur, Lindsey Graham, llegaron a proponer la imposición de un arancel del 27,5% a las importaciones procedentes de China en caso de que no revaluara el renminbi. En la Cámara de Representantes, el congresista demócrata Tim Ryan y el republicano Duncan Hunter han clamado por una declaración condenatoria de la 'manipulación cambiaria' china como atentadora del libre comercio. Por su parte, el Gobierno chino aduce que el desequilibrio de las cuentas exteriores americanas tiene que ver con el desafortado consumo de sus ciudadanos, su escasa propensión al ahorro, la demanda de inversión de sus empresas y la falta de prodigalidad del Tío Sam.

En cualquier caso, el pasado 21 de julio 2005, el Banco Central de China (*People's Bank of China*) decidió una revaluación del 2,1% del renminbi (la '*moneda del pueblo*', de la que el yuan es su unidad de cuenta), situando el tipo de cambio central en 8,1 yuanes por dólar, tomando como referencia una cesta de monedas, y la apertura de un



margen de fluctuación del 0,3%. En septiembre 2005, China ha ensanchado la banda de fluctuación respecto a la media de aquella cesta desde el 1,5% hasta el 3%.



No parece que esta decisión pueda incidir en una reducción del déficit comercial de Estados Unidos –que se origina en una tercera parte en sus intercambios con China-, pero significa un paso en favor de un régimen cambiario y una cuenta financiera acorde con el papel de la economía china en el comercio mundial. A partir de las declaraciones del Gobernador del *People's Bank of China*, Zhou Xiaochuan, algunos analistas han aventurado una improbable segunda decisión apreciativa del yuan del orden del 3%, que totalizaría una revaluación del 5% de la divisa china en el ejercicio 2005. En cualquier caso, el gradualismo y secuencialidad de esta transición permitirá un ajuste suave de algunos desequilibrios económicos globales sobre los que China actúa como *clave de bóveda*.

Estas expectativas de apreciación del renminbi atraen flujos de capitales especulativos (*hot money*) hacia China, que podrían recalentar el sector inmobiliario urbano y han obligado al Banco Central chino a una intensa actividad de drenaje de liquidez mediante operaciones de esterilización monetaria.

Las autoridades económicas chinas están reproduciendo la política de tipo de cambio que instrumentaron los japoneses cuando abrieron su economía al comercio exterior. China basa su crecimiento en el sector exportador de las provincias costeras (Beijing, Tianjin, Jiangsu, Shanghai, Zhejiang, Guangdong) beneficiadas por la inversión extranjera directa. La difusión de este dinamismo a las provincias pobres del interior (Sichuan, Yunnan, Guizhou, etc.) está todavía por dilucidar, agravando los desequilibrios territoriales que constriñen las decisiones políticas. Si se excluyen las

exportaciones de las empresas creadas por la inversión extranjera, el superávit comercial exterior chino se diluye. Además, China registra intercambios comerciales equilibrados (incluso deficitarios) con el resto de Asia (Japón, Corea, Taiwan), con Alemania y con América Latina.

Ahora bien, la apreciación del renminbi favorecerá un crecimiento de la economía asentado en menores tensiones inflacionistas. Por su parte, la reducción de la compra de dólares concederá un mayor margen de maniobra a la actual política monetaria esterilizadora del Banco Central chino, que ya está anticipando el deseable incremento del peso de la demanda interna de consumo privado en la composición del PIB.

No debe olvidarse que la mayor preocupación de las autoridades chinas se orienta hacia la creación sostenida de empleo, que absorba los excedentes laborales de su ineficiente aparato productivo (empresas estatales, SOE) y la previsiblemente creciente presión migratoria desde las zonas rurales a las áreas urbanas (a pesar de la política del *'hukou'*, que garantiza la provisión de servicios sociales sólo en la zona de origen). En total, según el Gobierno chino, la estabilidad social requiere la creación de unos 15 a 20 millones de empleos nuevos anuales.

Por otra parte, la progresiva adopción de regímenes cambiarios más flexibles y de menores controles sobre los movimientos de capitales en la región Asia-Pacífico, tras la imprescindible reforma de sus sistemas financieros, permitirá absorber eventuales choques exógenos sobre las economías y concederá un margen más amplio en la gestión de los desequilibrios en sus cuentas exteriores, eludiendo la exposición de su divisa a posibles ataques especulativos.

Recientemente, los estrechos mercados de capitales en China han dado un paso significativo mediante la autorización de la primera emisión de bonos denominados en renminbis por parte de instituciones extranjeras (*panda bonds*). Esta decisión facilitará el desarrollo incipiente de un mercado doméstico de bonos, que proveerá de liquidez y de la correspondiente curva de rendimientos de referencia, de especial trascendencia ante la posible revaluación futura de la divisa china.

La disponibilidad de un mercado de capitales en China requerirá, adicionalmente, del desarrollo institucional que asiente la confianza de los inversores y prestatarios, tales como la consolidación de intermediarios y bancos de inversión, la configuración de un sistema de precios que transmita información, la mejora del gobierno corporativo de las empresas y bancos, la liberalización de los tipos de interés y una calificación crediticia creíble y fiable.

Por su parte, las bolsas de valores de Shanghai y Shenzhen reflejan con sus pobres resultados la situación financiera de los bancos chinos –única vía de financiación de las empresas- y de las propias empresas estatales. En este sentido, la privatización de parte de su capital puede inundar de papel (mojado) el mercado bursátil, donde las empresas privadas escasamente alcanzan a representar el 10% del total. No obstante, el desarrollo del sector privado y la gestión de los futuros fondos de pensiones requiere la creación y consolidación de un mercado de capitales que provea la liquidez necesaria para afrontar un futuro económico más allá del actual nivel de desarrollo de la actividad manufacturera.

Una economía tan dinámica como la zona Asia-Pacífico debería estar importando capitales en lugar de exportarlos. La posibilidad de que las empresas chinas puedan tomar a préstamo en emisiones globales denominadas en moneda local puede favorecer la corrección de los desequilibrios económicos globales que afloran en la coyuntura presente. Y, una vez flexibilizados los estrictos controles a las salidas de capital, el enorme ahorro privado chino encontrará alternativas más rentables que los magros intereses con que retribuye sus pasivos el ineficiente sistema financiero.

Esta dilución del denominado pecado original (*original sin*) de las economías emergentes, facilitará a las empresas locales chinas un endeudamiento a largo plazo en divisa doméstica y reducirá así su exposición a perturbaciones cambiarias del dólar que pudieran afectar la viabilidad financiera de sus inversiones en el propio país. Además, el desarrollo del mercado de capitales en China minorará el potencial riesgo sistémico de una crisis que podría desestabilizar una economía cuya financiación se concentra ahora en el frágil sistema bancario, tal como sucediera en la región Asia-Pacífico durante la crisis de 1997 (*double mismatch*).

#### EPÍLOGO: CRISIS AVIAR Y ECONOMÍA, TEMOR ANTE LA PSICOSIS DEL CONSUMIDOR

La globalización de la actividad económica ha acortado las distancias geográficas y temporales. Como decía un personaje de un film futurista: “Estoy a media hora de ahí, pero llego en diez minutos”. El ‘efecto mariposa’ -relativo a que un fenómeno que sucede allende los mares acaba por afectarnos- se ha visto superado, por cuanto cualquier acontecimiento incide en nuestras vidas tal como se está desarrollando (“dónde sea y a la hora que sea”). La crisis de la gripe aviar sigue este mismo patrón, desde su aparición en diciembre de 2003.

La comunidad humana ha sufrido tres pandemias debidas al “virus de la gripe A” en el último siglo: la conocida como gripe española (1918-1919), la gripe asiática (1957-1958) y la gripe de Hong Kong (1968-1969).

El virus actual (virus gripal A (H5N1)) se asemeja al de la gripe de 1918, que provocó entre 20 y 50 millones de fallecimientos, dado el escaso desarrollo científico y la ínfima cobertura sanitaria de la época. El virus H5N1 se trata de un virus ante el que el ser humano no es inmune y ha sido capaz de replicarse en personas, aunque la cepa todavía no ha mutado ni se ha transmitido como pandemia entre seres humanos, de persona a persona.

La actual gripe aviar ha afectado a aves de corral y salvajes, provocando la muerte natural o por sacrificio de decenas de millones de aves, mayoritariamente en países asiáticos. La gripe aviar ha afectado también a otras especies animales (cerdos, gatos), habiéndose diagnosticado más de un centenar de casos de contagio entre seres humanos y docenas de fallecidos en Vietnam, Tailandia, Indonesia, Camboya y China.

La prevención contra el virus H5N1 obliga a la investigación, fabricación y almacenamiento de tratamientos antivirales por parte de los laboratorios farmacéuticos más innovadores en materia de vacunas (‘Tamiflu’ de Roche, Novartis, Sanofi-Aventis, GlaxoSmithKline). El acopio de antivirales por parte de los Sistemas de Salud debería

alcanzar un porcentaje significativo de la población, con objeto de transmitir la confianza necesaria.

Los Organismos internacionales (Organización Mundial de la Salud (OMS), Organismo de Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO)), los Estados (Secretaría de Salud de Estados Unidos, Comisaría de Salud y Protección de los Consumidores de la Unión Europea, etc.) están tomando acciones y medidas preventivas basadas en la cooperación internacional, tales como la prohibición de la importación de aves vivas y plumas desde las áreas afectadas, la prohibición de la cría de aves de corral al aire libre para evitar su exposición al contacto con las aves migratorias, la prohibición de ferias, mercados, exposiciones o concentraciones de aves, con objeto de cortocircuitar los brotes de gripe aviar y establecer los correspondientes sistemas de información y alerta.

Los 600 representantes de los 100 países reunidos en la Cumbre Mundial sobre la Gripe Aviar, convocada por la Organización Mundial de la Salud (OMS) en Ginebra (7-9 de noviembre 2005), han reclamado más recursos para evitar el colapso en el continente asiático.

El Banco Mundial ha estimado que la conversión de la gripe aviar en una pandemia provocaría una contracción del crecimiento económico mundial en un mínimo del 2%. Por su parte, el Banco Asiático de Desarrollo ha advertido que un tratamiento irresponsable ante una eventual pandemia duradera en Asia impactaría de lleno en su crecimiento económico y en el comercio mundial, debido al miedo psicológico de los consumidores, los trabajadores, los viajeros, los inversores y los transportistas internacionales.

La seguridad alimentaria se ha revelado como una de las demandas de las sociedades avanzadas, como quedó constatado durante las crisis de la encefalitis espongiforme bovina ('vacas locas'), la crisis de la dioxina de los pollos en Bélgica en 1999, el virus de la neumonía atípica (síndrome agudo respiratorio severo (SARS)), o la actual crisis aviar.

Ante dichas situaciones, los consumidores reaccionan con psicosis colectivas impulsivas que reducen la demanda del producto, desviando sus decisiones de compra hacia productos sustitutivos. La crisis aviar puede afectar al consumo de pollo fresco, que representa el 25% de la carne fresca que se consume en los hogares españoles, desviando la demanda hacia el cerdo, el cordero o el pescado. De hecho, los precios de referencia para las aves y los huevos de la lonja de Bellpuig ya han reflejado dicha psicosis infundada.

Debido a ese temor, la Unión Europea ha establecido estrictas exigencias de 'trazabilidad' a lo largo de la cadena alimentaria de la avicultura. La nueva normativa europea del sector avícola obliga a una distancia mínima de 500 metros entre explotaciones, la cumplimentación de libros de explotación, el seguimiento de rigurosos controles sanitarios en aras a la seguridad alimentaria, del bienestar animal y de la sostenibilidad medioambiental. Mayoritariamente, las granjas avícolas europeas tienen un sistema de producción cerrado e integrado verticalmente, que facilita el control de la trazabilidad desde el nacimiento hasta el sacrificio de las aves. Desde el año 2004, la

avicultura de puesta está obligada a presentar el producto al consumidor con un sistema de marcado cuyo código identificativo informa del país, provincia, municipio y granja.

Las asociaciones de productores, mataderos, mercados mayoristas, hipermercados, supermercados, pequeño comercio y las propias administraciones públicas están tomando medidas regulatorias (congelación de miles de toneladas) e informativas, con objeto de evitar un mayor impacto económico negativo.

Ante el virus, en el momento presente, procede una buena dosis de la vacuna de la calma. El virus más contagioso es el del miedo.