

EL REAL Y EL PESO: DURO DESPERTAR

Problemas monetarios en Brasil y México

Hasta la quincena pasada, América Latina había evitado *a crise*, como los brasileños la llaman. Pero ya no. La semana que comenzó el 6 de octubre, el real brasileño y el peso mexicano se desplomaron (VER GRÁFICA), igual que las bolsas de valores. Durante la semana siguiente tuvieron una modesta recuperación. Sin embargo, la confianza en la reciente estabilidad de la región ha salido perjudicada.

Ambos movimientos monetarios fueron inesperados y violentos, y provocaron la intervención de los bancos centrales de ambos países. En sólo unas horas, México tuvo que invertir 10% de sus reservas en apoyar al peso. Algunos inversionistas extranjeros comenzaron a vender activos latinoamericanos para cubrir sus pérdidas en casa. Una vez que comenzó, el deslizamiento monetario suscitó un nerviosismo colectivo que hizo que muchos buscaran seguridad en el dólar. Esto sucedió luego de varios años durante los cuales México trabajó para crear confianza en la estabilidad de la libre flotación del peso. "Lamentablemente, no se puede evitar un reflejo desarrollado a lo largo de décadas de crisis financieras", dice Damian Fraser, de UBS, un banco de inversión.

El deslizamiento del peso se agravó por la venta de contratos de derivados que habían sido lucrativos mientras la moneda era estable. Comercial Mexicana, una gran cadena de tiendas, perdió 4 mil millones de dólares (mdd) en instrumentos derivados y el 9 de octubre decidió acogerse a la ley de quiebras.

Algo similar pasó en Brasil. Entre las exportaciones brasileñas se cuenta una amplia variedad de materias primas, así que los inversionistas comenzaban a ver en el real un abanderado del crecimiento económico global. Cuando comenzó a caer, se dispararon las pérdidas en derivados, igual que en México. El Grupo Votorantim, conglomerado industrial de exportaciones, utilizó los derivados como cobertura. Y ganó alrededor de 2 mil millones de reales (924 mdd a la tasa de cambio más reciente) durante los años anteriores, mientras el real subía. Pero a principios de este mes el real se desplomó por debajo de la banda especificada en los contratos, lo cual desencadenó la ejecución de cláusulas penales. El 10 de octubre, la empresa anunció que había erogado 2 mil 200 millo-



El presidente de Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, durante una alocución a principios de octubre en Sao Paulo, donde abogó por un tratado de libre comercio global, lo cual es uno de los principales pasos para evitar que la economía mundial entre en caos, expresó ■ Foto Ap

nes de reales para liberarse de contratos problemáticos.

Una hipótesis es que los movimientos cambiarios fueron tan bruscos porque a los agentes monetarios se les dificulta obte-

ner crédito, como a todos los demás, lo que ha reducido el volumen de transacciones. Sea como fuere, la confusión monetaria tendrá efectos económicos. Hasta hace poco los brasileños

se preocupaban de que el rápido fortalecimiento del real restara competitividad a sus exportaciones. Ahora se preocupan por lo contrario. Una moneda más débil podría significar una inflación más alta, porque las importaciones se encarecen.

Los bancos centrales, tanto en Brasil como en México, han trabajado mucho para lograr credibilidad en su combate contra la inflación. El año pasado ambos elevaron sus tasas de interés. Es probable que lo hagan de nuevo, ya que la recesión mundial, y la baja de los precios de materias primas, reducen el ritmo de sus economías, o bien deberán abandonar sus objetivos de inflación.

Hasta el mes pasado, la mayoría de analistas esperaba un crecimiento de 4.5% en Brasil y de 3% en México para el próximo año. A partir de entonces han recortado casi punto y medio porcentual esas cifras. Aun así, esto no indica un auge, sino una desaceleración. En el caso de Brasil, es saludable, ya que la economía no puede satisfacer la demanda doméstica (que ha crecido 8% este año) sin una

inflación más alta, señala Arminio Fraga, administrador de fondos y ex presidente del banco central.

Incluso antes del desplome monetario las empresas de ambos países resentían ya las restricciones crediticias. Los bancos habían dejado de renovar líneas de crédito para financiamientos comerciales. El banco central de Brasil intervino para otorgar financiamiento a exportadores.

Ambos países tienen experiencias recientes de pánicos financieros. En consecuencia, sus sistemas bancarios son sólidos y se administran de manera conservadora. Al menos esta vez la debilidad monetaria no debería tener efectos devastadores sobre las finanzas públicas ni propiciar temores sobre su capacidad para pagar deudas. En la actualidad, ambos gobiernos pueden tomar prestado de sus propias divisas. La pregunta permanente es cuánto tiempo durará este ataque de inestabilidad monetaria.





El cohete *Gran Marcha 4B* despegó el sábado pasado desde la base espacial de Taiyuan (norte de China) para poner en órbita dos satélites de investigación del llamado Grupo 03 ■ Foto Ap

Con casi 2 billones de dólares, las reservas monetarias chinas son las más grandes del mundo. En general, esto es positivo, ya que amortigua dificultades en la balanza de pagos que afrontan algunos países europeos. Sin embargo, resulta preocupante el impacto de los crecientes flujos en la oferta doméstica de dinero. Conforme la atención se desplaza de la amenaza de inflación doméstica al titubeante crecimiento de las exportaciones, la magnitud y velocidad de los flujos de "dinero caliente" atraídos por una posible revaluación del renminbi se han convertido en una preocupación adicional. Aunque el sector bancario de China permanece aislado del caos financiero externo, los inexplicables y enormes flujos financieros ponen en riesgo al sistema local.

Las reservas de divisas de China se elevaron a un billón 906 mil millones de dólares a finales de septiembre de 2008 (32.9% anual). Las crisis financieras asiáticas de 1997 y 1998 enseñaron a ese país la importancia de construir saludables reservas de divisas extranjeras; este aumento es también la otra cara de la política de controlar la tasa de cambio del renminbi con la finalidad de impulsar las exportaciones.

Sin embargo, durante años el gobierno se ha preocupado por el impacto de los flujos masivos en la liquidez doméstica. En gran parte han sido esterilizados por la intervención del banco central, pero es más difícil para el gobierno manejar la presión internacional para que revalúe el renminbi, la cual crece entre más aumentan

CHINA: ¿DEMASIADO DINERO?

las reservas chinas. Las presiones inflacionarias domésticas de principios de este año no modificaron esas expectativas.

Una preocupación adicional es la composición de los flujos. En trimestres recientes, el aumento de las reservas chinas ha sido superior a las ganancias que pudieran atribuirse al superávit de su comercio de mercancías y a los flujos de inversión extranjera directa. Parte de la diferencia la explica el "dinero caliente" que apuesta a la revaluación del renminbi. Es difícil saber cuánto, debido a diversos factores, como la falta de registro de pagos comerciales. En combinación, estos factores representan una enorme categoría residual de "flujos inexplicables" en las reservas de divisas extranjeras de China.

El problema con los flujos de dinero caliente es que con toda probabilidad se irán un día. En parte, por esta razón el renminbi no es libremente convertible en la cuenta de capital. La preocupación por el efecto desestabilizador de entradas especulativas provocó que el gobierno, a principios de agosto, restringiera los flujos que pudieran ser especulativos, sea que apuesten a una revaluación del renminbi o pretendan invertir en el mercado inmobiliario, o las dos cosas.

La perspectiva del año para la economía global ha originado un

cambio en el énfasis de la política china. Cierta moderación en el precio de productos agrícolas y petróleo ha propiciado la reducción de la inflación nominal, pero las presiones de los precios persisten. La preocupación se enfoca ahora en la necesidad de apoyar la producción económica ante el lento crecimiento de la demanda de manufacturas chinas en el extranjero.

El resultado ha sido una suspensión de la revaluación del renminbi. Es más, los contratos a plazo fijo no convertibles (*non-deliverable forwards*) en renminbis han comenzado a considerar la posibilidad de una pequeña devaluación en 2009. Dos reducciones de las tasas de interés han disminuido también el atractivo de sostener la moneda. En consecuencia, las reservas extranjeras han aumentado de manera más moderada, de 153 mil 900 millones de dólares (mdd) durante el primer trimestre de 2008 y 126 mil 600 mdd durante el segundo, a 96 mil 800 mdd en el tercero.

Parece claro que las reservas chinas son aún cuantiosas y su incremento durante el tercer trimestre continuó siendo sustancial, aunque es relevante que el aumento de septiembre, de 21 mil 400 mdd, haya sido inferior a los 29 mil 300 mdd del superávit comercial. Si China continúa atrayendo flujos de dinero calien-

te, podría esperarse que el aumento de las reservas exceda el combinado total del superávit comercial y flujos de inversión extranjera directa (6 mil 600 mdd en septiembre).

No es posible hacer un cálculo preciso. En primer lugar, no se conoce la composición exacta de las reservas extranjeras de China, así que sólo se puede hacer un cálculo aproximado del efecto de la revaluación del dólar estadounidense sobre el valor de otras divisas en la mezcla de reservas; asimismo, puede que las pérdidas de China por inversiones en el extranjero y la política para reducir los flujos de dinero caliente surtan algún efecto. Es evidente, sin embargo, que China ya no recibe flujos de dinero caliente y tal vez experimente salidas significativas, y que el aumento de las reservas se mantendrá en territorio positivo sólo por el superávit comercial y los flujos de inversión extranjera.

Panorama de riesgo

A la larga, las enormes reservas de China son un problema para sus gobernantes, así que una reversión de las entradas de dinero caliente representa una disminución del riesgo: se reduce el riesgo de que la liquidez doméstica se vea deformada por estos flujos y de que ocurran salidas masivas repentinas en algún momento.

Es todavía muy temprano para decir si esta reversión será prolongada. Las tasas de interés se reducen y, en ciudades claves, los valores de los bienes raíces se desploman. Las empresas extranjeras podrían sentirse cada vez más inclinadas a enviar las ganancias que sus oficinas matrices requieren en sus países de origen. Sin embargo, la confusión financiera se ha profundizado en el mundo desde finales de septiembre y, si persisten las malas noticias, la economía estatizada de China, protegida por controles de capital, podría resultar una opción segura en comparación con otras partes del mundo.

Sin embargo, a pesar de las desmedidas reservas financieras de China y del impacto casi siempre positivo de una disminución en la acumulación de reservas y un estancamiento de los flujos de dinero caliente, no se sabe a ciencia cierta cuánto de éste ha entrado a China y, por tanto, qué tan desestabilizadora podría ser su repentina salida en el futuro.

La continua confusión financiera mundial podría conducir a una mayor pérdida de confianza en los mercados emergentes; por ejemplo, los problemas en la vecina Corea del Sur podrían generar un riesgo de contagio en todo el este de Asia.

Lo ideal sería una salida ordenada y gradual del dinero caliente de China, pero si considerables salidas de éste se conjugan con una incierta perspectiva del comercio exterior, no puede descartarse un desplome relativamente rápido de las reservas chinas. La cuenta de capital cerrada no es una garantía a contra esto —ni contra ningún problema en el sector bancario nacional que pudiera producirse después—, mientras los flujos financieros bilaterales cada vez más grandes y cada vez más complejos de China ocasionan que los fondos extranjeros abandonen el país.

Con reservas que tal vez excedan los 2 billones de dólares a principios de 2009, China no está en peligro de una crisis de divisas similar a las que afectan a algunas economías europeas. Sin embargo, las ventajas de tener una moneda sobrevalorada, en vez de una divisa subvalorada que fomente las exportaciones, se hacen cada vez más evidentes.

Un crecimiento económico más lento en 2009, junto con esfuerzos gubernamentales por fomentar la demanda doméstica, podría encaminar la economía hacia un desarrollo más sustentable con menos distorsiones financieras. Éste parece ser el panorama más probable. Pero aún hay riesgo de que un repentino descenso en el ritmo del crecimiento el año próximo provoque más problemas de los esperados en el sistema bancario local, lo que crearía mayores complicaciones en el futuro, dependiendo de la buena voluntad del Estado y de su capacidad de apoyar a sus instituciones financieras.

FUENTE: EIU

