

Opini3n financiera

GLOSAS MARGINALES

Reservas y opiniones: antes, documentarse

EVERARDO ELIZONDO



Allá por febrero de este año, presenté en un foro académico unas cuantas (cinco) precisiones sobre cuestiones monetarias.

De entonces a la fecha, me doy cuenta de que quizá subestimé el número de puntualizaciones convenientes. En el texto original incluí una sección sobre las reservas internacionales de divisas del Banco de México, cuya intención era explicar su naturaleza y significación. Desde luego, el tema ameritaba seguramente un tratamiento mucho más extenso del que le dediqué.

Fuere como haya sido hace más de seis meses, lo cierto es que en el pasado más reciente he encontrado que el asunto de las reservas se presta para muchas confusiones entre legos —y aun entre enterados.

Por ejemplo, hace unos cuantos días aparecieron varios artículos periodísticos con tono preocupado, cuya parte sustantiva (es un decir) pretendía relacionar la reducción del dinamismo de las remesas familiares y la turbulencia reciente de los mercados financieros internacionales, con el nivel y el futuro crecimiento de las reservas oficiales de divisas. El único problema que exhiben tales inquietudes (y otras de la misma índole, expresadas de viva voz) es que tal conexión no existe en la realidad. Me explico con la ayuda de algunas cifras históricas.

En diciembre 1999, el saldo de las reservas internacionales de divisas del Banco de México ascendía (en números redondos) a 30,700 millones de dólares. Al final del año pasado, la cifra correspondiente alcanzó 67,700 millones. Así pues, en el periodo considerado las reservas aumentaron unos 37,000 millones. Para mi propósito, resulta conveniente echar una ojeada a las corrientes de recursos que determinaron dicho crecimiento.

De 1999 a 2006, el Banco de México adquirió de Pemex (en términos netos) un poco más de 111,000 millones de dólares. Además, captó unos 7,200 millones de otras fuentes (incluyendo el rendimiento de la propia reserva). Por otro lado, el Banco le vendió en ese lapso al Gobierno federal alrededor de 63,500 millones, y vendió otros 17,500 millones al mercado, a través del sistema bancario.

Así pues, y en resumen, la acumulación de reservas en Banxico ha sido resultado principalmente de un hecho clave: Pemex tiene la obligación de realizar con el Banco todas sus operaciones cambiarias. El Gobierno federal está sujeto al mismo requerimiento, pero con la diferencia crucial de que éste ha sido un demandante neto de divisas. En cuanto las transacciones con el mercado abierto, conviene señalar dos características importantes: 1) las operaciones del Banco no han sido discrecionales; al contrario, se han ceñido a mecanismos automáticos (los cuales son del conocimien-

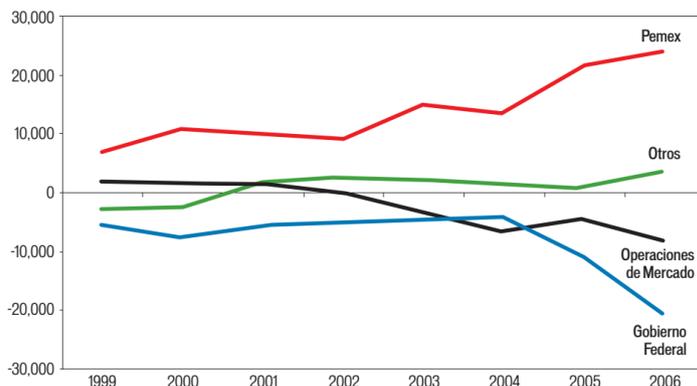
to público); y, 2) durante el lapso referido, Banxico ha sido un oferente (subrayado) neto de divisas. Puede ser que la ilustración siguiente ayude a apreciar mejor los movimientos descritos.

¿Qué quiere decir todo lo dicho? Básicamente, dos cosas: 1) que el fortalecimiento de las reservas no ha tenido nada que ver con las remesas que los trabajadores mexicanos envían del extranjero, o con las fluctuaciones de los flujos de capital de los particulares: unas y otros se mueven en un mercado cambiario privado, donde no interviene el Banco de México; y, 2) que lo anterior es la consecuencia necesaria, por un lado, de la existencia respetada de un régimen formal de flotación del peso y, por el otro, del marco normativo aplicable al sector público.

Podría ser que las consideraciones previas contribuyan a disipar los equívocos a los que aludí. Pero, en los tiempos que corren, no cabe abrigar muchas esperanzas.

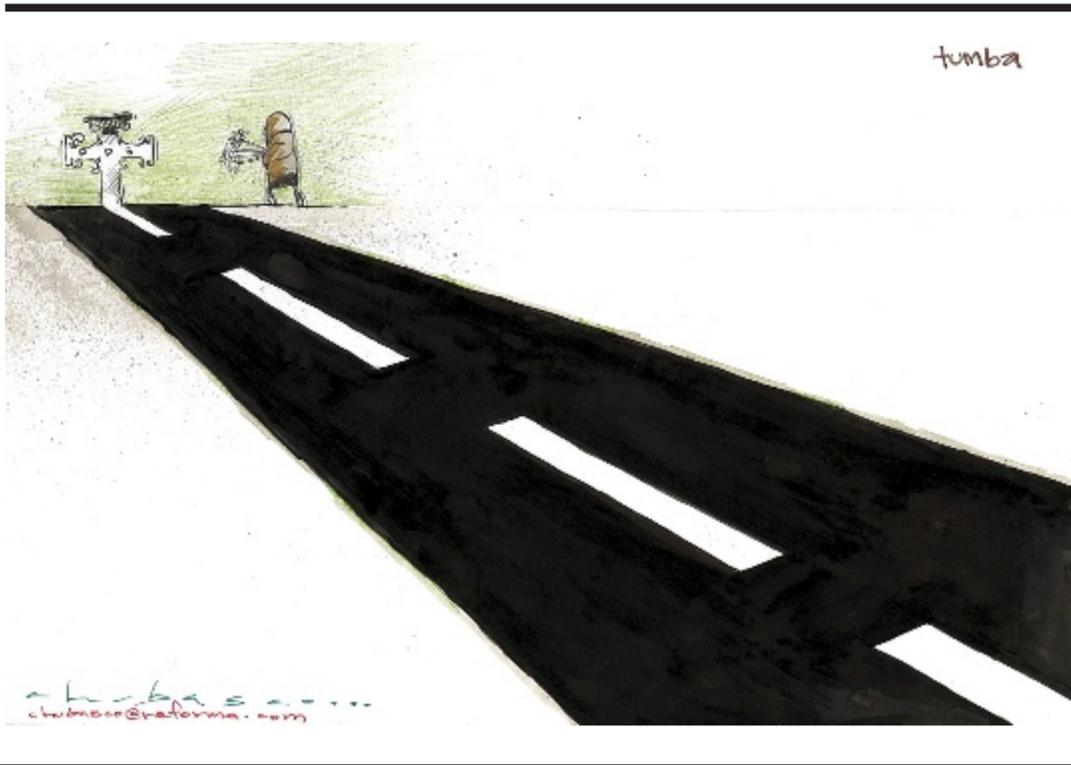
FLUJO DE RESERVAS INTERNACIONALES: 1999-2006

(por fuentes, millones de dólares)



Como dice con realismo Umberto Eco: "por lo general, la gente no tiene ganas de escuchar". (Tomé la frase citada de una colección de "artículos, reflexiones y decepciones 2000-2006" recién publicada por la editorial Debate: A paso de cangrejo). También tomé prestado de Eco, en parte, el título de este texto).

Everardo Elizondo es Subgobernador del Banco de México. Sus opiniones no necesariamente reflejan el punto de vista de la institución.



COLABORADOR INVITADO

El FMI y su comprensión de China

ENRIQUE DUSSEL PETERS



El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha tenido una relación compleja —tortuosa en diversos periodos— con la República Popular China. Históricamente China no requirió de los programas de choque y estabilidad macroeconómica que impuso en buena parte de América Latina desde los ochenta. Con el ascenso económico de China desde entonces, y particularmente desde la década de los noventa, la relación fue mucho más compleja. Con Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI desde 2001, se dieron agrios debates en torno al tipo de cambio, flujos de capitales y el intervencionismo por parte del sector público chino en la mayoría de los rubros de la economía china. En prácticamente todos los casos, la receta del FMI ha sido la misma: la necesidad de un (rápido) proceso de apertura y liberalización, los cuales hubieran permitido una incluso mayor dinámica de crecimiento (sic).

En este contexto, la reciente publicación del FMI —su revista Finanzas y Desarrollo de septiembre de 2007— resulta de lo más significativa. La revista incluye diversos documentos que resumen la nueva postura de la institución con respecto a China y su desempeño en las últimas décadas. Los documentos reflejan un debate interno en el FMI sobre China y de relevancia para su comprensión también en México:

1. La necesidad de liberalizar precios, los mercados financieros, el tipo de cambio y el presupuesto público y particularmente in-

crementar el costo del capital. En la versión más oficial del FMI —por parte de Aziz y Dunaway— el futuro del equilibrio de la economía china (y global) está en las crecientes brechas entre la inversión y el limitado consumo. Es decir, la "sobreinversión" de la economía china —y ante bajos costos del capital— permite generar altos superávits comerciales y desequilibrios globales. A diferencia de otros países —desarrollados y en vía de desarrollo— el costo del capital en China es mínimo con respecto al crecimiento real del PIB, lo cual ha generado una mayor intensidad de capital en las nuevas inversiones, con subsecuente poca generación de empleo. Por ello, la propuesta institucional enfatiza que es crucial reorientar la economía china hacia el mercado interno con mayores niveles de consumo.

2. El mercado llevará a un equilibrio natural entre inversiones y consumo en China. Desde la perspectiva de Anderson —Director de UBS de Asia-Pacífico— los altos coeficientes de inversión con respecto al PIB —cerca del 43 por ciento en la primera mitad de 2007— son resultado de las altas tasas de ahorro doméstico; éstas son la causa de los desequilibrios globales (y respectivos superávits comerciales con el resto del mundo). A diferencia del resto de los artículos, sin embargo, Anderson destaca que la fuente de las altas tasas de ahorro son las empresas chinas y no sus hogares que continúan elevando su consumo; ante la creación de capacidad productiva excesiva desde la década de los noventa éstas empresas lograron apropiarse de ahorros del exterior mediante rápidos aumentos en la par-

ticipación de mercados. Ante la natural caída de márgenes de ganancia las inversiones en China se verán disminuidas "naturalmente" en el futuro.

3. Los consumidores globales se han beneficiado de las exportaciones chinas. El documento de Amity y Freund del Tesoro de EU y del FMI, respectivamente, destaca que las exportaciones chinas desde los noventa se ha concentrado crecientemente, paralelo a un proceso de sofisticación exportadora. Con base en importaciones temporales para su exportación, las exportaciones chinas durante 1992-2005 han logrado un importante proceso de escalamiento en productos con habilidades medias y altas y representaron el 68 por ciento de las exportaciones chinas en 2005. En segunda instancia —y como resultado de las particularidades socioeconómicas y tecnológicas chinas— las exportaciones han logrado una efectiva y significativa reducción en los precios globales, es decir, han permitido presiones importantes en los precios de las exportaciones de otros países.

4. Comercio exterior crecientemente sofisticado por parte de China. Li Cui, también del FMI, analiza con cierto detalle el profundo cambio estructural del comercio exterior chino y particularmente el que haya logrado incorporar más valor agregado a sus exportaciones. Importantes inversiones, esfuerzos tecnológicos y las políticas orientadas a las importaciones temporales han tenido lo-

La "sobreinversión" de la economía china permite generar altos superávits comerciales y desequilibrios globales.

gros relevantes para integrar insumos domésticos e ir más allá de simples zonas económicas especiales o maquiladoras. Este desempeño es relevante tanto para la propia economía China como para terceros: creciente especialización en cadenas con mayor innovación tecnológica y competencia en nuevos mercados.

Los documentos anteriores reflejan, por un lado, que los viejos debates y críticas macroeconómicas del FMI hacia China ya no son "suficientes", es decir, son innegables los avances realizados por parte de China, también a nivel macroeconómico. El reconocimiento en torno a la creciente sofisticación de su aparato productivo es un elemento importante por parte del FMI. Por otro lado, los resultados de estos documentos son también relevantes para países como México: las autoridades responsables de la política económica en México —muchas afines y provenientes del FMI— deberán analizar con mayor detalle las experiencias en China y particularmente aquellas vinculadas a su sector productivo y su comercio exterior. Ya incluso en el FMI se acepta la necesidad de un análisis más detallado sobre China y sus avances en términos de escalamiento tecnológico y como resultado de sus políticas, ¿y en México?

Enrique Dussel es profesor del Posgrado en Economía de la UNAM y Coordinador del Centro de Estudios China-México, <http://dusselpeters.com>

COLABORADOR INVITADO

Evita Fed el peor de dos males

CAROLINE BAUM

Ningún directivo de un banco central quiere tener la palabra "recesión" en su curriculum.

Por eso, y por el aumento de la probabilidad de que haya una, el derrumbe de los rendimientos de los bonos del Tesoro, el estancamiento del mercado de la vivienda, el endurecimiento de las pautas crediticias y el crecimiento de las pérdidas de los derivados financieros, la Reserva Federal de Estados Unidos se armó de valor y redujo la semana pasada su tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos, a 4.75 por ciento, la primera bajada en más de cuatro años. Por otro lado, la Junta de Gobernadores de la Fed redujo la tasa de descuento en 50 puntos básicos a 5.25 por ciento.

El recorte de tasas fue más aventurado de lo que la mayoría de los economistas esperaban. Aun así, la Fed no dio indicio de que la inflación esté abatida o de que haya dejado de preocuparle. Si bien la inflación básica ha mejorado modestamente este año, la Fed dijo que "sigue habiendo ciertos riesgos de inflación".

Luego, ¿por qué reducir las tasas? ¿No es la inflación la inquietud principal de los bancos centrales, un fin en sí tanto como un medio de lograr el máximo crecimiento económico sostenible?

Algo pareció más apremiante que combatir la inflación. La Fed está diciendo que a veces hay que tomar al toro por los cuernos, pase lo que pase. Contrario al Banco Central Europeo, la Fed tiene una encomienda dual de fomentar el máximo crecimiento sostenible y la estabilidad de los precios. También sirve de prestamista de última instancia.

"La Fed no puede hacer las tres cosas a la vez", dijo Joe Carson, economista jefe de AllianceBernstein. "Tienen que asegurarse de que haya crecimiento. Volverán a ocuparse de la inflación más tarde".

El crecimiento se moderó a un 1.9 por ciento en el ejercicio concluido en el segundo trimestre desde 3.2 por ciento en los 12 meses previos. El crecimiento ha sido desigual: el PIB subió un 0.6 por ciento en el primer trimestre —lo bastante cerca de cero como para poner nerviosos a los directivos del banco central— y trepó a 4 por ciento en el segundo.

Los pronósticos del PIB del tercer trimestre, faltando aún muchos datos en las estadísticas mensuales, son de entre 2 y 2.5 por ciento, según un sondeo de Bloomberg News a 68 economistas a comienzos de este mes.

La votación de los estrategas monetarios fue unánime, indicio de que los aguerridos presidentes de bancos de distrito de la Fed se convencieron de que habían sido excesivamente pesimistas sobre las perspectivas de la inflación o demasiado optimistas sobre las perspectivas del crecimiento económico. O acaso querían presentar un frente unido en la primera decisión de bajar las tasas con Ben Bernanke de presidente.

Yo no estaba segura de que la Fed tomaría al toro por los cuernos este mes. Los estrategas han traducido indecisión en sus declaraciones públicas sobre la necesidad de ver indicios convincentes de que la inflación se está moderando antes de cambiar su análisis de los riesgos. Incluso en la junta del 7 de agosto, los funcionarios de la Fed seguían resaltando los riesgos de la inflación.

Al cabo de 10 días que sacudieron el mundo —y a los mercados financieros— la Fed emitió una declaración especial el 17 de agosto, al tiempo que cortaba la tasa de descuento en 50 puntos básicos. No mencionó la inflación, sino un aumento de los "riesgos a la baja al crecimiento" debido al deterioro de las condiciones de los mercados financieros y del crédito.

Sin duda, los directivos de la Fed son sensibles a las críticas de que están rescataando a los prestatarios e inversionistas que hicieron apuestas muy arriesgadas. Como Bernanke mismo dijo en la conferencia de la Fed de Kansas City en Jackson Hole, estado de Wyoming, el mes pasado: "No es responsabilidad de la Reserva Federal —ni sería correcto que lo fuese— proteger a prestamistas e inversores de las consecuencias de sus decisiones financieras".

Ahora bien, cuando esas decisiones repercuten por la economía en general, la Fed tiene un papel legítimo que desempeñar. Bernanke lo expresó óptimamente en el mismo discurso: Los acontecimientos en los mercados financieros pueden tener amplios efectos económicos que muchas personas ajenas a los mercados llegan a sentir, y la Fed debe tener en cuenta esos efectos al fijar su política.

Yo prefiero expresarlo de otra manera, con lo que llamo un corolario de la doctrina de que algunas entidades son demasiado grandes como para que el Estado pueda darse el lujo de permitir que fracasen. Si usted va a meter la pata, asegúrese de meterla hasta el cabo, para que cree un riesgo sistémico —la palabra más atomizadora del vocabulario de los bancos centrales— y provoque un cambio en la política monetaria.

Caroline Baum, autora del libro "Just What I Said", es columnista de Bloomberg News. Las opiniones que aquí expresa son suyas.