

La política monetaria y de tipo de cambio de China en la transición hacia un nuevo modelo económico

Juan Calvo Vérguez*

De un tiempo a esta parte China persigue incentivar su consumo interno liberalizando el mercado con la finalidad de introducir un cambio de su modelo de crecimiento económico a través del incremento de la demanda interna y el desarrollo del sector servicios. Dicho cambio de modelo coincide en el tiempo con la desaceleración de su economía, especialmente pronunciada a lo largo de los dos últimos años. Tratando de hacer frente a la citada desaceleración, el Banco Popular de China (BPCh) ha recurrido a herramientas reguladoras poco convencionales, tales como operaciones de liquidez de corto plazo, líneas de crédito permanentes y contratos de recompra, con la finalidad de impulsar la oferta monetaria. En paralelo, las sucesivas devaluaciones del yuan han pretendido aumentar el papel del mercado en la formación del tipo de cambio, si bien sus efectos sobre la competitividad de las exportaciones parecerían poner en cuestión el proceso de cambio del modelo de crecimiento. Este artículo realiza un repaso de las principales medidas de política monetaria adoptadas por el BPCh y de las devaluaciones efectuadas, en claro contraste entre las declaraciones que manifestaban la transición hacia un cambio de modelo de crecimiento y las urgencias por combatir la desaceleración económica a corto plazo.

El difícil tránsito de un modelo basado en las exportaciones a otro fundamentado en el consumo interno

A lo largo de los dos últimos años China ha venido experimentando una considerable desaceleración económica que se explica, en cierta

medida, por el conjunto de reformas promercado impulsadas por el Gobierno y destinadas a lograr que su modelo económico dependa menos de las exportaciones y de la demanda externa y más del consumo interno. Los cambios, a pesar de que han sido implementados de forma muy progresiva, han motivado que las últimas tasas de crecimiento de China sean las más bajas tras décadas de aumentos anuales de más de dos dígitos y

* Universidad de Extremadura.

parece razonable además estimar que dicha tendencia bajista se mantendrá durante un período prolongado de tiempo.

Entre los principales riesgos financieros que debe afrontar la economía china se sitúan los relativos a la situación del mercado inmobiliario, el crecimiento de la deuda de las administraciones locales y el exceso de capacidad de algunas industrias. Ello obliga a acelerar la implementación de políticas fiscales proactivas (caso, por ejemplo, de la reducción de impuestos para las microempresas y del aumento del gasto público¹) y a efectuar un uso flexible de políticas monetarias prudentes, a las que nos referiremos a lo largo del presente trabajo.

El bajo crecimiento de la demanda externa y la existencia de una cuota de mercado considerable en buena parte de sus productos han impedido a China fundamentar su crecimiento más reciente en un aumento de las exportaciones. Y ello con independencia del reforzamiento acometido por el Ejecutivo chino de las inversiones realizadas por sus socios comerciales en infraestructuras con la finalidad de fortalecer los mercados externos. Tal y como ha señalado Spence (2015): *las inversiones pueden impulsar un crecimiento sostenible mientras no haya una caída drástica de la rentabilidad. Para las inversiones públicas, esto implica que el valor actual del incremento en la trayectoria futura del PIB (calculado con una tasa de descuento social) sea mayor que la inversión misma.*

El conjunto de medidas antideflacionistas adoptadas por el Ejecutivo chino ha conducido a un exceso de oferta en el mercado inmobiliario y a la acumulación de capital ocioso en el sector industrial, habiéndose debilitado además la demanda de exportaciones chinas desde Europa y Estados Unidos. En todo caso, la sucesiva caída de los precios y el control de la inflación han terminado motivando que las autoridades chinas no

se limiten únicamente a adoptar medidas de estímulo económico y políticas de estímulo fiscal y de aumento del gasto público. Así, y en tanto en cuanto la economía china se halla afectada por la existencia de una crisis de crédito, el Banco Popular de China (BPCh) ha introducido diversos estímulos monetarios contundentes a corto plazo.

Entre los principales riesgos financieros que debe afrontar la economía china se sitúan los relativos al mercado inmobiliario, el crecimiento de la deuda de las administraciones locales y el exceso de capacidad de algunas industrias. A su vez, China se encuentra inmersa en un proceso de cambios estructurales en su economía, con la aparición de nuevos sectores y un mayor vuelco hacia los servicios.

En definitiva, la economía china ha venido sufriendo un importante proceso de ralentización que ha terminado frenando su ritmo de crecimiento, produciéndose un importante declive en el Índice de precios al productor y concurriendo además otros factores tales como la caída de la inflación, la corrección en el mercado inmobiliario (que parece no responder a la eliminación de los límites a los créditos) o el debilitado crecimiento del crédito. China se encuentra inmersa en pleno proceso de aplicación de profundos cambios estructurales en su economía, con la aparición de nuevos sectores y un mayor vuelco hacia los servicios. El principal objetivo del Ejecutivo chino es impulsar su demanda interna agregada. Sin embargo para ello necesita incrementar el consumo de las familias y mejorar la provisión de servicios de más valor.

Dada esta situación se ha hecho necesario que el BPCh proceda a reducir tipos, a impulsar la demanda o a introducir mayores recortes en los requisitos de las reservas bancarias. Tal y como

¹ El XIII Plan Quinquenal de China correspondiente al período 2016-2020 contempla continuar con las reformas fiscales acometidas durante los ejercicios anteriores al objeto de establecer el IVA en todos los sectores de la economía, modificando la distribución de cargas impositivas a empresas y particulares, así como la continuación de las emisiones de bonos de deuda local.

tendremos ocasión de analizar, el BPCh ha procedido a recortar los tipos de interés en numerosas ocasiones para alentar el crecimiento, tratando de mantener el valor de su divisa frente al dólar a pesar de que las fugas de capital han alcanzado niveles récord². Todo ello con el objetivo último de acometer una desaceleración controlada del ritmo de crecimiento y una transición ordenada desde una economía basada en las exportaciones a otra orientada al consumo.

Consideraciones generales acerca de las principales medidas de política monetaria implementadas por el BPCh

Con la finalidad de tratar de frenar las distorsiones y los riesgos de las principales entidades financieras del país, desde el BPCh se ha venido optando por restringir la liquidez en el mercado, lo que ha provocado episodios de elevada tensión en el mercado interbancario, a resultas de lo cual el emisor chino ha optado por efectuar inyecciones de liquidez en dólares destinadas a frenar las tensiones existentes.

Las medidas de control financiero a las que se ha aludido con anterioridad han sido además refor-

zadas disponiéndose su intensificación sobre las operaciones interbancarias mediante la adopción de unas regulaciones que incluyen la limitación del volumen y el vencimiento de los créditos, con el objetivo de contener los riesgos financieros del país y apoyar la economía real.

Desde el Ejecutivo chino se ha buscado aminorar su elevada presencia en la economía fomentando la participación extranjera a la vez que la propiedad mixta, especialmente en el sector financiero. Y ello teniendo presente que la sostenibilidad de su política económica interna pasa necesariamente por un aumento de la iniciativa privada y por la progresiva reducción del intervencionismo del Estado.

Por otro lado, de un tiempo a esta parte China ha estado inmersa en un proceso de reforma de sus mercados de capitales destinado a la creación de canales de financiación adicionales para sus empresas. Tanto el Ejecutivo chino como los propios reguladores financieros del país han tratado de reducir los costes de financiación de las empresas, los cuales han venido acumulando deuda de riesgo en los últimos años, debido en parte al insuficiente acceso a los créditos oficiales. Ahora bien tal y como han puesto de manifiesto Sheng y Geng (2014)³: *la profundización financiera de China no es simplemente una cuestión de abor-*

² Durante el mes de diciembre de 2015 las reservas bajaron en 108.000 millones de dólares, un descenso mensual sin precedentes. En el conjunto de 2015 las reservas menguaron en 512.660 millones de dólares, lo que representaba el primer retroceso desde 1992 y el mayor descenso anual de siempre. Tal y como ha precisado Back (2016), el objetivo de reducir la diferencia entre el valor del yuan fuera y dentro de China era que los inversores dejaran de pensar que el yuan iba a seguir depreciándose; a juicio de este autor *dado que China puede intervenir en cualquier momento para alterar la cotización del yuan, apostar a corto por él podría ser peligroso a corto plazo. Pero la dirección a largo plazo de la divisa sigue siendo a la baja, lo que debería hacer que bajaran también monedas de países exportadores de materias primas.*

³ De cara a lograr una mayor profundización financiera en China, aluden estos autores a la existencia de los siguientes riesgos: *El primer problema es la fragmentación y distorsión del precio del capital. En la situación actual, hay considerables disparidades entre el tipo de depósito a plazo fijo de un año (3%), el tipo de préstamo oficial (6-8%) reservado para empresas estatales (SOEs), grandes corporaciones, e hipotecas, y el tipo de préstamo del mercado (10-20%) pagado por los negocios privados y los proyectos de gobiernos locales que dependen de la banca en la sombra (...). La segunda complicación se deriva del desequilibrio estructural entre el sector bancario (o el mercado de deuda) y el mercado bursátil. En 2008-2013, la financiación de capital total en los mercados bursátiles domésticos supuso solo el 3% de la financiación social total, la mayor parte de la cual se destinó a SOEs y a grandes corporaciones (...). El tercer problema concierne al modelo de crecimiento de China. La mengua de la demanda externa ha debilitado la capacidad del viejo modelo de crecimiento de China, basado en manufacturas y exportaciones, para mantener tasas de crecimiento extremadamente altas. Pero el desplazamiento actual hacia un crecimiento basado en los servicios -y el consumo- está impulsando la demanda de liquidez, al tiempo que la destrucción creativa que lo acompaña está generando una incertidumbre considerable.*

dar la represión financiera. De cara a capacitar al sector corporativo para que administre la transición a una economía moderna basada en el conocimiento, China debe también reequilibrar el sistema financiero llevando a cabo un desplazamiento desde la financiación bancaria y a corto plazo hacia las acciones y los bonos a largo plazo. China está preparada para comenzar su reequilibrio. Con los tipos de préstamo de la banca en la sombra llegando hasta el 20% anual, los tipos de interés en el mercado de crédito privado están ya liberalizados, y muchas pymes son capaces de afrontarlos. Defienden pues los citados autores la necesidad de acometer un cambio estructural canalizando el ahorro doméstico hacia proyectos a largo plazo con grandes beneficios sociales a través de fondos de seguros y de pensiones, estimando que el aumento del capital habría de contribuir a promover el desapalancamiento del sector corporativo, ayudando a proteger al sistema financiero de shocks y proporcionando mayores beneficios reales a los ahorradores.

Alcance de los sucesivos recortes en los coeficientes de caja, inyecciones de liquidez y rebajas en los tipos de interés

El 9 de junio de 2014 el BPCh anunció un recorte de 0,5 puntos porcentuales en el coeficiente de caja que bancos rurales y municipales debían mantener en reserva, al objeto de tratar de apoyar a la pequeña y mediana empresa así como estimular el sector primario y el consumo. Dicha medida entró en vigor el 16 de junio de 2014, siendo de aplicación a dos tercios de los bancos comerciales y municipales, la mayoría de las entidades financieras rurales y compañías de financiación de compra de vehículos, entre otras empresas.

Unos meses después, con fecha 21 de noviembre de 2014, el BPCh anunció una rebaja de tipos de interés, ascendiendo el recorte decretado a un total de 40 puntos básicos en la tasa de préstamo a un año, hasta el 5,6%, y a 25 puntos básicos en los intereses de los depósitos a un año, hasta el

2,75%. La adopción de dichas medidas perseguía reactivar el crecimiento del país, debilitado a tasas inéditas en los últimos 24 años, así como hacer frente a los diversos síntomas de desaceleración que ofrecía la economía china. De este modo el llamado margen de interés neto (diferencia entre lo que los bancos pagan por los depósitos y lo que cobran por los préstamos) se estrechaba en 0,15 puntos porcentuales hasta alcanzar el 2,85%. Con carácter adicional se otorgó un mayor margen de maniobra a los bancos para que fijasen los intereses de sus depósitos, pudiendo alcanzar un máximo de 1,2 veces el nivel de referencia, frente a las 1,1 veces establecidas con anterioridad.

A pesar de los reiterados recortes de los tipos de interés y de las inyecciones de liquidez, el crédito concedido por las entidades financieras sufrió un retroceso a finales de 2015. El volumen de solicitudes de préstamos resultó escaso, debido a que las empresas detectaron pocas oportunidades de inversión en una economía sumida en la ralentización.

Ya en el año 2015, con fecha 28 de febrero el BPCh anunció un recorte de 0,25 puntos en los tipos de interés para los depósitos y los préstamos nacionales hasta situar la tasa en el 5,35%, entrando en vigor la citada medida el 1 de marzo. Se trataba de la segunda medida en esta dirección (esto es, de flexibilización monetaria) que el Banco emisor había adoptado durante el último trimestre ya que, como hemos señalado con anterioridad, durante el mes de noviembre de 2014 el BPCh acordó bajar 0,4 puntos el tipo de interés de los créditos y recortar el de los préstamos un 0,25%. Nada se dispuso sin embargo, por aquel entonces, en relación con la adopción de una eventual rebaja en la ratio de requerimientos de reservas (RRR) del sector bancario. De cualquier manera, a través de este recorte de tipos se perseguía estimular la circulación de capitales, incrementando con ello sus objetivos de crecimiento.

A resultas de dichas actuaciones, a la finalización del mes de febrero de 2015 se había reba-

jado en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia hasta situarlo en el 5,35%. El mismo recorte se había aplicado a los tipos de interés de los depósitos, situándolo en el 2,5%. Dicha decisión tenía como objetivo impulsar la economía del gigante asiático, situándose el yuan en su nivel más bajo desde 2012.

Con fecha 19 de abril de 2015 el BPCh anunció un nuevo recorte de un punto en el coeficiente de caja de los bancos comerciales, persiguiéndose con ello reactivar la economía interna ante las señales existentes de desaceleración. Se trataba del segundo gran recorte adoptado en 2015, en virtud del cual el porcentaje de los fondos que las entidades financieras debían mantener pasaba del 19,5 al 18,5%, lo que en la práctica podía suponer alrededor de 1,2 billones de yuanes más (193.000 millones de dólares) en el mercado monetario.

Menos de un mes después, el 10 de mayo de 2015 el BPCh decidía nuevamente recortar en 0,25 puntos porcentuales los tipos de interés para los depósitos y préstamos nacionales hasta el 5,1 y el 2,25%, respectivamente. Dicho recorte se decidía tras conocerse nuevos datos económicos que volvían a evidenciar la existencia de un proceso de desaceleración así como el hundimiento del comercio exterior. De este modo, se trataba de hacer frente a la existencia de crecientes presiones a la baja a resultas de las cuales el comercio exterior se había hundido un 10,9% interanual en abril de 2015. Por su parte las exportaciones caían un 6,2% en abril de 2015 respecto al mismo mes de 2014 y las importaciones registraban una caída más acusada, del 16,1% interanual. La caída del

comercio disparaba por tanto las expectativas de medidas de estímulo.

Durante la tercera semana de junio de 2015 el BPCh retiró del sistema bancario un total de 300.000 millones de yuanes (48.300 millones de dólares) en fondos a corto plazo, ante la previsión de que pudiera llegar a producirse un eventual colapso del mercado de valores, lo que afectaría a la confianza en un momento en el que China hacía frente a un elevado nivel de deuda e intentaba manejar una difícil transición a una economía orientada a la empresa privada y al consumo en vez de a inversiones en infraestructuras y exportaciones.

Por esas mismas fechas, el 27 de junio de 2015 el BPCh procedía a aprobar un nuevo recorte de los tipos de interés en otros 25 puntos básicos (lo que significaba su cuarta reducción desde noviembre de 2014, con el consiguiente riesgo de fuga de capitales), anunciando además de manera simultánea el recorte en un solo día del porcentaje de coeficiente de caja obligatorio de los bancos chinos desde 2008, el cual quedó reducido en 100 puntos básicos hasta un 18,5%. Esta última medida posibilitaba liberar un total de un billón de yuanes en liquidez al sistema financiero (160.963 millones de dólares)⁴.

Durante la segunda quincena del mes de agosto de 2015, con fecha 19 de agosto el Banco Popular de China procedió a inyectar liquidez por valor de 110.000 millones de yuanes (unos 17.000 millones de dólares, 15.600 millones de euros) en 14 entidades financieras del país a tra-

⁴ Con carácter adicional, con fecha 3 de julio de 2015 las 21 principales corredurías chinas acordaron invertir de forma colectiva al menos 120 millones de yuanes (19.300 millones de dólares), un 15% de sus activos netos, para ayudar a estabilizar los mercados financieros del país, después de una caída de casi el 30% desde mediados de junio de 2015, comprometiéndose además a no vender mientras la Bolsa de Shanghai no recuperara los 4.500 puntos. Paralelamente, el BPCh puso en marcha un plan de préstamos a medio plazo de más de 250 millones de yuanes a los bancos destinado a asegurar la liquidez adecuada en el mercado a través de colocaciones de repos, evitando así posibles tensiones de liquidez en la banca. A pesar de ello, con fecha 7 de julio de 2015 más de 200 valores fueron suspendidos de cotización en China en medio del desplome bursátil que sufrían los mercados del país asiático, concluyendo en dicha fecha la sesión el índice *Shanghai Composite* con descensos del 1,26%, hasta los 3.728 puntos. Estas suspensiones de cotización detuvieron la actividad en la mitad del mercado bursátil chino. La finalidad de dicha suspensión no era otra que impedir que el precio de las acciones de las compañías cotizadas continuara desplomándose ante la clara tendencia vendedora instaurada. Todo ello motivó además la paralización de las salidas a Bolsa previstas en el corto plazo y la reducción en el medio plazo del número y la cuantía de las OPV.

vés de créditos a seis meses (préstamos a corto plazo). Dicha intervención venía a sumarse a una inyección previa de casi 19.000 millones de dólares mediante instrumentos a corto plazo. Previamente, como hemos tenido ocasión de precisar, el emisor chino ya había realizado múltiples inyecciones de liquidez destinadas a garantizar la estabilidad del sistema financiero chino en un periodo de turbulencias motivadas por la crisis de la Bolsa, primero, y por las posteriores devaluaciones del yuan. A través de este conjunto de inyecciones de liquidez se perseguía mantener la liquidez adecuada en el mercado así como incentivar que los bancos aumentaran el crédito a las pequeñas y medianas empresas y al sector agrícola.

A resultas de lo anterior a finales del mes de agosto de 2015 el Banco Popular de China abrió una línea de financiación a los bancos chinos a través de acuerdos de recompra inversa, procediendo a inyectar un total de 150.000 millones de yuanes (unos 23.400 millones de dólares, 20.300 millones de euros) en el sistema financiero del país para aumentar su liquidez. En efecto, como consecuencia de la consabida reducción de la liquidez disponible en el mercado causada por la devaluación del yuan el emisor chino abrió una línea de financiación a los bancos chinos a través de acuerdos de recompra inversa (*repos*) por virtud de los cuales se venderían valores condicionados a un compromiso para recomprarlos posteriormente, con un vencimiento a siete días y un interés de un 2,5%.

Asimismo, el BPCh acometió un nuevo recorte del tipo de interés de referencia de préstamos a un año rebajando el mismo en 25 puntos básicos al 4,6%. La tasa de depósitos bajó al 1,75% y la ratio de reservas exigida a la banca (ratio RRR) se redujo en otros 50 puntos básicos, lo que implicaba otra inyección de liquidez en el sistema. A la luz de dichas reformas los bancos asiáticos podrían negociar los intereses que quisieran para los depósitos a un año, lo que afectaba a las cuentas en las que los ahorradores contratan depósitos a un año, con penalizaciones por retirar su dinero antes de plazo. Ahora bien conviene no olvidar que los intereses de los depósitos continuaban estando

regulados, de manera que los bancos no tenían plena libertad para cobrar aquello que desearan.

A principios del mes de septiembre de 2015 el BPCh procedió a renovar la inyección de 150.000 millones de yuanes (23.600 millones de dólares) en el sistema financiero realizada apenas una semana antes y que presentaba un plazo de vencimiento de siete días. Dicha operación se acometió nuevamente a través de acuerdos de recompra inversa (*repos*) por los que se venden valores condicionados a un compromiso para recomprarlos posteriormente. Se trataba de una línea de financiación con un interés de un 2,35% y un vencimiento de siete días destinada a aliviar la falta de liquidez del sistema financiero chino. Estas inyecciones de liquidez volverían a repetirse a principios del mes de febrero de 2016, cuando el BPCh procedió a inyectar otros 110.000 millones de yuanes (14.900 millones de euros) destinados a asegurar la disposición de liquidez durante la festividad por el Año Nuevo Lunar, y a principios del mes de marzo del presente año, inyectándose hasta un total de 100.000 millones de yuanes (15.400 millones de dólares) en el sistema financiero del país para potenciar la concesión de créditos y hacer frente a la reducción de los volúmenes de préstamos efectuada por diversas entidades financieras de cara a poder cumplir con los objetivos de reservas estipulados por la normativa doméstica. Al igual que en las ocasiones precedentes dicha inyección se realizó a través de acuerdos de recompra inversa (*repos*) consistentes en la venta de valores condicionados a un acuerdo para recomprarlos en una fecha posterior.

Por otra parte, con fecha 23 de octubre de 2015 el Banco Popular de China aprobó un nuevo recorte de los tipos de interés, rebajando el tipo de referencia a un año otro 0,25% hasta el 4,35%. Junto a dicha medida, el Banco Central chino también decidió recortar en otros 25 puntos básicos la ratio de reservas exigida a la banca, bajando a su vez la tasa de depósito a un año del 1,75% al 1,5%. Se aprobaba así un nuevo recorte en el coeficiente de reserva de capital exigido a los bancos y una rebaja en el tipo de interés de referencia para los préstamos y los depósitos a un año

con la finalidad de tratar de estimular la actividad de la economía reduciendo el coste de financiación y promoviendo un desarrollo sostenible de la economía real. Se trataba además de la sexta vez desde noviembre de 2014 que China recortaba los tipos de interés para impulsar su crecimiento y cumplir con su objetivo de un aumento del 7% del PIB en 2015.

Lo cierto es, sin embargo, que a pesar de este conjunto de esfuerzos el crédito concedido por las entidades financieras sufrió un importante retroceso durante el mes de octubre de 2015, ya que el total de nuevos créditos concedidos por los bancos cayó un 3,3% con respecto al año anterior. La financiación destinada a gastos sociales (que, con carácter general, incluye varios tipos de “créditos en la sombra”) también se debilitó. Asimismo durante el tercer trimestre de 2015 el crecimiento de la rentabilidad en China fue prácticamente nulo, debido al incremento de las provisiones para préstamos de mala calidad. Tal y como ha puesto de manifiesto Back (2015), el volumen de solicitudes de préstamos resultó escaso debido a que las empresas detectaron pocas oportunidades de inversiones rentables en una economía sumida en la ralentización.

A finales del mes de noviembre de 2015 el Banco Popular de China anunció el recorte de los tipos del instrumento financiero relativo a la facilidad estándar de crédito. Como consecuencia de la citada rebaja, los tipos del citado instrumento se situaron en el 2,75% para los préstamos a un día y en el 3,25% para los préstamos a siete días. A grandes rasgos el objetivo principal perseguido por el BPCh era mantener los tipos de interés a

corto plazo dentro de una determinada horquilla, influyendo así en los tipos a largo plazo.

Por otra parte, tras la crisis vivida en las Bolsas chinas a principios del mes de enero de 2016 el BPCh acordó con fecha 6 de enero de dicho año, en un ambiente de desconfianza, fijar el punto medio de su tipo de cambio en 6,5646 yuanes por dólar, un 0,5% menos, lo que representaba la mayor bajada desde el mes de agosto de 2015 (cuando un descenso del 2% provocó también otra sacudida en las Bolsas). El tipo de cambio se situaba así en el nivel más bajo desde marzo de 2011. Apenas unos días después el Banco Popular de China anunciaba una mayor liberalización de los tipos de interés así como una reforma en el sistema de fijación de los cambios del yuan, de cara a intensificar su internacionalización⁵. Si bien su cotización seguiría siendo mayoritariamente estable, se procedía a mejorar el mecanismo de fijación de los cambios de la divisa y a profundizar en las reformas en el sistema administrativo de control de cambio. Desde el supervisor chino se abogaba así por mantener una política monetaria prudente y un uso flexible de sus herramientas al objeto de sostener una liquidez adecuada en el sistema bancario⁶. Por último, se remarcaba la necesidad de profundizar en la reforma de las instituciones financieras así como del sector financiero a nivel regional, promoviendo la innovación y el desarrollo de la estabilidad financiera y fortaleciendo la infraestructura del sector y su gobernanza.

La política desarrollada por el BPCh consistente en recortar el coeficiente de capital de la banca (que, por otra parte, presentaba una creciente morosidad en sus balances) tuvo su continuidad

⁵ Con fecha 1 de diciembre de 2015 el FMI terminaría aprobando oficialmente la inclusión del yuan en su cesta de monedas de reserva (con efectos a partir del 1 de octubre de 2016), al estimar que la citada divisa cumplía ya todos los criterios existentes para ser incluida en dicha cesta y constituir una divisa de uso libre, esto es, ampliamente utilizada como moneda de pago en transacciones internacionales e intercambiada en los principales mercados de divisas. La decisión del FMI otorga una mayor confianza a las empresas e instituciones de todo el mundo para establecer comercio en yuanes, así como para invertir en activos denominados en esta moneda. No obstante, tal y como precisa Luyet (2015), *a corto plazo es poco probable que la inclusión del yuan tenga implicaciones significativas en su valor los próximos dos o tres años. Para que el yuan chino sea creíble como moneda de reserva y gane altura, es necesario un mayor desarrollo de sus mercados financieros y una moneda más flexible y basada en el mercado.*

⁶ El Ejecutivo chino ha venido imponiendo durante un largo tiempo estrictos controles sobre los flujos de capitales destinados a mantener una paridad entre el yuan y el dólar. Finalmente, sin embargo, se optó por relajar paulatinamente esos controles con el fin de facilitar el acceso al yuan, que además adquirió el estatus de moneda de reserva global.

a finales del mes de febrero de 2016, al proceder el emisor chino con fecha 29 de febrero del citado año a reducir en 50 puntos básicos, hasta el 17%, el coeficiente de reserva de capital exigido a los bancos del país (*ratio* RRR), al objeto de frenar la desaceleración de la economía china y de facilitar mayor liquidez a la banca para estimular el crédito. Con ello se evitaba la introducción de nuevos recortes en los tipos oficiales y, en definitiva, una presión bajista adicional sobre el yuan. En efecto, el objetivo perseguido no era otro que asegurar una liquidez amplia en el sistema financiero, creando un entorno favorable para las reformas estructurales. A pesar de las elevadas tasas de endeudamiento y del exceso de inversión existente a largo plazo, la prioridad del BPCh volvía a ser estimular el crecimiento a corto plazo.

Las sucesivas devaluaciones del yuan y otras medidas adoptadas en el mercado de divisas

Con fecha 17 de marzo de 2014 el Ejecutivo chino acometió una ampliación de la banda de fluctuación del yuan, que se elevaba así al 2% desde el 1% anterior. Tal y como señaló Eichengreen (2014), dicha decisión podía responder, bien al deseo del Gobierno chino de ampliar el papel del yuan en el comercio extranjero y con fines de inversión, al objeto de que la divisa china alcanzase un estatus internacional comparable al del dólar (de cara a lo cual estimaba el citado autor que China tendría que desarrollar sus mercados financieros y abrirlos a los inversores extranjeros), o bien al deseo de impulsar las exportaciones, como respuesta a la existencia de una demanda interna más débil.

Durante la segunda semana de agosto de 2015 el BPCh decidía devaluar el yuan un 1,9%, en lo que representaba su mayor caída diaria desde 1994⁷, con la firme intención de hacer frente a la desaceleración del crecimiento, alejándose además de la tradicional vinculación establecida entre

la divisa asiática y el dólar estadounidense, para dar paso a un nuevo régimen cambiario orientado a que el mercado tuviese más influencia en la determinación del tipo de cambio de su moneda. En todo caso, con la citada devaluación el cambio del yuan pasaba a estar más determinado por los agentes del mercado y dejaba de estar tan centrado en el dólar. Desde nuestro punto de vista esta decisión adoptada por el BPCh respondía a la realidad innegable de que los mercados emergentes y las divisas vinculadas a las materias primas estaban afrontando presiones bajistas, generándose una volatilidad creciente en los flujos de capitales.

Apenas un día después de la citada decisión, el BPCh acordaba una nueva devaluación del 1,62% correspondiente al tipo de cambio de referencia del yuan con respecto al dólar. En palabras del emisor chino esta nueva devaluación reflejaba *no sólo la mejora de la orientación hacia el mercado, sino el rol clave que desempeñan la demanda y la oferta del mercado en la formación del tipo de cambio*. Con carácter adicional el BPCh anunció que en el corto plazo podrían surgir más oscilaciones en el tipo de cambio fijado a diario, estimando que tras un breve periodo de adaptación las fluctuaciones del yuan convergerían en una zona

En agosto de 2015 el BPCh decidía devaluar el yuan un 1,9%, la mayor caída diaria desde 1994, con la firme intención de hacer frente a la desaceleración del crecimiento, alejándose además de la vinculación establecida con el dólar, y dando paso a un nuevo régimen cambiario orientado a que el mercado tuviese un mayor protagonismo en la determinación del tipo de cambio.

razonablemente estable. Dicha decisión volvería a reiterarse el 13 de agosto de 2015, al anunciarse una nueva devaluación de un 1,1%, con lo que la pérdida acumulada de la divisa asiática durante

⁷ Se ha de recordar a este respecto que, con carácter general, el regulador chino fija cada día un precio medio del tipo de cambio del yuan con el dólar (paridad central), permitiendo que fluctúe hasta un máximo de un 2%.

el citado período se situaba alrededor del 4,6%, culminándose así el ajuste en el valor del yuan y descartándose con ello la posibilidad de que el proceso de devaluación fuera a continuar de manera sustancial y persistente. Paradójicamente esta serie de devaluaciones no favorecerían a aquellas empresas que habían acumulado deuda en divisas extranjeras, pudiendo obligarlas a pedir más préstamos para poder realizar sus pagos denominados en dólares.

A resultados del desarrollo de estas devaluaciones sucesivas, las reservas del BPCh consumidas con la finalidad de evitar una caída mayor del yuan descendieron en enero de 2016 en 89.100 millones de euros, una cantidad inferior de lo esperado, después de que en diciembre de 2015 la salida de reservas fuera la más alta registrada jamás, alcanzando los 96.700 millones de euros. Las reservas totales de la entidad se mantenían en 2,89 billones de dólares (una cifra elevada motivada, en buena medida, por la entrada de inversiones extranjeras y exportaciones masivas), si bien se hallaban en el nivel más bajo de los últimos tres años. Debe matizarse no obstante que durante el mes de marzo de 2016 las reservas de divisas de China aumentaron levemente hasta 3,21 billones de dólares, superando los 3,2 billones de dólares de febrero. Dicho aumento supuso el primer incremento desde noviembre de 2015, tras cuatro meses de caídas consecutivas.

Conclusiones

China afronta una situación de desaceleración económica, constituyendo uno de sus principales objetivos que la citada desaceleración no debilita su moneda. A tal efecto, el BPCh ha utilizado herramientas reguladoras poco convenciona-

les tales como operaciones de liquidez de corto plazo, líneas de crédito permanentes y contratos de recompra, con la finalidad de lograr impulsar la oferta monetaria.

El conjunto de decisiones de política monetaria⁸ que hemos tenido ocasión de analizar han provocado que las reservas de divisas extranjeras en China hayan descendido progresivamente. Así, por ejemplo, a finales de agosto de 2015 se situaron en 3,56 billones de dólares, lo que representaba un descenso de casi 100.000 millones de dólares en un solo mes, el mayor descenso de reservas de la historia en un mes. Concretamente las reservas en monedas exteriores bajaron durante el mes de agosto de 2015 en unos 93.900 millones de dólares. Dicho descenso se debió a la intervención del Banco central chino en los mercados domésticos de divisas para apoyar su moneda, el yuan, y evitar así que se depreciara en exceso. China gastó unos 200.000 millones de dólares intentando sostener el precio de las acciones.

A principios del mes de octubre de 2015 el Banco Popular de China informó de que la caída trimestral (julio-septiembre de 2015) de las reservas había marcado un récord, habiéndose producido un gasto de 180.000 millones de dólares para mantener el yuan lo más pegado a un dólar muy fuerte. Así, durante el mes de septiembre de 2015 las reservas cayeron en 43.300 millones de dólares, una cifra que se situaba por debajo de lo estimado. Aunque China está "tirando" de reservas para defender al yuan y controlar la intensidad de su depreciación, dispone de un superávit por cuenta corriente (aunque decreciente en términos de PIB) que le permite amortiguar los flujos netos de salida de capital del país y la venta de yuanes. Y durante el mes de enero de 2016 dichas reservas habían caído hasta los 3,23 billones de dólares,

⁸ A este conjunto de decisiones habría que sumar, además, la relativa al endurecimiento de los controles de capitales, a través de la cual el Gobierno chino está actuando de forma opuesta a sus declaraciones sobre la liberalización del mercado mientras lucha por contener los efectos secundarios de la devaluación del yuan. Concretamente la Administración Estatal de Divisas (SAFE), que constituye la división del BPCh responsable de la gestión de la moneda china, ordenó a principios del mes de septiembre de 2015 a las entidades financieras que reforzaran los controles sobre todas las transacciones en divisas extranjeras. Concretamente la SAFE ordenó a bancos y a entidades financieras que prestaran especial atención a la práctica de facturar más exportaciones de las que en realidad se producen, empleada a menudo para ocultar grandes fugas de capitales.

tras reducirse unos 770.000 millones desde junio 2014. Solamente en diciembre de 2015 descendieron en 108.000 millones de dólares y en otros 99.500 millones de dólares en enero del ejercicio 2016.

En nuestra opinión, a la hora de poder entrar a valorar el éxito de este conjunto de medidas hay que tener presentes factores tales como la evolución de la morosidad y su impacto sobre el sector bancario. A tal efecto, durante el mes de enero de 2016 los bancos chinos establecieron su máximo registro histórico de créditos, alcanzando los nuevos préstamos un importe de 2,51 billones de yuanes (345.000 millones de euros), multiplicando por cuatro los 597.800 millones de yuanes (82.200 millones de euros) de diciembre de 2015. Si bien dicho incremento de los préstamos (que, en definitiva, viene a poner de manifiesto que por parte del Ejecutivo chino se está otorgando prioridad al crecimiento a corto plazo sobre la reducción de la deuda) puede servir para estimular el ralentizado crecimiento económico a corto plazo, también puede conducir a largo plazo a incrementar los riesgos de impago. Por otra parte se hace necesario mejorar la calidad de los activos del sistema bancario (en tanto en cuanto el aumento del volumen de créditos impagados hace que la liquidez de los bancos comerciales vaya debilitándose) y de acelerar la circulación de los activos dentro del sector para apoyar el desarrollo de la economía real.

En principio parece razonable estimar que todas estas sucesivas devaluaciones de la divisa china (que, en principio, no tienen otra finalidad que posibilitar que el yuan termine cotizando a un cambio más acorde con su verdadero crecimiento real y su nivel de endeudamiento⁹) son

igualmente susceptibles de terminar conduciendo a otras situaciones tales como una mayor desinflación y una menor capacidad de importación de otras economías, frenando así el proceso destinado a alterar el modelo de crecimiento económico (Lacalle, 2016).

Está por ver que los efectos derivados de dicha devaluación sean los deseados, esto es, un fortalecimiento de la economía, una mayor competitividad de las exportaciones (las cuales, no obstante, volvieron en marzo de 2016 a la senda positiva, tras sufrir en febrero su mayor caída desde 2009, con una subida del 18,7% con respecto al mismo mes de 2015, mientras que las importaciones bajaron un 1,7% interanual¹⁰) y una reducción de la deflación. Y es que el citado proceso de devaluación habría de perseguir mantener unas condiciones financieras expansivas para facilitar los ajustes de deuda y precios de activos. En cambio sí que se percibe de manera clara la pérdida de competitividad que la adopción de dicha medida implica para los países emergentes en el supuesto de que éstos no devalúen sus monedas paralelamente, resultando comprometido además el precio de las materias primas y del petróleo.

Referencias

- BACK, A. (2015), "China Learns What Pushing on a String Feels Like", www.europe.wsj.com, (consultada el 13 de noviembre de 2015).
- (2016), "China's War on Speculators: Who Will Win the Yuan?", www.europe.wsj.com (consultada el 13 de enero de 2016).
- EICHENGREEN, B. (2014), "¿Se hunde el yuan?", *Diario El Economista*, www.eleconomista.es (consultada el 30 de marzo de 2014).

⁹ Baste señalar a este respecto que la ratio de deuda pública se situó en el 41% del PIB a finales de 2015, frente a niveles del 32,5% en 2012. Indudablemente esta elevada ratio de deuda podría terminar amortiguando la inversión empresarial y agravando las salidas de capital. En este sentido, durante la primera semana del mes de marzo de 2016 la agencia de calificación crediticia Moody's acordó rebajar de "estable" a "negativa" su perspectiva sobre la deuda soberana china.

¹⁰ El dato de las exportaciones correspondiente a marzo de 2016 ha representado el mayor incremento desde septiembre de 2014. Esta recuperación de las exportaciones, alcanzando un valor de 1,05 billones de yuanes (162.800 millones de dólares) ha superado además las expectativas de los analistas, tras el desplome del 20,6% de febrero de 2016, que fue el mayor en casi siete años. Si bien las importaciones continuaron descendiendo, moderaron el ritmo de su caída hasta un 1,7% en comparación con los últimos meses (en febrero de 2016 habían retrocedido un 8% interanual y en enero otro 14,4%), alcanzando un valor de 855.510 millones de yuanes (132.400 millones de dólares).

- LACALLE, D. (2016), "La magnitud del agujero chino que viene... 'muy superior al de las subprime'", *Diario El Confidencial*, www.elconfidencial.com (consultada el 2 de febrero de 2016).
- LUYET, L. (2015), "El largo camino que aún espera al yuan", *Diario El Economista*, www.eleconomista.es (consultada el 11 de diciembre de 2015).
- SHENG, A., y GENG, X. (2014), "La siguiente fase de la profundización financiera de China", *Diario El Economista*, www.eleconomista.es (consultada el 8 de diciembre de 2014).
- SPENCE, M. (2015), "La nueva normalidad 'lenta' de la economía china", *Diario El Economista*, www.eleconomista.com (consultada el 3 de mayo de 2015).