

## De acá a la China: Observaciones de política monetaria

Juan Matías De Lucchi<sup>1</sup>  
Circus, 01/2017

*"Did China ask us if it was OK to devalue their currency (making it hard to our companies to compete (...)) I don't think so"* (Donald Trump en Twitter, 5/12/2016)

Uno de los objetivos estratégicos del gobierno chino es la internacionalización de su moneda, el renminbi (RMB). Los *swap* de monedas que el banco central chino (PBOC) logró acordar con sus pares de diversos países, incluyendo el BCRA; la intención de Londres de convertirse en la principal plaza *offshore* de yuanes del mundo (el gobierno británico emitió bonos denominados en yuanes en 2014) o la reciente incorporación del RMB a la canasta de monedas del FMI, son aspectos relevantes de un proceso global de características irreversibles.

Sin embargo, la estabilidad y la tendencia a la revaluación que el yuan había marcado en los últimos veinte años, con posterioridad a la devaluación e unificación cambiaria de enero de 1994, se revierte con firmeza a principios de 2014. Paradójicamente, en el periodo en que el RMB consigue sus mayores alcances institucionales, como los mencionados arriba, comienza su debilitamiento en las ruedas de negociación. Sin ánimo de exagerar, desde entonces, la política monetaria, la dinámica del mercado de cambios y los controles de capitales que se ha venido observando en China presentan ciertas similitudes al proceso experimentado en Argentina, digamos, desde principios de 2011, cuando comienza el drenaje de sus reservas internacionales.

---

<sup>1</sup> Profesor de Maestría en Desarrollo Económico, IDAES-UNSAM; Ex asesor, BCRA.

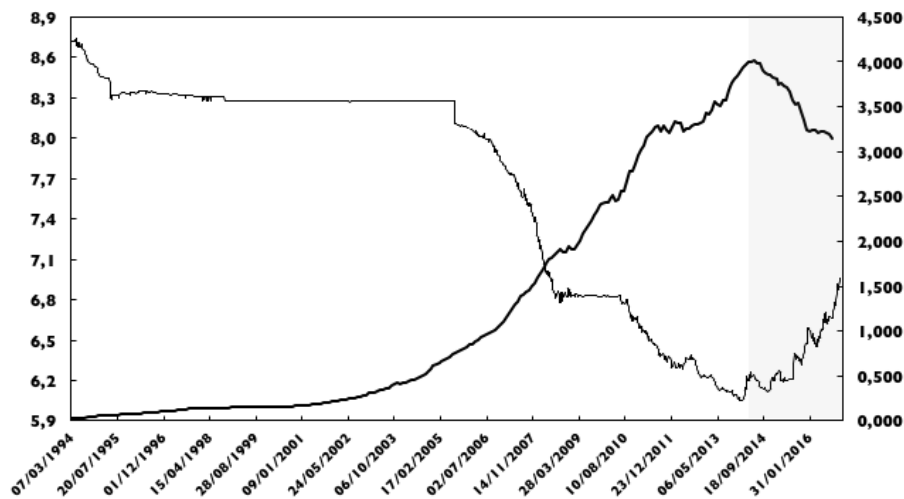


Figura 1: Tipo de cambio *onshore* - CNY/USD - (línea fina, eje izquierdo); Reservas internacionales en billones de dólares (línea gruesa, eje derecho)  
Fuente: FRED

Desde el pico de junio de 2014 (área sombreada), cuando alcanzó los 4 billones de dólares en reservas internacionales (o trillones en la escala anglosajona), hasta la actualidad, el PBOC ha perdido alrededor de 1 billón interviniendo sistemáticamente en el mercado de cambios. No obstante, aun así, el yuan acumuló en el mismo período una depreciación del 15%. Si bien se trata de una depreciación menor a la acumulada por las principales monedas, el *US dollar index* (DYX) aumentó un 25%, ni el Banco Central Europeo ni el Banco de Japón, por ejemplo, han estado interviniendo como sí lo ha hecho el PBOC.

## Billete alcista

Mientras el mundo creyó que el *zero lower bound* y los programas *quantitative easing* de la FED venían para quedarse, China hizo política monetaria como si fuese Japón. Recordemos que, a pesar de la fuerte regulación financiera, en los veinte años de estabilidad y revaluación cambiaria, China ha sido un gran receptor neto de capitales, no solo bajo la forma de inversiones *greenfield* sino también de tipo especulativa. El fortalecimiento del yuan, en combinación de tasas de crecimiento económico de 10% en promedio, estimuló el *carry* en yuanes a una escala sin precedentes. Por este motivo, una porción importante de la acumulación de reservas han venido por el lado de la cuenta financiera.

En este contexto, el PBOC podía fijar tasas de interés inusualmente bajas pues, aun así, las tasas de retorno medidas en dólares eran muy atractivas. Por ejemplo, desde 2005 hasta la crisis global de 2008, la tasas interbancarias chinas

han fluctuado por debajo de la *federal funds rate*. Tal vez, este proceso contribuyó a subestimar los potenciales desafíos cambiarios que podría enfrentar el yuan hasta tanto no se consolidase como moneda internacional. En otras palabras, hasta tanto China no usufructuase plenamente del privilegio de emitir deuda en yuanes, irrestrictamente y en los mercados internacionales, potencialmente podría incurrir en problemas de balanza de pagos.

En agosto de 2015, luego de devaluar un 3% en tres ruedas consecutivas (después de casi tres meses de tipo de cambio fijo como resultado de fuertes intervenciones vendedoras), el PBOC emprendía una reducción gradual de tasas de interés, no solo bajando las tasas de referencia bancarias a 1 año (y las tasas de encajes) sino también la tasa de pases pasivos (*reverse repo rate*), instrumento utilizado para definir el límite inferior de la tasa interbancaria.

La política monetaria expansiva pudo haber estado orientada a contrarrestar los eventuales efectos contractivos de la devaluación de agosto que, si bien no fue significativa, hizo mucho “ruido”. Por ejemplo, a sostener el *boom* inmobiliario, el consumo privado y el gasto público provincial evitando que se agravasen los ratios de endeudamiento. De todas maneras, no hay que perder de vista que en junio de 2015 se había pinchado la burbuja de las bolsas de Shanghai y Shenzhen después de haber acumulado subas interanuales del 150-190% en dólares. Sin lugar a dudas, el pánico bursátil de junio aceleró la corrida cambiaria que terminó desencadenando la devaluación de agosto. En realidad, el derrumbe bursátil no fue mayor porque el gobierno salió fuertemente a intervenir el mercado, comprando acciones directamente y restringiendo las operaciones en corto. Por tal motivo, una suba de tasas en tal contexto podría haber agravado la situación financiera. Pareciera que el gobierno chino siguió las recomendaciones que Keynes desliza en la *Teoría General* cuando sostiene que el “remedio” al boom financiero no es una suba, sino la baja de tasas para mantener el mercado en un estado de “*quasi-boom*”. En el mismo sentido, Minsky (1992) aseguraba que, en tales contextos, las subas de tasas aceleran las transformaciones de las unidades especulativas en unidades Ponzi.

De cualquier forma, mas allá de la reacción del gobierno frente al derrumbe bursátil, a la luz de lo ocurrido posteriormente, especialmente hacia el segundo semestre de 2016, el sesgo monetario expansivo no parece haber sido el mejor dispositivo para enfrentar la especulación cambiaria. Desde entonces, la

tensión que se observa en China se da entre su política monetaria de “país central” y su política cambiaria de “país periférico”.

En el mundo periférico, las devaluaciones son ejecutadas en combinación de ajustes en la tasa de interés para estabilizar con mayor firmeza las expectativas de devaluación o, en otros términos, para minimizar el *overshooting* del tipo de cambio. Por supuesto que China no está en una posición de fragilidad periférica pues todavía tiene mucho margen externo. Sin embargo, las presiones cambiarias que se observan no son para nada despreciables, sobre todo, considerando que la estabilidad de mercado es una precondition para que el RMB pueda consolidarse como moneda internacional. De todas maneras, vale la pena mencionar que algunos analistas ya comienzan a encender luces amarillas. Siguiendo las recomendaciones metodológicas del FMI para la sustentabilidad externa, en caso de que los controles de capitales no fueran totalmente efectivos (como en general sucede), el PBOC debería contar al menos con 2,9 billones de dólares de reservas, un poco menos de las tenencias actuales (Chen and Orlik, 2016).

Mas allá de los factores internos, no hay duda que el contexto internacional cambió. A mediados de 2013, la FED anuncia el inicio del *tapering* de sus compras masivas de activos y ya en octubre de 2014 el QE3 era dado por concluido. Por otro lado, tanto en diciembre de 2015 como, recientemente, en diciembre de 2016 la FED aumentó respectivamente 25 pb. el límite superior del rango de tolerancia definido para la *federal funds rate*. Por ello, sumado también el efecto Trump, los bonos del tesoro americano a 10 años ya proporcionan rendimientos en la zona del 2,5%. En otras palabras, una vez redefinidas de las condiciones externas que habían actuado como *push* para los flujos de capitales hacia China (y hacia el resto de las economías periféricas), el proceso de retroalimentación especulativa comienza a operar en un sentido inverso a través del desarme de posiciones en yuanes.

### **La volatilidad como instrumento**

Sin embargo, frente a la persistente salida de capitales y pérdida de reservas, la reacción oficial no se orientó a modificar el sesgo de su política

---

<sup>2</sup> Entendido el concepto de *overshooting* como un fenómeno comportamental (*behavioural finance*) y no como el resultado de “fallas de mercado” que, supuestamente, impiden que el ajuste sea instantáneo a los niveles de “equilibrio”.

monetaria sino a reforzar los controles y las restricciones cambiarias, por ejemplo, limitando las compras anuales de dólares a 50 mil yuanes como máximo o, restringiendo los préstamos al exterior, usualmente utilizados como vehículos de fuga.

Los dilema de política que hoy enfrentan las autoridades chinas se parecen bastante a los experimentados por el gobierno argentino anterior. A primera vista, parecería que los chinos se la ven un poco mas fácil por una serie de razones estructurales. Por un lado, dado que el gobierno controla las principales empresas y prácticamente el sistema bancario en su conjunto, tendría actuación en ambos lados del mostrador. Por otro lado, parece razonable asumir que el publico chino carece de los reflejos y el entrenamiento que los argentinos han desarrollado en materia cambiaria. Finalmente, la inexistencia de un mercado *offshore* de bonos soberanos restringe parcialmente la posibilidad de evadir los controles a través de operaciones de “contado con liqui”, al menos de una manera menos riesgosa, pues efectivamente el sector privado ha estado operando con Bitcoin para hacerse de divisas en el exterior. De hecho, el mercado alcista de Bitcoin, impulsado por el “contado” chino, retrocedió fuerte a principio de enero cuando el gobierno anunció su intención de regular dichas operaciones.

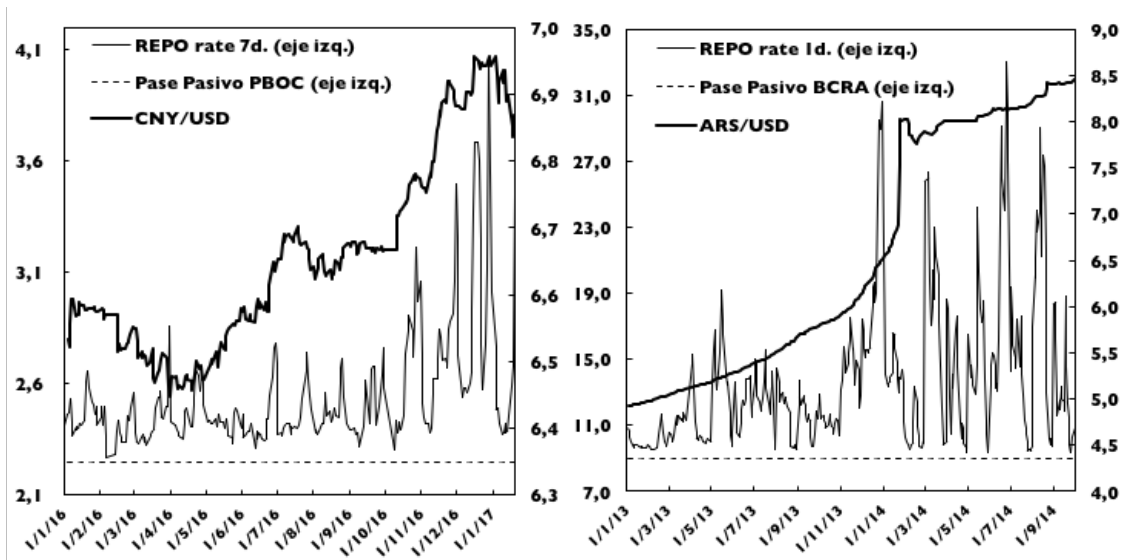
Sin embargo, la complejidad del caso chino pasa por otro lado: Hong Kong. Bajo el lema “un país, dos sistemas”, Hong Kong es la principal plaza *offshore* de yuanes y, en tal sentido, la cocina en donde se forman mayormente los comportamientos especulativos y en donde el PBOC enfrenta limitaciones para intervenir. Por ello, en los momentos de estrés cambiario se forma una brecha entre el dólar *offshore* (CNH/USD), mas alto, y el dólar *onshore* (CNY/USD). Sin embargo, con el objetivo evitar que la brecha cambiaria refuerce el ataque especulativo, el PBOC fondea e instruye a las filiales de los principales bancos chinos en Hong Kong a que vendan dólares *offshore*.

Jugando a los paralelismos, el dólar *offshore* sería al PBOC lo que el dólar “contado con liqui” era al BCRA. Sin bien el BCRA podía naturalmente intervenir en el mercado de bonos, lo cierto es que lo hacia el ANSES por tener mayor poder de fuego (Bonar 24, por ejemplo). Para continuar con los paralelismos, por otro lado, aunque el BCRA se jacte hoy de no intervenir en el mercado de cambios (entiéndase, operaciones con bancos privados), en realidad es el Banco Nación (como los bancos chinos en Hong Kong) el que define el rango de tolerancia para las fluctuaciones del tipo de cambio.

De tal forma, el objetivo del PBOC no solo ha sido mantener cerrada la brecha cambiaria sino también minimizar sus intervenciones vendedoras dándole mayor flexibilidad al tipo de cambio. El problema de esta estrategia, como ocurrió en Argentina, especialmente hacia finales de 2013 y principios de 2014, es que la aceleración de las micro-devaluaciones administradas terminan reforzando las expectativas de devaluación y, contrariamente al efecto buscado, terminan induciendo mayores intervenciones.

Finalmente, un aspecto bastante técnico, pero que vale la pena analizar, tiene que ver con la estrategia que el PBOC ha adoptado en los mercados interbancarios *onshore* (Shanghái) y fundamentalmente *offshore* (Hong Kong). Sin alterar las tasas de referencia, el PBOC ha estimulado la volatilidad de tasas en el mercado REPO para entorpecer el apalancamiento (en yuanes) de la dolarización. Como bien explican Vaishampayan y Wei en el WSJ: *“The more bearish bets pile up on the yuan offshore, the more difficult it is for the central bank to control its descent. These bets are typically enacted by traders who the borrow the yuan overnight, and exchange it for dollars, exchanging the money back the following day after the yuan has dropped- a practice know as ‘shorting’. A raise in overnight borrowing cost makes this a les profitable trade”* (Vaishampayan y Wei, 2016)

Concretamente, la estrategia consiste en impedirle a los bancos públicos superavitarios que descarguen los excesos de liquidez en el mercado interbancario. En sistemas donde no funciona plenamente el corredor de pases, solo funcionan los pisos pero no los techos, ya sea por razones institucionales (el banco central se niega a realizar pases activos o redescuentos) o “reputacionales” (los bancos son reticentes a captar del banco central para preservar el anonimato), las tasas interbancarias pueden alcanzar fuertes subas en un día y caer al otro día al nivel de referencia de los pases pasivos. En otras palabras, adoptando un comportamiento no acomodaticio en el corto plazo y manteniendo bajas las tasas de absorción monetaria el PBOC provoca una fuerte volatilidad de tasas interbancarias. En la misma línea, por otro lado, el PBOC ha estado sustituyendo sus operaciones de pases pasivos a 7 días por 14 días para incrementar aun mas la volatilidad.



Figuras 2 y 3: Tasas interbancarias y tipos de cambio en China y Argentina  
Fuente: FRED, CFETS y BCRA

A grandes rasgos, el supuesto que estaría por detrás de estos procedimientos operativos es que volatilidad desincentiva las apuestas especulativas. El criterio valdría tanto para los casos de volatilidad de tasas de interés como para los de tipo de cambio, como generalmente sostienen hoy los defensores del *Inflation Targeting*. Para estos últimos, el criterio se funda en la hipótesis de los mercados eficientes donde, bajo el supuesto de que los precios financieros siguen paseos aleatorios, los comportamientos especulativos no tendrían razón de ser.

Mas allá de si se trata de un esquema de dólar estable con tasa volátil o tasa estable con dólar volátil, el objetivo de fondo sería el mismo: hacer de la tasa de retorno en dólares lo más parecido a un paseo aleatorio. Como en China hoy, en Argentina se aplicó un esquema de tasas interbancarias volátiles y dólar administrado. Se mantuvo baja la tasa de pases pasivos del BCRA mientras se retiraba del mercado interbancario al Banco Nación, uno de los mayores proveedores de liquidez del sistema. Así, se evitaba la consolidación de un “floor system” a niveles bajos, tasas interbancarias próximas y estables al piso del corredor. También es cierto que las tasas de corte de LEBAC funcionaban en la práctica como un techo de corredor, pues los pases activos no eran operados. Luego de la devaluación de enero de 2014, como la suba de la tasa de LEBAC no fue acompañada por la de pases pasivos, se generó una suerte de corredor extremadamente ancho de casi 2.000 pb. para las fluctuaciones de la tasa REPO y CALL.

Ya en un contexto algo diferente, Argentina también experimentó una situación similar entre la devaluación de diciembre de 2015 y principio de marzo de 2016. En ese breve período, siguiendo las recomendaciones teóricas de Milton Friedman, el BCRA quiso controlar la base monetaria mientras liberaba el tipo de cambio, flexibilizaba los controles y bajaba la tasa de pasivos pasivos (y también de LEBACs). Como era de esperar, ni el BCRA pudo controlar la cantidad de dinero (que siempre es endógena, claro), ni la volatilidad de tasas pudo contener las expectativas y la escalada del dólar que cruzó la barrera de los 16 pesos. El mercado de cambios se estabilizó una vez que el BCRA abandonó su enfoque monetarista y tomó las riendas subiendo 600/700 pb. las tasas de referencia y haciendo fuertes ofertas de dólares en el mercado mayorista para dejar bien en claro que 16 era un techo para el gobierno.

La experiencia argentina demostró que este tipo de esquemas no terminan siendo efectivos cuando se trata de defender la moneda. Algunos de los motivos podrían ser los siguientes. Por un lado, para el persistente “shorteo” de pesos o yuanes, mas importante que la volatilidad de la tasa de fondeo es el promedio móvil de dicha tasa. Si persistentemente la tasa media de fondeo esta por debajo de las expectativas de devaluación no hay volatilidad que pueda impedir la dolarización de carteras. Si bien es cierto que dicha volatilidad tiende a aumentar el promedio móvil de las tasas, porque se tratan de movimientos hacia arriba, en general, no llegan a compensar las expectativas de devaluación. Por otro lado, no hay que perder de vista que el incremento de la volatilidad de mercado tiende a reforzar el escenario de incertidumbre. Por ello, a la dolarización especulativa (las apuestas) la incertidumbre agrega la dolarización por motivos precaucionales. La preferencia por liquidez por motivos precaucionales es un mecanismo de cobertura frente a eventos adversos imprevisibles (Cardim de Carvalho, 2009). Dicho en otros términos, frente a la duda y confusión, el sector privado hace posición en dólares, no en moneda local.

### **¿Real o nominal?**

Con una tasa de inflación interanual de casi 2,5% en promedio en 2016 y plazos fijos a 1 año rindiendo al 1,75% según las pizarras de los grandes bancos públicos, desde un enfoque neoclásico se dirá que las causas de las tensiones externas serian las tasas reales (negativas) inferiores a la tasa natural. Además, frente a un tipo de cambio real supuestamente por debajo del de “equilibrio”, los agentes



racionales se estarían anticipando a la devaluación desarmando sus posiciones en yuanes. En realidad, los datos indican otra cosa: inflación estable (a pesar de la suba del dólar), superávit de cuenta corriente como porcentaje del PIB por arriba del 2% en los últimos cinco años y tasas de crecimiento por debajo de la media de los últimos treinta años (6,8%, 4 Trimestre 2016).

Similar a lo ocurrido en Argentina, como se trata de un problema fundamentalmente financiero, poco tienen que ver las variables reales y bastante las nominales: expectativas de devaluación que se retroalimentan con el sesgo de la política monetaria. Aun en contextos de tasas de interés reales negativas, si la tasa nominal es lo suficientemente atractiva como para compensar la devaluación esperada, además de ciertos riesgos y costos, no hay motivos para que el sector privado prefiera dolarizarse. Aunque el caso argentino presenta una complejidad adicional, porque se trata de un sistema financiero bimonetario, durante el 2016 se recuperaron las posiciones en pesos aun con tasas reales *ex post* negativas. No obstante, vale decir, las tasas reales *ex ante* (a la Fisher, descontando la inflación esperada y no la pasada) han fluctuado en torno al 5% según el REM del BCRA.

### **Comentarios finales**

Como sostenía en un trabajo pasado (De Lucchi, 2014), los controles de capitales chinos han sido un importante “complemento” de política pero no la variable central que pudiera explicar los veinte años de estabilidad cambiaria. Como en general el sector privado le teme más a las devaluaciones que al garrote de la ley, no hay control de capitales que pueda parar por sí solo una corrida cambiaria. Por este motivo, el reforzamiento de los controles chinos difícilmente puedan revertir la tendencia sino son acompañados de otras medidas de mayor profundidad.

Por otro lado, en el caso chino, algunos analistas sostienen que la pérdida de reservas podría estar generando una complicación adicional. Como el PBOC acumula reservas bajo la forma de bonos del tesoro americano, la liquidación de los mismos para atender la demanda de dólares podría estar presionando la curva americana de rendimientos dado que la FED, por lo general, no interviene en todos los tramos. En otras palabras, dada la magnitud de los volúmenes operados, el drenaje de las reservas chinas podría aumentar la tasa internacional. Sin embargo, es poco probable que esto pueda ocurrir por los efectos de segunda ronda del mismo proceso: el especulador que “vuela a la calidad” aplica los

dólares que le compra al PBOC (o a cualquier banco central) en bonos del tesoro americano (ver Serrano 2008 sobre “el mito del colapso americano”). Con lo cual, si bien el PBOC estaría aumentando la oferta de bonos americanos en el mercado mundial, lo más probable es que solo se trate de un cambio de manos entre el gobierno chino y los privados del mundo. Planteado en otros términos, la oferta del PBOC se estaría acomodando indirectamente a la demanda privada.

Finalmente, para concluir, no cabe duda que la tasa de interés tiene efectos distributivos a considerar con seriedad. Sin embargo, un ajuste a tiempo de las tasas de referencia puede descomprimir el stress cambiario y evitar, en determinadas circunstancias, las maxidevaluaciones que tanto afectan al salario real. Argentina podría haber evitado el drenaje de 25.000 millones de dólares en reservas desde 2011, el exceso de controles y, en parte, la devaluación de diciembre de 2015 si en su momento hubiese primado un diagnóstico acertado: que la tasa de interés tiene poco efecto sobre la inversión productiva y mucho efecto sobre la composición de las carteras financieras del sector privado (De Lucchi, Guaita y Guaita, 2013; De Lucchi, 2014).

## Referencias

- Cardim de Carvalho, F.J. (2009) “Uncertainty and money: Keynes, Tobin and Kahn and the disappearance of the precautionary demand for money from liquidity preference theory” *Cambridge Journal of Economics* 2009, 1 of 17 doi:10.1093/cje/bep020
- Chen, F. and T. Orlik (2016) “Something in reserve? Assessing China’s FX buffer” *Bloomberg Professional*, February 1, 2016.
- De Lucchi, J.M.; S. Guaita y N. Guaita (2013) “Hacia una explicación alternativa a la ‘Formación de Activos Externos’ en Argentina”, *Circus*, Noviembre 2013.
- De Lucchi, J.M. (2014) “Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2013-2012)”, Documento de Trabajo Nro. 53, CEFIDAR, Enero 2014.
- De Lucchi, J.M. (2014) “Política monetaria, bancos públicos y flujos de capitales en China” Documento de Trabajo Nro. 61, CEFIDAR, Septiembre 2014.
- Minsky, H.P. (1992) “The Financial Instability Hypothesis,” Working Paper No.74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Serrano, F. (2008) “A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000” em Fiori, Medeiros y Serrano (eds.) “O mito do colapso do poder americano”, Editora Record, Rio de Janeiro, 2008.
- Vaishampayan, S. and L. Wei (2016) “Surge in offshore yuan borrowing rate suggests China intervention”, *The Wall Street Journal*, September 11, 2016.