

FINANCIANDO LOS CARNAVALES NORTEAMERICANOS

Jurgen Schuldt

“El dólar es nuestra moneda, pero es vuestro problema”

John Connaly, Secretario del Tesoro, gobierno de Nixon (1971)

Si el célebre economista Fritz Machlup (1902-1983) despertara hoy en día, cual Rip van Winkle, no saldría de su asombro por la masa de reservas internacionales netas (básicamente en dólares norteamericanos) que vienen acumulando los Bancos Centrales de las ‘economías emergentes’, especialmente de los del lejano este asiático. Le volvería a la memoria la pésima costumbre –por lo demás, universal- de su querida señora ‘Mitzi’ (gatita, en el idioma del austriaco), que desplegaba un inagotable impulso por llenar cada vez más su inmenso guardarropas, a tal grado que no había como usar tantos vestidos... ni chequera que lo soportara. Actitud que, cuarenta años atrás, Machlup comparaba con el afán desmesurado que entonces caracterizaba a los Bancos Centrales europeos por atesorar divisas, sin saber bien porqué, pero asumiendo pérdidas incomprensibles. Si pudiera constatar el actual monto de reservas del Perú, seguramente le daría soroche en la costa.

1. Indigestándonos con Reservas Internacionales

Seguramente que nuestro héroe no entendería porqué todos los meses se festeja y aparentemente con toda razón, no solo en el Ministerio de Economía y en el Banco Central, el explosivo aumento de nuestras Reservas Internacionales Netas (RIN), que es el resultado final de todas nuestras transacciones de bienes, servicios y capitales con el resto del mundo. Si la cifra es positiva –es decir, si entran más divisas de las que salen del país- el Banco Central aumenta su stock de RIN. Lo que viene sucediendo incesante y cada vez más aceleradamente, tanto por el auge de nuestras exportaciones, como por el ingreso de divisas por otros conceptos, tales como la inversión extranjera directa, los préstamos externos, las remesas de nuestros emigrantes y los innumerales.

Ese proceso se viene prolongando sorprendentemente desde el año 2001, después de haber perdido cerca de US\$ 2.000 millones de RIN a lo largo del trienio 1998-2000. Entre 2001 y el 2004 nuestras RIN aumentaron en casi US\$ 4.500 millones, a las que se le añadieron otros US\$ 1.000’ en el primer cuatrimestre de este año, con lo que hoy en día debemos haber alcanzado el astronómico valor de US\$ 14.000 millones (ver Gráfico I). Como van las cosas, el armario de RINes del BCR bordearía los US\$ 17.000’ hacia finales de este año, lo que equivaldría a más de 15 meses de importaciones y al impresionante 25% de nuestro Producto Interno Bruto (PIB).

Nótese que en la época en que la señora Machlup apretujaba su ropero, bastaba que el Banco Central tuviera el equivalente en RIN de *tres meses de importaciones*, que era –a ojo de buen cubero- el criterio que se utilizaba para estimar la *viabilidad externa de una economía*. De entonces a esta parte las cosas han cambiado, tanto por la defunción de Bretton Woods (cuando se suspendió la convertibilidad del US\$ el 15 de agosto de 1971), como, sobre todo, desde que nuestras economías *abrieron indiscriminadamente su cuenta de capitales*. A consecuencia de lo cual los impredecibles y peligrosos contagios que pueden llegar de fuera han crecido, como lo hemos podido experimentar dolorosamente con las crisis financieras internacionales de los años noventa, comenzando por México (1994), pasando por Tailandia (1997) y el Este Asiático, hasta llegar a los achaques que nos llegaron poco después desde Rusia, Turquía, Brasil y Argentina.

Este proceso de atesoramiento de RIN es especialmente notorio en economías asiáticas como Tailandia que tenía montos equivalentes al 15% de su PIB en 1997 (antes de la crisis que explotó en junio) y que hoy en día ha sobrepasado el 30%, como Corea en que en ese periodo pasó del 5% al 30%, Malasia que del 20% amasó el 40%. Tal tendencia, por lo demás, es común a casi todas las denominadas ‘economías emergentes’, cuyas autoridades monetarias –entre otros motivos- aparentemente siguen aterrorizadas por los traumas derivados de las tristemente célebres ‘paradas bruscas’ (el conocido ‘*sudden stop*’ a la Guillermo Calvo); es decir, por la intempestiva emigración o recorte del flujo de capitales foráneos de los años noventa.

2. Justificando la glotonería

Son varias las motivaciones o preocupaciones que justifican tal actitud. Una *primera*, deriva de la necesidad de asegurar el cumplimiento de las *transacciones corrientes*, para sostener el comercio en una economía abierta, que era el objetivo último antes de los años noventa. *Otra*, ligada a *motivos de precaución*, frente a la posibilidad que se desate una crisis de balanza de pagos, que desde la década pasada ha pasado a primer lugar, como consecuencia del impacto creciente que han tenido los contagios internacionales mencionados sobre la macroeconomía doméstica, a pesar de la solidez de las cuentas básicas. Una *tercera* justificación válida deriva del hecho de querer usar las elevadas RIN para levantar la imagen del país; es decir, *como garantía* (colateral) para asegurar el acceso del país a los mercados financieros internacionales. Una *cuarta* razón consiste en intervenir en el mercado cambiario para *evitar fluctuaciones bruscas* del tipo de cambio. Una *quinta* motivación, ligada en parte a la anterior y que es nuestro caso, consiste en amontonar reservas para evitar que el tipo de cambio se vaya al piso y perjudice nuestra balanza comercial, ya que la sobrevaluación de la moneda nacional disminuye el margen de ganancia de los exportadores y abarata las importaciones. Una *sexta* motivación, paradigmáticamente representada por el caso de China, consiste en intervenir en el mercado cambiario para *fomentar una estrategia pro-exportadora*.

De los mencionados, la experiencia ciertamente más interesante es esta última, que exaspera a los demás poderes mundiales, especialmente a EEUU y Japón. Porque efectivamente China logró elevar sus tenencias de RIN del 15% al 25% de su PIB (que, dicho sea de paso, es una medida aproximada de la *solvencia* de una economía), lo que –en términos absolutos- significó una acumulación casi inimaginable de RIN, que hoy en día alcanza el equivalente de US\$ 600 miles de millones, nivel que solo ha logrado sobrepasar el Japón. En este caso, a diferencia de las respuestas anteriores que son básicamente *pasivas*, parecería que aquí el gobierno chino viene acumulando reservas *como una de las componentes centrales de su estrategia de promoción y fortalecimiento de desarrollo 'hacia fuera'*.

Es decir, para estimular sus exportaciones, en esta economía hermafrodita se llevó a cabo una *estrategia activa* -que escapa al libreto ortodoxo- de acumulación de reservas, para poder mantener sistemáticamente subvaluada su moneda, que se estima llega a niveles de entre 25% y 40%. Recuérdese que, después de la devaluación del 45% en 1994, el tipo de cambio del yuan (o remimbi) se ha mantenido prácticamente constante en 8,28 unidades por US\$. Lo que, como lo señaláramos el mes pasado (“Los déficit gemelos de EEUU”), no parece que durará mucho tiempo más: El freno que EEUU le acaba de imponer a las importaciones de textiles chinos, más la amenaza de la Unión Europea, que le ha lanzado un *ultimatum* a los chinos para que vean como dejan de invadir tan agresiva y abusivamente sus mercados, indica que la guerra comercial y las presiones para que se revalúe el yuan se han vuelto más agresivas que el año pasado. Culminado el Acuerdo Multifibras, que asignaba cuotas para los textiles que ingresaban a los países desarrollados, esos reaccionan ahora violentamente – ¡luego de 40 años de protección!- porque una serie de países ‘emergentes’ invaden ‘prepotentemente’ sus mercados industriales. So pretexto de la subvaluación del yuan, han renacido las tendencias proteccionistas en la Unión Europea y EEUU. ¿Qué dirían estos últimos si China les dijera que eliminaran los subsidios agrícolas y que, a cambio, revaluarían el yuan? También Japón y Corea del Sur presionan para que se revalúe el yuan, con lo que se amplían los ámbitos de la conflictividad a escala mundial.

3. El menú para una dieta racional

En ese proceder los Bancos Centrales parecería que vienen exagerando, remedando a la señora Machlup: dan la impresión de que solo buscan maximizar sus tenencias de RIN (¿y de poder y prestigio?), en vez de actuar en base a un *criterio para optimizar el stock*. A ese respecto, nótese que el *monto absoluto* de Reservas no nos dice mucho sobre la capacidad de un país para defenderse ante un ataque especulativo, ni sobre la posibilidad que se desate una crisis externa.

El indicador que parece que mejor permite pronosticar esa probabilidad es la relación existente entre esas Reservas y la *Deuda Externa de Corto Plazo*, que finalmente no es otra cosa que una medida de la *liquidez internacional* de la

economía en cuestión Y es precisamente este indicador el que se ha duplicado o triplicado en los últimos años en todos estos países: la relación ha pasado a 3,5 en Tailandia, a 4,5 en Malasia, a 2,5 en Corea y a 12 (sic) en China, por lo que –si consideramos que ese índice de liquidez es contundente- están absolutamente acorazados frente a crisis foráneas, vengan de donde sea: por ataques especulativos, contagios, deterioro de sus términos de intercambio, alza de las tasas internacionales de interés, grado de maduración del servicio de la deuda externa y demás alimañas globales. En el Perú, estrictamente, si consideramos solo la deuda externa de corto plazo, estaríamos en 7 y si le añadimos el servicio de la deuda de largo plazo que madura en el año, seguiríamos en un elevado 3.

Pero hay que reconocer que nuestra realidad es muy distinta a las asiáticas, sobre todo en el tema que estamos tratando. Y es que, como es sabido, la economía peruana está altamente dolarizada (aunque, afortunadamente, cada vez menos), a tal grado que los depósitos en moneda extranjera alcanzan los US\$ 9.000 millones, que habría que añadir al cálculo, dado que son muy similares a la deuda externa de corto plazo, puesto que pueden intentar refugiarse afuera, de la noche a la mañana, desatando una hecatombe de proporciones; recordando, por lo demás, los peligros latentes que actualmente penden amenazadoramente sobre nuestra economía por las graves tensiones de la economía mundial. Con lo que, si añadimos tales obligaciones a las otras dos mencionadas, alcanzan exactamente a los US\$ 14.000' que tenemos en RIN. Así la relación entre el stock de RIN y esos *dólares huidizos* (3.000+2.000+9.000) llega justamente al 1, de manera que *dispondríamos estrictamente del mínimo necesario* para defendernos del peor de los latentes escenarios internacionales.

Por supuesto que hay que ser muy pesimista para creer que por la crisis internacional que estaría por desatarse en el transcurso de los próximos años (¿meses?), todos los US\$ 9.000' depositados se irán. En la práctica, algunos no querrán y otros no podrán hacerlo, por lo que la relación unitaria como criterio parecería ser algo exagerada. No es así, sin embargo, porque hay que tener en cuenta el hecho de que –cuando se desate la crisis y se desate el contagio internacional- también el capital extranjero que venía inmigrando a nuestra economía o que tenía la intención de hacerlo se comprimiría. Por lo que, efectivamente, el 1 es un índice apropiado para acumular reservas a efectos de guarecerse sólidamente frente a una crisis internacional, lo que permitiría cubrir –repetimos- los requerimientos inmediatos de la deuda de corto plazo, del servicio de la deuda externa que madura en el año, de la estampida de los depósitos de propiedad de privados en el BCR, del recorte súbito de la inversión extranjera y del desplazamiento de los capitales golondrinos.

4. Digresión sobre la ropa interior del BCR

Obviamente no todos esos activos de los que hemos venido hablando (es decir, las RIN) son 'propiedad' de nuestra autoridad monetaria, ya que una buena parte de ellas pertenece a la banca privada y al gobierno, en forma de depósitos y encajes que mantienen en el BCR. A ese valor 'propio' se le denomina Posición de

Cambio (POC), que es aproximadamente un 60% de las RIN: 65% de la POC está en US\$, 25% en Euros y el resto en otras divisas y oro. En cambio, prácticamente el 83% de las RIN están en US\$.

Lo más interesante de este proceso es que –desde septiembre 2003- las RIN han aumentado en 40% (de US\$ 10 billones a 14), mientras que la POC se ha duplicado (de US\$ 4 billones a 8), según se puede observar en el Gráfico I. En gran medida ello se debe a la –muy válida- desesperación del Directorio del BCR por evitar una excesiva revaluación del sol respecto a las divisas de los países con los que comerciamos, algo que ha logrado con bastante éxito, como se desprende del Gráfico II, adjunto.

En ese diagrama podemos observar la relación existente entre el tipo de cambio real (multilateral) y las compras del BCR en el transcurso de los últimos diez años. Observamos cinco fases, a saber: Entre mediados de 1993, a pesar de la fuerte compra de divisas, el tipo de cambio llegó a revaluarse crecientemente entre septiembre de 1993 y diciembre de 1998; a continuación, las intervenciones casi no se dieron y el tipo de cambio se devaluó abruptamente entre enero 1998 y diciembre 1999, básicamente como resultado de las crisis internacionales; luego, el Banco dejó de intervenir –entre enero 2000 y mayo 2002- y el tipo de cambio se revaluó sustancialmente.

Más adelante, como el tipo de cambio tendió a seguir revaluándose, el BCR volvió a intervenir agresivamente, especialmente desde 2003, dada la acelerada recuperación de las exportaciones. En este último caso, la autoridad monetaria sí tuvo éxito interviniendo en el mercado cambiario, evitando la extraordinaria revaluación del sol que se habría dado sin su participación, evitando así la tan temida aparición de la “enfermedad holandesa”. Finalmente, a pesar de las muy elevadas compras del año 2004, prácticamente no se pudo evitar la creciente sobrevaluación, si bien a ritmos soportablemente moderados. En el presente y el siguiente años, sin embargo, ello será más difícil, ya que, entre otros, este año siguen elevándose los niveles cuantitativos y de precios internacionales de nuestras exportaciones, así como el ingreso de capital extranjero.

4. Evitando las polillas

En pocas palabras, nuestro BCR aún no se comporta propiamente como la señora Machlup. Además, el profesor Machlup ahora así entendería el comportamiento supuestamente exagerado de acumulación de reservas en el Perú de hoy, aunque seguramente nos haría notar su elevado costo y, sobre todo, el peligro amenazante del déficit cuasi-fiscal que se estaría gestando a futuro. Pero, para dentro de un año, si continúa la catarata de exportaciones e inversión extranjera, habría que pensar en el uso que se le podría dar a las RIN excedentes. En ese panorama muy optimista, con tanta ropa acumulada, ¿no se apolillará? En efecto, aunque podría justificarse el comportamiento de la maximización de RIN por razones políticas o de prestigio mal entendido de la autoridad monetaria, ¿qué nos haríamos con tantas reservas, de bajo rendimiento y que incluso –en la medida en

que gran parte está en dólares norteamericanos cada vez más depreciados-estarían significando pérdidas millonarias de capital?

Ya lo alegaba Kenneth Rogoff, el hasta hace poco economista-jefe del FMI: “Una cosa es ahorrar para días lluviosos, pero acumular reservas (en exceso) es como construir el Arca de Noé”. A ese respecto vale la pena preguntarse: ¿No se podrían usar las reservas excedentes para estimular el crecimiento y la productividad de nuestra economía? Quizás, para facilitar la importación de bienes de capital y tecnología, para liberar divisas para requerimientos médicos y educacionales en el extranjero, para prepagar deuda externa a fin de reducir el elevado servicio y que es más costoso que lo que rinden los Bonos del Tesoro Norteamericano y, más aún, que lo será cada vez más en vista del alza esperada de tasas de interés.

¿No le rinde más al país construir puertos, escuelas, postas de salud y carreteras que lo que le dan los bonos del Tesoro? Taiwán es un interesante ejemplo de algunas de estas alternativas, aunque ciertamente no hay un consenso a este respecto entre los expertos en la materia. En todo caso, nos parece que el tema debería debatirse más técnicamente en el país, lo que se plasmaría en una *nueva o reformada Ley Orgánica del BCR* (para el próximo gobierno, ciertamente), dado que su Directorio parecería tener demasiado atadas las manos para administrar mejor nuestras reservas, tanto de su nivel, como de su estructura.

5. Más allá de los roperos

Para concluir y no perdernos en la enmarañada trama de esta selva que representan las finanzas internacionales y la administración de las reservas, cabría preguntarse por los motivos *ya más de fondo* por los que tenemos que acumular reservas, las que –finalmente- no son otra cosa que “exportaciones de capital” que favorecen a los EEUU. Porque, visto en perspectiva, ahí sí, y especialmente en su Departamento del Tesoro y su Reserva Federal, tienen motivos para festejar, porque gracias a los ‘países emergentes’ pueden cubrir sus gigantescos déficit gemelos.

Porque es que, gracias a nuestros bancos centrales, el gobierno de EEUU no tiene los ‘incentivos’ necesarios –tan queridos por nuestros amigos ortodoxos- para ajustar sus cuentas públicas y externa. Mientras sigan las compras de activos norteamericanos (bonos del Tesoro en lo sustancial) por parte de los Bancos Centrales del resto del mundo, Washington puede seguir con sus políticas de gastos exagerados, de consumo, de inversión, de compras militares, etc. Para eso es la moneda del Imperio, lo que le sigue dando ese “*privilegio exorbitante*” al que se refería Charles de Gaulle en los años sesenta. El *Euro* aún necesitará de mucho tiempo para competir de igual a igual con el ‘*greenback*’; y mucho más, para sustituirlo, como tardó el dólar en desplazar a la libra esterlina, apenas en la posguerra.

Lo que nos lleva al tema más peliagudo. A fin de cuentas lo que estamos reconociendo con esta 'necesidad' -real y perentoria, en las actuales circunstancias- de acumular reservas en US\$, es una confirmación adicional y el reflejo del hecho que cada vez más nos estamos sometiendo pasivamente a la globalización financiera, que es precisamente la que ha dado lugar a las imprevisibles turbulencias internacionales en el pasado reciente. Nos hemos venido insertando indiscriminadamente a la nueva división internacional del trabajo y a sus finanzas: con lo que ahora estamos pagando el enorme costo -para cubrirnos de su carácter errático- de tener que comprar ropa de invierno en los países tropicales. Es esa dinámica la que nos obliga a comportarnos -porque Mitzi ya se queda pequeña frente a ella- como "Santa Imelda", la viuda del exdictador filipino Ferdinand Marcos, que se jactaba de los 1.300 pares de zapatos que guardaba en su *walking closet*. Tamaña acumulación de RIN, no solo implica una exportación de capitales que tan necesarios son para el proceso de acumulación en el país, sino que encima vienen -literalmente- apolillándose al ritmo que se devalúa el US\$.

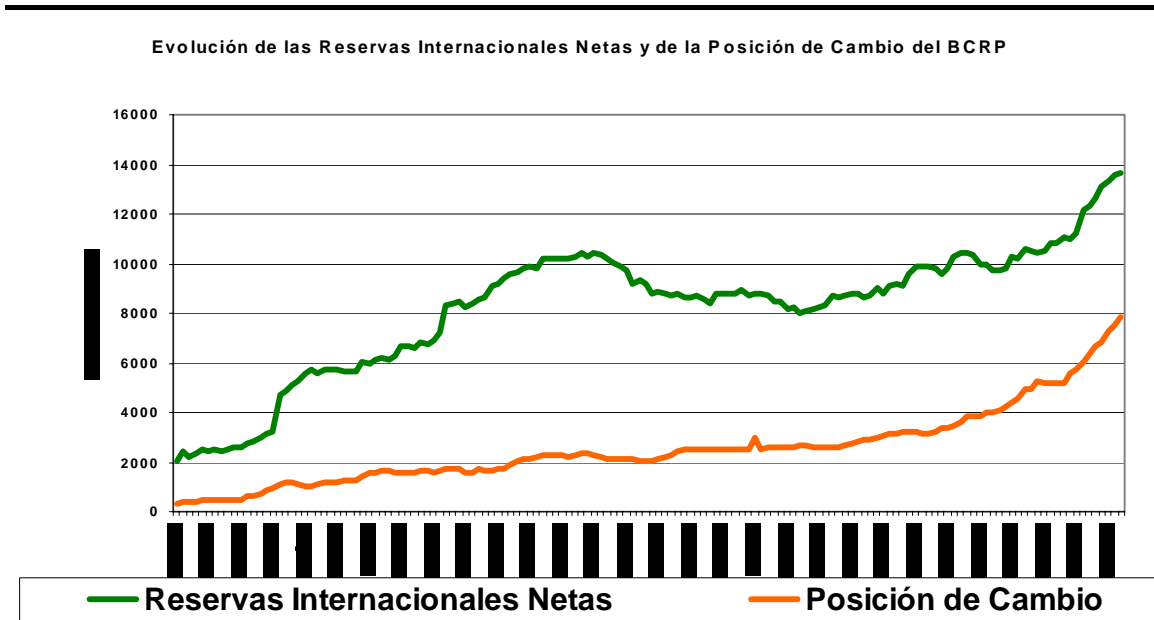
Pero lo mismo vale para los demás países que acumulan RIN para evitar una mayor caída de la paridad de su divisa *vis a vis* el US\$, con lo que contribuyen alegremente a cubrir los déficit norteamericanos. Así, *todos están subsidiando el gasto exagerado al que se ha acostumbrado EEUU desde, por lo menos, 1998*. Con lo que, naturalmente, la deuda externa de EEUU sigue aumentando escandalosamente y, lo que es peor, cuando llegue el momento del ajuste -y, cuanto más tarde, peor- el dolor será mayor. Dado que el Euro ha sido el que más se ha revaluado, los europeos son los que -hasta el momento- han pagado más cara esa tendencia a acumular reservas, pero también han contribuido con su parte los asiáticos, quienes poseen algo más del 50% de las reservas internacionales mundiales. Sin embargo, cuando llegue el día del parto de los montes, la carga no solo recaerá sobre Europa, ni mucho menos en los EEUU. Afortunadamente todavía hay tiempo para forzar medidas que permitan un "aterrizaje blando".

Por lo demás, para no tener que acumular excesivas RIN, también debería discutirse a nivel andino o sudamericano las pautas -aún embrionarias- de la "Iniciativa Chiang-Mai", propuesta por los países asiáticos (los 10 del ASEAN + Corea + China + Japón) para crear una red regional de *swaps* monetarios bilaterales y de acuerdos de recompra, con lo que un país que sucumbe a una crisis obtendría una línea de crédito inmediata y relativamente incondicional.

Finalmente, y esto es lo más importante, para poder vaciar un poco el ropero de excesivas reservas y para reducir en algo nuestra dependencia externa, aparte de seguir desdolarizando la economía y reducir nuestras obligaciones foráneas de corto plazo, es necesario repensar la *política de apertura indiscriminada a los flujos externos de capital*, exceptuando los ligados a la inversión extranjera directa, lo que permitiría, no solo acortar el monto de nuestras reservas internacionales 'necesarias', sino asimismo reducir la volatilidad de nuestras economías frente a potenciales contagios provenientes de crisis financieras internacionales. De lo

contrario, pagaremos las consecuencias de tener tanta polilla sinvergüenza metida en nuestro guardarropa.

GRÁFICO I:



FUENTE: Banco Central de Reserva del Perú

GRÁFICO II: TIPO DE CAMBIO REAL Y COMPRAS DE US\$ DEL BCR

