

Sonsoles Castillo*

Alicia García Herrero**

¿CUÁNDO SALTARÁ FRONTERAS EL RENMINBI?: EL PAPEL DE CHINA EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

En este artículo se revisan aspectos derivados del funcionamiento del sistema monetario internacional, algunos de los cuales podrían poner en cuestionamiento su continuidad y, por tanto, el mantenimiento del dólar como moneda de reserva internacional. Ante la emergencia de China como creciente potencia mundial, una de las cuestiones que se plantean es si el renminbi podría eventualmente jugar el papel de moneda de reserva: y en este sentido, se comentan los pasos que se están dando para internacionalizar la moneda china. No obstante se vislumbran fuertes limitaciones para que el renminbi sustituya o compita con el dólar en el corto y medio plazo, esto es, la asimetría entre el papel de China en la economía mundial y en el sistema monetario se mantendrá en el futuro más inmediato. En otro orden de cosas se plantean algunas consideraciones sobre el papel que puede jugar la divisa china en Asia. Aunque Asia está lejos de reunir las condiciones óptimas para la creación de una unión monetaria, se están produciendo avances significativos en la integración financiera. En este sentido se concluye que el renminbi tiene mayores opciones que por ejemplo el yen para convertirse en la moneda de referencia en la región. Incluso en este caso, la velocidad del proceso dependerá de la decisión de las autoridades en lo relativo, entre otros, a la apertura de la cuenta de capital.

Palabras clave: China, renminbi.

Clasificación JEL: F02, F33, F36, F40.

1. Introducción

El sistema monetario internacional ha dado muestras de recurrentes debilidades tal y como muestran tanto los

episodios de crisis financieras mundiales como la intensidad de los mismos.

El actual orden monetario internacional se caracteriza entre otros porque el dólar juega el papel de ancla nominal, y de una forma especial para aquellos países que como China y otros países asiáticos han emergido como principales jugadores en la esfera internacional. Estos países están desenvolviéndose con un modelo de

* Adscrita al Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).

** Adscrita al BBVA, Universidad de Hong Kong, Universidad Lingnan e IESE.

crecimiento basado en las exportaciones y con el establecimiento de un tipo de cambio fijo (o cuasi-fijo) con el dólar. Esto es lo que se ha venido en denominar Bretton Woods II. Como resultado de este modelo, China ha llegado a ser el mayor acreedor del mundo, lo que se refleja en crecientes superavit por cuenta corriente, masivas exportaciones y acumulación de ahorro. Mientras que por el otro lado, Estados Unidos se ha convertido en el mayor deudor del mundo, acumulando un cuantioso déficit por cuenta corriente, especialmente con China, pero también con Europa y Japón. Así, una de las cuestiones que se plantea aquí es si la acumulación de estos desequilibrios mundiales, creados en gran medida por la acción conjunta de Estados Unidos y China, es sostenible. Este es uno de los grandes interrogantes que plantea el actual sistema.

Otro elemento derivado del funcionamiento del sistema monetario internacional es la baja volatilidad del tipo de cambio de las divisas de los principales mercados emergentes. En este sentido, el uso de tipos flotantes administrados ha sido un elemento esencial para reducir la alta volatilidad del tipo de cambio, una volatilidad que por otro lado ha sido absorbida por las principales monedas desarrolladas, el yen y el euro. Y de nuevo aquí la pregunta es si esto es sostenible.

Por éstas y por algunas otras razones intrínsecas al actual modelo, se ha empezado a cuestionar la continuidad del actual sistema. Aunque es cierto que existen factores de riesgo que podrían provocar su colapso (por ejemplo, el empeoramiento de la crisis financiera, el aumento del proteccionismo, los enfrentamientos políticos, etcétera) y que han aparecido propuestas para la modificación del actual sistema monetario, no vemos razones que justifiquen un cambio radical a corto plazo. Respecto al potencial papel de China en el diseño de un nuevo orden cabe decir que, a pesar de su creciente poder, este país está atrapado por su elevada exposición al dólar, y una ruptura abrupta con el actual *status quo* generaría pérdidas colosales de capital.

Esto significa que si bien está claro que China se transformará en uno de los principales actores del siste-

ma financiero internacional, sólo lo hará lentamente en su propio beneficio. Ya se están observando algunos primeros pasos en este sentido, como el incipiente uso del renminbi en algunas transacciones internacionales privadas, pero el camino que tendrá que recorrer el renminbi para convertirse en una moneda global previsiblemente será largo y costoso.

Teniendo esto en cuenta, y dadas las escasas posibilidades de que se produzcan cambios drásticos de forma inminente, una cuestión clave es si el renminbi se convertirá, y en qué medida lo hará, en la moneda de reserva de Asia. Si pensáramos en el caso extremo, una unión monetaria en Asia, cabría hacerse dos preguntas. Primero, cuán lejos está Asia de ser una zona monetaria óptima. Y segundo, qué país y por tanto qué divisa cumpliría mejor el papel de moneda de reserva, el renminbi o el yen.

A partir de estas premisas, este artículo incluye en primer lugar una descripción general de los recientes cambios que se han producido en el sistema monetario internacional. A continuación evalúa las perspectivas del renminbi para convertirse en una moneda de reserva internacional. Una tercera sección cubre el debate del renminbi frente al yen en el contexto de una hipotética unión monetaria en Asia, analizando en particular si se cumplen los prerequisites para que funcione como una unión monetaria óptima.

2. Un sistema monetario internacional en evolución: repercusiones para el equilibrio inestable actual

El proceso de la globalización financiera es una historia con altibajos en la que las ganancias derivadas de la mayor integración financiera y del acceso a más capital se han visto mermadas por la elevada volatilidad que en algunos episodios ha venido aparejada a este proceso, tal y como constatan las crisis recurrentes. En este proceso, parte de la culpa de esta inestabilidad se puede achacar a la propia evolución del sistema monetario internacional. El colapso del sistema de Bretton Woods a principios de la década de 1970 eliminó un orden mone-

tario internacional que había sido crucial para conseguir la estabilidad monetaria desde la posguerra. Como consecuencia, las monedas se quedaron sin garantías tangibles que respaldaran su «verdadero» valor, lo que a su vez originó un período de gran volatilidad del tipo de cambio. Los países en desarrollo fueron los más afectados por la inestabilidad, debido a la combinación de varios factores. Primero, en el momento en que se instauraba este nuevo orden (o falta de orden) monetario internacional, muchos países en desarrollo se encontraban en las fases iniciales de la integración financiera con el resto del mundo, éste fue el caso del cono Sur en América Latina. El momento no podría haber sido peor, pues sufrieron inmediatamente las desventajas de la integración financiera, en concreto la elevada volatilidad, sin gozar de los beneficios, diversificación y mayor crecimiento. Segundo, ni el colapso de Bretton Woods ni el proceso de globalización financiera impidieron que la mayoría de los países en desarrollo mantuvieran regímenes de tipo de cambio fijo, convirtiéndose así en las víctimas del bien conocido «trilema» —que aparece cuando se persigue el triple objetivo de mantener a la vez la independencia monetaria, la estabilidad del tipo de cambio y una cuenta de capital abierta—.

Estas economías, al optar por la apertura financiera y el tipo de cambio fijo, renunciaron a la autonomía de la política monetaria y se centraron únicamente en mantener el tipo de cambio fijo frente al dólar en el nivel deseado. No obstante, conseguir este objetivo fue problemático dada la profundidad de las vulnerabilidades macroeconómicas que caracterizaban a muchas de estas economías, en forma de inflación crónica o de grandes desequilibrios fiscales y externos. En definitiva el cambio de percepción sobre estas economías en lugar de incorporarse de forma suave en el valor de su moneda, se tradujo en la imposibilidad de emitir deuda en moneda local (pecado original), justo en un momento en el que enfrentaban una elevada prima de riesgo en comparación con las economías avanzadas.

Como consecuencia, la integración financiera resultó especialmente peligrosa para los países en desarrollo:

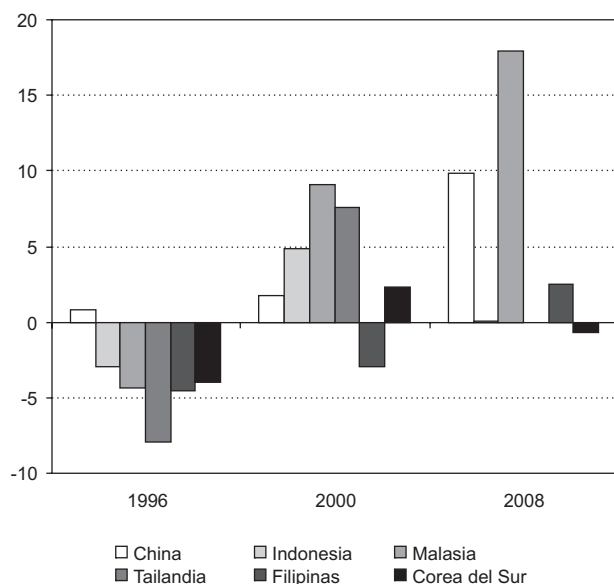
los desajustes de las monedas tendieron a resolverse mediante «huidas masivas» de la moneda local, lo que acarreó depreciaciones abruptas y, por consiguiente, un fuerte empeoramiento de las ratios de deuda externa debido a los efectos sobre el balance.

Una consecuencia fundamental de esta ola de crisis financieras ha sido el intento, por parte de muchas economías emergentes, de crear mecanismos con los que protegerse de estos eventos. La acumulación de reservas ha sido una de las herramientas esenciales en esta tarea de procurarse seguridad, hasta el punto de que algunos prestatarios tradicionales de los países en desarrollo han terminado por convertirse en acreedores externos netos. La otra cara de esta tendencia ha sido el aumento de los desequilibrios mundiales, como lo demuestra la coexistencia de un gran déficit por cuenta corriente en Estados Unidos con elevados superávits en las economías emergentes y, por consiguiente, una enorme acumulación de reservas.

Los países de Asia emergente han jugado un papel destacado en este proceso, especialmente tras la crisis de 1997. Países como Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia pasaron de tener déficit por cuenta corriente en el período previo a la crisis a mostrar superávits abultados durante gran parte de la primera década del Siglo XXI (véase el Gráfico 1). Otros casos, China en particular pero también Singapur o Hong Kong, han registrado sistemáticamente superávit en sus cuentas corrientes y de hecho los han aumentado desde la crisis asiática.

Hay dos explicaciones diferentes a esta tendencia de algunos países asiáticos a los superávits corrientes. Una relaciona ese proceso con las tasas de ahorro, tradicionalmente altas. La otra se centra en la pronunciada caída de la tasa de inversión registrada en muchos países asiáticos tras la crisis de 1997. Es difícil argumentar cuál de las dos explicaciones se acerca más a la verdad. Alternativamente una forma más general de entender la realidad asiática es echar una mirada atrás en el tiempo y comparar Bretton Woods con el actual sistema, para concluir que ambos no se diferencian demasiado,

GRÁFICO 1
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
(En % del PIB)



FUENTE: IMF, WEO.

aunque en el primer caso se trataba de un acuerdo formal y en este último es informal. El llamado nuevo Bretton Woods II según Doodley, Folkerts-Landau y Garber (2005) explica la aceptación de EE UU de un RMB fijo pero subvaluado, a cambio de que China financie su déficit fiscal y su déficit por cuenta corriente. Ello también permite explicar porqué otros países asiáticos, basados en un modelo de crecimiento basado en las exportaciones, han optado por una flotación administrada de sus monedas tras una corta experiencia de tipos de cambio flexibles a raíz de la crisis de 1997. Según estos mismos autores, otro de los pilares de este modelo de crecimiento sería la dependencia de la inversión extranjera directa tanto para cubrir la escasez de capital que surge en estos países emergentes de crecimiento rápido, como para beneficiarse de los *spillovers* de la Inversión Directa Exterior (IDE) (tecnología, *know-how*) que con el

tiempo permitiría transitar a exportaciones de mayor contenido tecnológico y valor añadido.

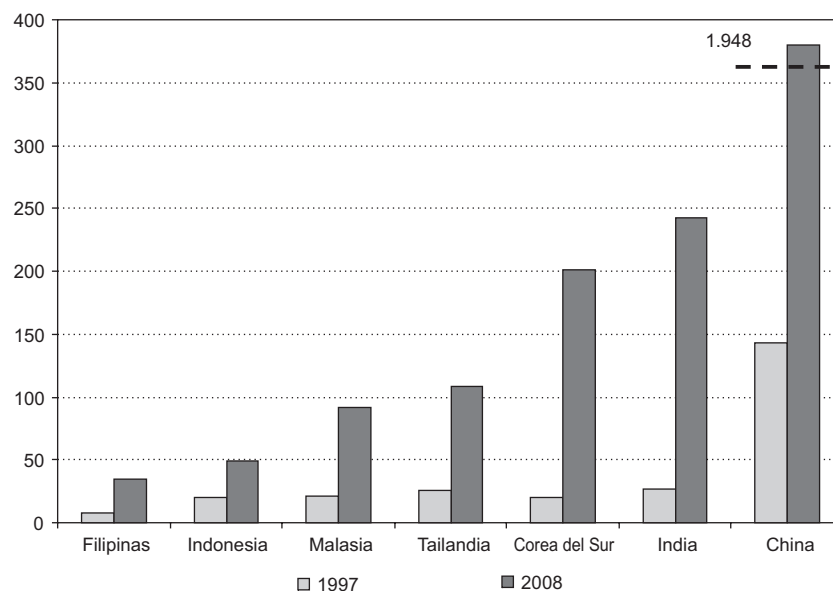
Este esquema arroja como principal resultado un elevado superávit en balanza de pagos, dado que favorece el superávit comercial, vía exportaciones, así como fuertes entradas de capitales. Lo que finalmente conduce a una estrategia de acumulación de reservas (véase el Gráfico 2). Así, la acumulación de reservas es una consecuencia natural de ese modelo de desarrollo mercantilista, más allá del propósito de autoaseguramiento.

Otro elemento asociado a este modelo es que el ingente volumen de reservas de Asia están invertidas en una elevada proporción en activos estadounidenses. Se puede decir que ello obedece a un doble motivo. Primero, los países asiáticos encuentran una vía para canalizar sus fondos hacia mercados financieros más desarrollados, dado el menor grado de desarrollo de sus propios mercados. Segundo, el modelo de crecimiento asiático depende de la existencia de un *pool* de consumidores en el exterior, y precisamente el consumidor americano ha sido su principal cliente durante muchos años. Y a su vez, EE UU, dada su baja tasa de ahorro, necesita de financiación externa para seguir consumiendo. Así, desde el punto de vista de EE UU, hay una ventaja evidente en encontrar una fuente estable y barata de financiación que permita mantener el nivel de consumo. En definitiva, el interés mutuo de ambas partes explica la estabilidad monetaria lograda durante la última década sin el apoyo de un marco institucional específico.

El paradigma de Bretton Woods II ha suscitado algunas críticas, tal y como registra la literatura¹. Por ejemplo, el acuerdo de Bretton Woods II asume que las reservas de divisas son un colateral efectivo contra los impagos soberanos o la nacionalización de la IDE. Sin embargo, la mayoría de los casos de expropiación de inversiones extranjeras de empresas estadounidenses en los países en desarrollo no tuvieron como respuesta el

¹ La mayoría de ellos están resumidos en ROUBINI (2007).

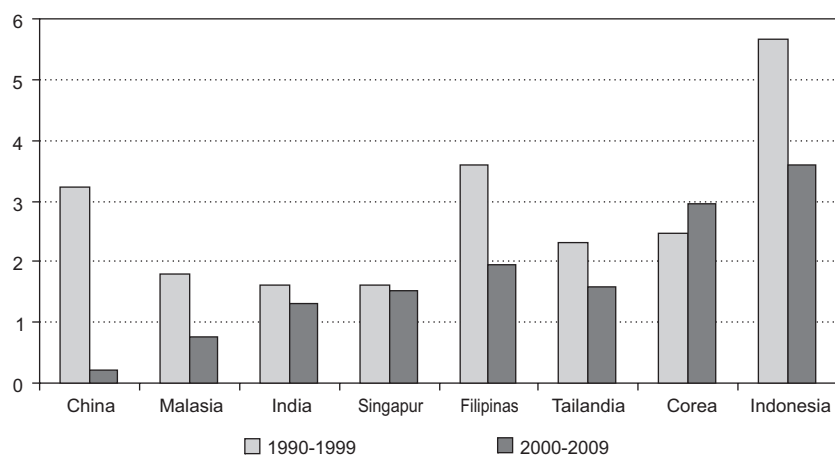
GRÁFICO 2
RESERVAS*
(En miles de millones de dólares)



NOTA: * Excluyendo oro.

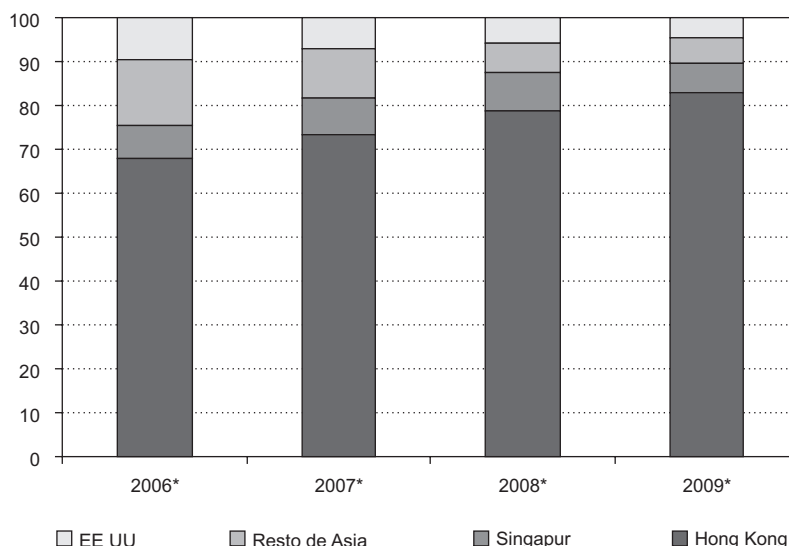
FUENTE: IIF.

GRÁFICO 3
VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO
(Frente al dólar)



FUENTE: BLOOMBERG y elaboración propia.

GRÁFICO 4
ENTRADAS DE FLUJOS IED EN CHINA POR PAÍS DE PROCEDENCIA
(En %)



NOTA: * Diciembre.
 FUENTE: CEIC.

embargo de las reservas. Otro elemento es que asume el papel del dólar como principal moneda internacional. Sin embargo, este papel preponderante del dólar podría ponerse en cuestión si se tiene en cuenta que la mayoría de la IDE en China procede de Asia (Gráfico 4), y que Europa es ya el principal importador de China. Igualmente las economías asiáticas no podrán seguir por mucho tiempo la actual política monetaria, sumamente laxa, y, de hecho, varias economías han avanzado hacia regímenes cambiarios más flexibles y hacia una mayor independencia monetaria (por ejemplo, Corea del Sur, Indonesia, Filipinas o la India).

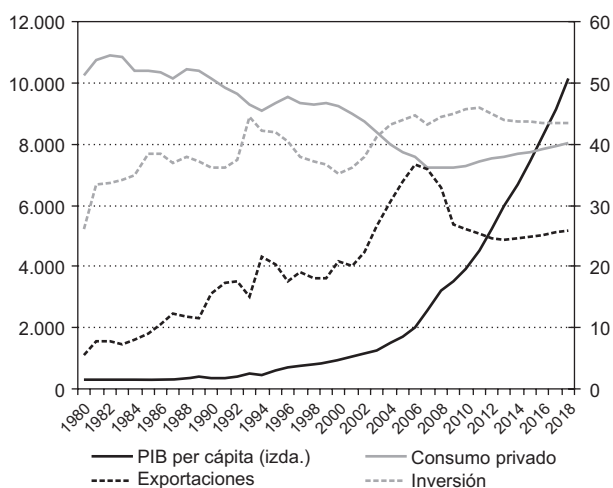
McKinnon (2006) también esboza algunos argumentos en contra del actual marco en base al escaso poder explicativo de los tipos de cambio sobre el comercio exterior. Esto es, un tipo de cambio infravalorado no garantiza superávit en la cuenta corriente, del mismo

modo que la apreciación no conduce necesariamente a déficit (por ejemplo, debido a las fuerzas deflacionistas que fomentan un aumento de los ahorros). En última instancia, el saldo exterior viene determinado por los desequilibrios entre ahorro e inversión, y no por las políticas cambiarias. En este sentido, la vinculación al dólar obedece al intento de lograr la estabilidad de la moneda y anclar la inflación doméstica.

Más allá de estas críticas, la supervivencia del orden actual requiere que los países asiáticos sigan comprando activos denominados en dólares. La última crisis financiera podría poner en cuestión esta política, simplemente porque esos países que están vinculando sus monedas al dólar se encuentran cada vez más en una trayectoria de crecimiento-inflación, que se aparta considerablemente de la de Estados Unidos. En este escenario, parece improbable que el tipo de política moneta-

GRÁFICO 5

CHINA: PIB PER CÁPITA Y CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES (En %)



FUENTE: Elaboración propia.

ria adecuada para Estados Unidos lo sea también para los demás países.

Uno de los principales problemas que puede enfrentar Bretton Woods II, en el actual entorno, es la creciente divergencia cíclica entre Estados Unidos y los países ligados a la política monetaria de EE UU por tener fijado su tipo de cambio con el dólar. Pero no es el único. Así, el plan de estímulo fiscal que se ha implementado para hacer frente a la crisis financiera dificultará, aún más, la estabilización o reducción de la ratio de deuda. Ante un deterioro significativo de la deuda, la hipotética estabilización del déficit comercial de EE UU podría ser en realidad infructuosa si se ve compensada por mayores pagos de deuda o por peores condiciones de financiación.

Con todo, a pesar de las consideraciones anteriores, en absoluto se percibe cercano el colapso de Bretton Woods II. Tal como veremos más detalladamente, ni siquiera hay alternativas realistas al marco actual. Por consiguiente, cabe pensar que el cierre de los desequi-

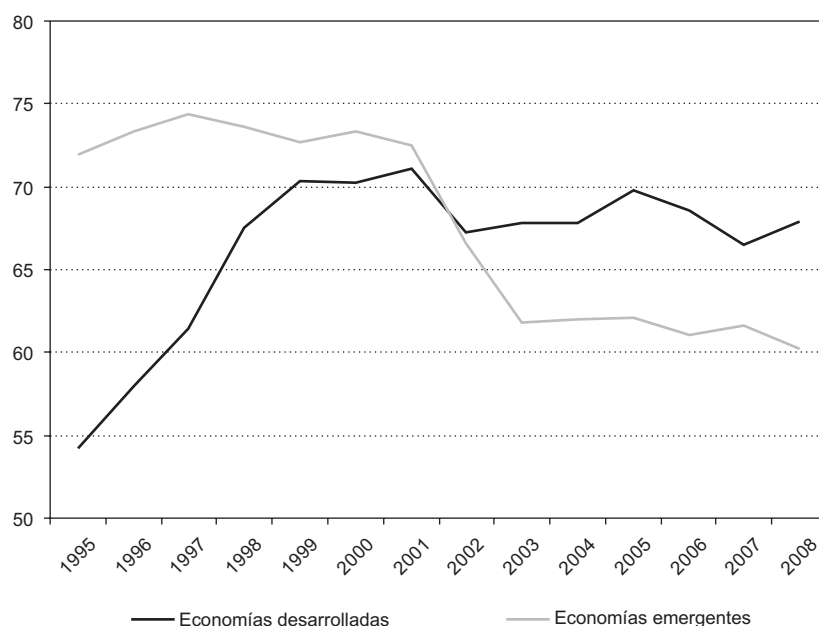
brios globales, un rasgo definitorio del orden monetario actual, será más bien lento.

Uno de los elementos que podrían contribuir a una corrección ordenada de los desequilibrios mundiales sería la mayor contribución de la demanda interna al crecimiento en los países que tienen mayores superávits y reservas, esto es, las economías emergentes. Dicho proceso ya está en marcha en el caso de China, aunque sea a un ritmo muy gradual. Según nuestras previsiones el consumo privado contribuirá cada vez más al crecimiento del PIB, junto con una contribución estable de la inversión. Por consiguiente, el crecimiento en China, cada vez más basado en la demanda interna, ayudará a la reducción gradual del actual superávit por cuenta corriente.

En el sentido contrario, la composición del crecimiento en Estados Unidos debería apoyar la reducción del desequilibrio corriente. El proceso del desapalancamiento de familias y empresas en Estados Unidos ha empezado a observarse, lo que está contribuyendo a elevar la tasa de ahorro. A medida que se afiance esta tendencia en el futuro, el gasto de los consumidores estadounidenses dejará de apoyar el crecimiento mundial del modo en que lo ha hecho hasta ahora.

En nuestra opinión, hay al menos dos amenazas para este escenario de «aterrizaje suave» de los desequilibrios mundiales. Primero, el tono expansivo de la política fiscal y de la política monetaria en EE UU. El mantenimiento de políticas tan expansivas en un momento de creciente endeudamiento público y con la persistencia de un alto déficit por cuenta corriente puede acabar perjudicando la credibilidad antiinflacionista de la Reserva Federal. Si la inflación escapara al control de la Fed, los países cuyas monedas están actualmente vinculadas al dólar tendrían que enfrentarse a una de las tres opciones incluidas en el ya mencionado «trilema»: importar la inflación de EE UU, establecer controles de capital esterilizando a la vez las entradas de capital especulativas, o dejar que sus monedas se apreciaran frente al dólar (por ejemplo, adoptando un régimen de tipo de cambio flotante o manteniendo sus

GRÁFICO 6
PORCENTAJE DE RESERVAS INTERNACIONALES DENOMINADAS EN DÓLARES,
ECONOMÍAS EMERGENTES Y DESARROLLADAS
 (En % de reservas totales)



FUENTE: COFER, IMF.

vinculaciones a una nueva moneda de reserva, como el euro).

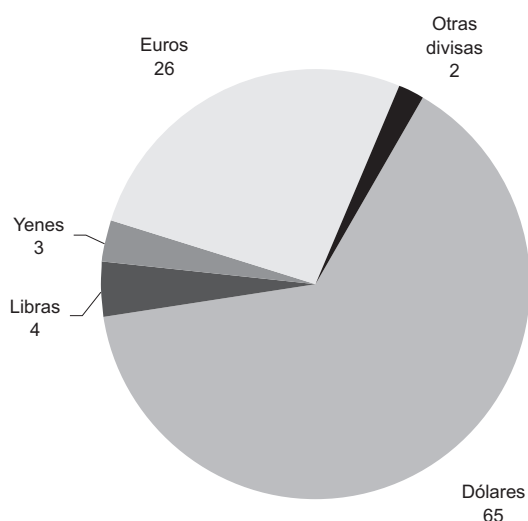
Otra seria amenaza para la supervivencia del orden actual sería el proteccionismo comercial como forma de afrontar la inflexibilidad de la balanza por cuenta corriente. Este tipo de medidas se han venido adoptando en los últimos años. En 2005, por ejemplo, el Congreso de EE UU introdujo una ley en la que se imponían aranceles sobre las importaciones chinas en caso de que el renminbi no alcanzara una determinada tasa de apreciación. Así, la moneda china se empezó a apreciar moderadamente frente al dólar, tanto en términos nominales como reales. Tras el reciente episodio de crisis, las presiones para que el renminbi siga depreciándose han

reaparecido, de nuevo con la amenaza de adoptar medidas proteccionistas si esto no ocurre.

3. Llenar el vacío: ¿sirve el renminbi para convertirse en una moneda de reserva mundial?

Por el momento, ninguno de los riesgos mencionados parece lo suficientemente serio como para esperar un cambio drástico en el orden monetario internacional. El dólar podría perder su hegemonía actual si con el paso del tiempo llegan a materializarse algunas de las recientes propuestas para reducir el uso internacional del dólar (por ejemplo, mediante el uso de otras monedas para el comercio de bienes, o el aumento de la cuota de

GRÁFICO 7
RESERVAS INTERNACIONALES:
COMPOSICIÓN POR MONEDAS 2008
 (En %)



FUENTE: IMF.

reservas de divisas en otras monedas en algunos de los principales países con reservas del mundo emergente, etcétera). De hecho, los últimos datos sobre la composición de las reservas muestran que la cuota de reservas en dólares se sitúa en el 65 por 100, mientras el euro, la segunda moneda, representa el 25 por 100. Así, a pesar de que en los últimos años las economías emergentes han reducido su cuota relativa de reservas en dólares, esto se ha compensado prácticamente con el incremento que se ha producido en los países desarrollados, con lo que la cuota mundial de reservas en dólares se ha mantenido estable, y por el momento el dominio del dólar es indiscutible.

Una de las razones que han impedido que el dólar perdiera su estatus como moneda de referencia principal es la ausencia de alternativas realistas. El euro no parece estar en buena posición para sustituir al dólar. En primer

lugar, tal y como se ha reflejado en la brusca depreciación del euro en la primavera de este año, varios países de la zona euro se enfrentan a problemas de sostenibilidad de la deuda, similares, si no peores, a los de Estados Unidos. Además, el desapalancamiento del sector financiero es también una necesidad en Europa; tal vez la necesidad no sea tan aguda como en Estados Unidos, pero por otro lado avanza a un ritmo más lento. A todo esto hay que añadir las desfavorables tendencias demográficas de Europa, que no sólo ejercerán más presiones sobre las cuentas públicas en el futuro, sino que también impondrán límites a su potencial de crecimiento.

En suma, el deterioro de las cuentas públicas, tanto en Europa como en Estados Unidos, invita a pensar en la búsqueda de alternativas en el mundo emergente. En este sentido, cabría esperar que el ascenso de China como potencia económica mundial aumente la prominencia internacional del renminbi. Esto es, que el yuan se convierta en el tercer pilar del sistema financiero internacional, o al menos elevar el estatus internacional de esta divisa.

China está dando algunos pasos en distintas direcciones para apoyar este papel del renminbi, pero, a día de hoy, cabe decir que sólo hay un puñado de propuestas encaminadas a este objetivo y que todas ellas proceden de la esfera privada. Entre estas, podemos mencionar la emisión de deuda corporativa denominada en renminbi o la liquidación de importaciones chinas en Hong Kong. Desde 2007 se ha autorizado a algunos bancos chinos a vender en Hong Kong bonos denominados en renminbis. Ahora bien, ninguna de estas iniciativas están funcionando como se esperaba. Por ejemplo en el caso de las emisiones de bonos en RMB en Hong Kong se ha abierto y se ha hecho generalizado, pero el volumen negociado es prácticamente insignificante frente a la negociación *onshore* de estos bonos. Por lo que respecta a divisa de liquidación de los flujos comerciales, hace ahora casi un año se lanzó un programa piloto para la liquidación de renminbi entre China y Hong Kong. A este esquema se podía adherir un número predeterminado de empresas (400). Más recientemente hay noticias que apuntan que China extenderá este programa piloto a 20 provin-

cias/ciudades chinas (frente a las cinco iniciales) para utilizar el renminbi en lugar del dólar en los intercambios comerciales con el exterior. Ello ha supuesto un cambio importante en lo relativo a la liquidación del renminbi en Hong Kong, pero igualmente los intercambios comerciales negociados en esta divisa son muy escasos. Definitivamente hay mucho camino por recorrer, pero estas medidas constituyen pasos importantes en la promoción del papel internacional del renminbi.

Frente a estas iniciativas desde el sector privado, los pasos de las autoridades chinas son más bien pequeños. Las declaraciones parecen marcar el camino hacia una internacionalización del renminbi, sin que ello se haya traducido en medidas efectivas, a excepción de la ampliación de *swaps* de divisas con diversas monedas que tuvieron dificultades durante la reciente crisis financiera (entre ellas las monedas de Argentina y Kazajstán) o la participación del renminbi en los Derechos Especiales de Giro. Obviamente, la falta de convertibilidad de la moneda es una de las principales limitaciones para que se produzca un progreso más acelerado, pero no el único. Así cabría mencionar, entre otras, la necesidad de eliminar las restricciones a la entrada y salida de dinero, aumentar la profundidad y transparencia en el mercado de bonos.

Con todo, no es sólo una cuestión de que este proceso sea factible sino de que el proceso entraña riesgos. Uno de los más obvios es la pérdida de control de la oferta monetaria. Las políticas económicas domésticas serían menos autónomas y podrían tener un efecto palpable en los países vinculados al renminbi. Bajo estas circunstancias, la toma de decisiones de la política económica de China estaría más expuesta a la influencia exterior. Además, conviene no olvidar que, si nos guiamos por la historia, la voluntad de un país de promover el uso internacional de su moneda no garantiza que se cumpla este objetivo.

4. El renminbi y su papel como moneda de referencia en Asia

Dadas las limitaciones para que el renminbi sustituya o, al menos, se una al dólar como principal moneda

mundial, una opción menos ambiciosa es evaluar sus perspectivas para convertirse en la moneda de referencia de Asia. Las posibilidades podrían ir desde una simple coordinación en materia monetaria hasta la consolidación de una unión monetaria. Como es obvio, cuanto más avancemos hacia un esquema más rígido, más improbable será su consecución.

Si nos centramos en el caso extremo de una unión monetaria, su materialización dependerá, básicamente, de la valoración de los costes y beneficios económicos asociados, aunque también sus implicaciones políticas y sociales. Dejando esto último al margen, y concentrándonos en el análisis puramente económico, el primer punto a valorar es qué cerca está Asia de ser una zona monetaria óptima. Y para ello hay tres elementos en los que detenerse: la exposición de la región a choques económicos asimétricos; la flexibilidad, medida en términos de la movilidad de los factores de producción, trabajo y capital (o integración financiera); y la integración comercial —un factor clave para aumentar las interconexiones entre las economías y, por consiguiente, para reducir la probabilidad de un choque asimétrico—.

La literatura económica (Mundell, 1961) ha identificado como requisito previo para que una unión monetaria sea ventajosa para sus miembros la ausencia de choques asimétricos. En términos generales, la existencia de choques asimétricos dentro de un grupo de países es más probable cuanto más diversas sean las estructuras productivas. En ausencia de una estructura productiva homogénea, los miembros de una unión monetaria deberían gozar de un mayor grado de flexibilidad/movilidad de sus factores de producción para contrarrestar esta mayor diversidad.

Asia se caracteriza, sobre todo, por la existencia de una gran diferenciación económica y productiva entre los países. Japón es la economía más rica en términos de renta per cápita, seguido por Singapur y Corea del Sur. En el extremo opuesto se encuentran Cambodia, Laos o Vietnam, que tienen unos niveles de ingresos mucho más bajos y unas estructuras productivas que difieren, enormemente, de los vecinos más ricos de la región.

Dadas las grandes diferencias de ingresos y productividad, el grado de integración financiera y comercial se convierte en algo fundamental para reducir el impacto negativo de los choques asimétricos. Asia ha experimentado una creciente integración comercial hasta niveles que se acercan ya a los de Europa, pero que todavía son menores si tomamos en consideración que el grueso del comercio lo componen bienes intermedios que se dirigen a otros destinos. La integración financiera va por detrás, aunque también se ha incrementado durante los últimos años, especialmente en lo que respecta a la IDE. Los flujos de cartera siguen siendo muy limitados entre los países asiáticos, ya que EE UU sigue siendo el destino final preferido. Por último, los préstamos bancarios transfronterizos, entre los países asiáticos, también son limitados, aunque están creciendo rápidamente como consecuencia de las relaciones comerciales.

Con todo, el grado de integración comercial y financiera, aunque ha ido aumentando sistemáticamente, no parece ser suficiente para resolver las grandes diferencias existentes en las estructuras económicas y, por ende, para amortiguar las consecuencias potencialmente negativas de un choque asimétrico. Junto a esta nota un tanto negativa, es importante recordar que la situación de Europa, en cuanto a su acercamiento a lo que se ha denominado un área monetaria óptima, tampoco parece ser muy distinta. Aunque esto podría parecer un fuerte argumento a favor de una unión monetaria asiática (incluso sin cumplir con los criterios estrictos de una zona monetaria óptima), las dificultades a las que se enfrentan en la actualidad algunos países europeos pueden ciertamente desanimar a los asiáticos a embarcarse en un proyecto tan atrevido.

Dejando a un lado el caso extremo de una unión monetaria, el camino hacia una mayor cooperación monetaria en Asia ya viene de lejos. De hecho, sus primeros pasos se remontan a la década de 1970. Veinte años más tarde, el nefasto impacto de 1997 y la incapacidad del FMI para ofrecer una solución efectiva y oportuna, revitalizó el deseo de los Gobiernos asiáticos de diseñar mecanismos regionales de cooperación monetaria. Jun-

to a propuestas demasiado ambiciosas o demasiado modestas, ha habido propuestas adecuadas que han contribuido al avance de la cooperación monetaria en la región. Entre estas, cabe destacar el foro de la ASEAN, en 1998, para la coordinación y supervisión de las políticas macroeconómicas, sectoriales y sociales, o la iniciativa Chiang Mai, en el año 2000, que trajo consigo un acuerdo de *swap* de divisas multilateral entre los miembros de la ASEAN, con depósito de fondos subyacentes que se ha ampliado en años posteriores². De hecho, recientemente y como respuesta a la crisis financiera internacional, este foro ha dado un paso adicional en el proceso de cooperación financiera en la región a partir de la multilateralización de la iniciativa. Y ello por dos motivos. Primero, se permite a los miembros de la iniciativa optar a un fondo regional común de reservas internacionales para amortiguar el impacto de problemas de liquidez con el establecimiento de un fondo común para apoyar la liquidez en caso de necesidad entre los países integrantes. Y segundo ofrece un marco institucional para avanzar en la arquitectura financiera de la región. Si nos ceñimos estrictamente a la cooperación financiera, podemos destacar los intentos de coordinación para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros regionales, por ejemplo a través de una mayor transparencia (como preanuncios de emisión de deuda pública, con el propósito de crear un benchmark), o un régimen fiscal más favorable para las plusvalías. Una medida muy bien acogida en este ámbito ha sido la creación del Fondo de Bonos Asiáticos, auspiciado por el esfuerzo colectivo de once bancos centrales regionales. Su objetivo general es la promoción y la profundización de los mercados de renta fija de la región, especialmente en moneda local. Lo cual, a su vez, debería facilitar un conjunto más específico de objetivos, como la reinversión de las reservas de divisas asiáticas en sus propios mercados financieros.

² El pasado febrero, los fondos se incrementaron desde los 78.000 millones de dólares acordados en 2008, hasta 120.000 millones de dólares.

5. ¿Bloque yen o bloque renminbi?

Una cuestión más sutil con respecto a la cooperación monetaria en Asia oriental implica la elección de la moneda de referencia. Y aquí se perfilan dos claros candidatos: el yen y el renminbi.

La supuesta supremacía del yen para estos propósitos se basa en gran medida en el grado de desarrollo económico y financiero alcanzado por Japón, cuya temprana industrialización llevó al país a tener una situación de enorme ventaja de desarrollo sobre otras grandes economías de la región. Otro factor que pesa a favor de la moneda japonesa son los fuertes y antiguos lazos económicos de este país con el resto de la región, tanto en términos de comercio como de inversión directa extranjera.

Además de la influencia política, Japón tiene una razón poderosa para apoyar al yen como moneda regional, como es el alto coste que asume por la volatilidad del yen frente al dólar, ya que los principales destinos de la IDE de Japón o sus principales socios comerciales son los países asiáticos con tipos de cambio fijos (o cuasifijos) con el dólar. A pesar de que hay muchos elementos que favorecerían al yen, los esfuerzos de Japón han tenido un éxito limitado y el uso del yen entre las economías de Asia oriental ha progresado muy lentamente.

Este fracaso del yen para disfrutar de una aceptación más amplia en la región se debe, principalmente, a su bajísimo crecimiento económico durante las dos últimas décadas. Si añadimos a este hecho el crecimiento exuberante de China durante el mismo período, la importancia relativa de Japón como socio capitalista y comercial para el resto de Asia ha disminuido de sustancialmente. Es en este contexto de rebalanceo de los motores de crecimiento de la región donde la posibilidad de una unión monetaria basada en el renminbi ha llamado la atención

de investigadores y responsables políticos. Así, en contribuciones empíricas muy recientes a este debate se llega a la conclusión de que una unión monetaria basada en el renminbi generaría un avance en términos de bienestar social en el Este de Asia mayor, en promedio, que el que generarían uniones monetarias vinculadas al yen o al dólar³. Considerando todas las circunstancias y en vista de que según nuestras previsiones la presencia económica de China en la región mantendrá su tendencia al alza en el futuro, parece razonable esperar que las diferencias a favor de una unión monetaria centrada en el renminbi aumentarán con el tiempo. No obstante, la velocidad a la que el renminbi se convertirá en una moneda regional, dependerá muchísimo de la rapidez con que las autoridades chinas avancen en la apertura de la cuenta de capital. La disyuntiva, por tanto, está clara: más influencia internacional en contraposición a la estabilidad interna.

Referencias bibliográficas

- [1] DOODLEY, M.; FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBBER, P. (2005): «Interest Rates, Exchange Rates and International Adjustment», papel de trabajo NBER número 11771.
- [2] ESCRIVÁ, J. L.; GARCÍA-HERRERO, A.; NUÑO, G. y VIAL, J. (2008): «After Bretton Woods II», Servicio de Estudios Económicos del BBVA, papel de trabajo de junio.
- [3] GARCÍA-HERRERO, A. (2006): *How Close is Asia to an Optimal Currency Area in Terms of Business Cycle Co-movement?*, mimeo preparado para el Banco de Japón.
- [4] MCKINNON, R. (2006): «China's Exchange Rate Trap: Japan Redux», *American Economic Review*, volumen 96, número 2.
- [5] MUNDELL, R. (1961): «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, volumen 51, número 4, septiembre.
- [6] ROUBINI, N. (2007): *The Instability of the Bretton Woods 2 Regime*, New York University, mimeo.
- [7] SHIRUNO (2009): «Yen Bloc and Renminbi Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia», Fondo Monetario Internacional, papel de trabajo 09/3.

³ Este es el principal resultado de SHIRUNO (2009).