

Mas allá de la revaluación del yuan

Rafael Romero rromeroz@bws.com.pe

Cuadro 1
China: Importaciones 2004

	Import./ Consumo	% de import. mundial	% del crecimiento mundial de import. 2000 - 2004
Petróleo, gas natural, carbon	24	6	9
Productos mineros excl. energia	14	6	10
Químicos industriales	26	10	17
Hierro y acero	15	13	24
Metales no ferrosos	17	9	21
Papel y pulpa	20	6	9

Fuente: BNP Paribas, EIS, Global Insight

Es indiscutible que el inmejorable entorno internacional nos ha beneficiado sobre todo por el lado de los excepcionales precios que registran nuestras materias primas en el mercado internacional. Una parte importante de ese favorable escenario se debe al voraz apetito de China que ha impulsado al alza las cotizaciones de metales u otros *commodities* que nuestro país exporta al mercado internacional (ver cuadro 1).

Recientemente, el Banco Popular de China (PBOC por sus siglas en inglés) dispuso una tenue apreciación de 2.1% del yuan frente al dólar. Tal escenario plantea interrogantes como ¿qué efectos tendría la revaluación de yuan en nuestra economía? ¿afectaría nuestras exportaciones e importaciones? ¿qué efectos podrían producirse en la economía mundial en un contexto en que el mercado espera mayores depreciaciones del yuan¹?, en las siguientes líneas trataremos de plantear algunas probables respuestas, ampliando los comentarios ya vertidos respecto al tema de nuestro último enfoque semanal "China revaluó el Yuan...¿y ahora qué?²."

Nuevo esquema cambiario da mayor flexibilidad al PBOC

La política cambiaria desarrollada en China³ ha sido uno de los principales factores que ha permitido a esta nación impulsar de manera inmejorable en los últimos 7 años sus exportaciones constituyéndose en uno de los motores de su crecimiento económico. El impresionante ingreso de capitales, atraído por ventajas comparativas en términos de costos de mano de obra y elevado retorno a la inversión, bajo un esquema de tipo de cambio fijo y continuas intervenciones del banco central para preservar su paridad cambiaria ha incidido en el aumento considerable de sus reservas internacionales⁴.

El pasado 21 de julio, China abandonó su régimen cambiario fijo a favor de un sistema de flotación administrada, anunciando para lo cual, una lista de cambios en tres aspectos centrales con el objeto de constituir un nuevo esquema suficientemente flexible que permita al PBOC futuras apreciaciones del yuan sin necesidad de llevar adelante adicionales cambios en su política cambiaria (ver cuadro 2). Este nuevo esquema no es un sistema cambiario fijo ni tampoco uno basado completamente en fuerzas de mercado.

Cuadro 2

China: Modificaciones en su Régimen Cambiario

Antiguo Sistema Cambiario: Fijo	Nuevo Sistema: Flotación Administrada
(1) Tipo de cambio paridad central 8.2770	Tipo de cambio paridad central es inicialmente establecida en 8.1100, lo cual implica una revaluación de 2.05% del renminbi (yuan)
(2) El Tipo de cambio paridad central es fijo y podría fluctuar diariamente en una banda de +/- 0.3%	El tipo de cambio yuan/US\$ podría moverse en un rango diario de +/- 0.3% alrededor de la paridad central, la misma que podrá ser modificada al inicio en cada día tomando como referencia el cierre del día previo, por lo que, este sistema es denominado como "crawling peg".
(3) El yuan es atado al dólar americano. El tipo de cambio del yuan frente a otras monedas depende del tipo de cambio del dólar versus las referidas monedas.	El Renminbi se referencia contra una canasta de monedas. El TC yuan versus las otras monedas de la canasta fluctuará en una banda establecida para cada moneda por el PBOC en función de condiciones de mercado.

Etab.: Estudios Económicos - BWS

¹ Según la encuesta del Reuters del 3 agosto, entre un total de 48 analistas y agencias especializadas, se espera que el yuan se revalúe en 4.4% adicionales para fines de julio del 2006.

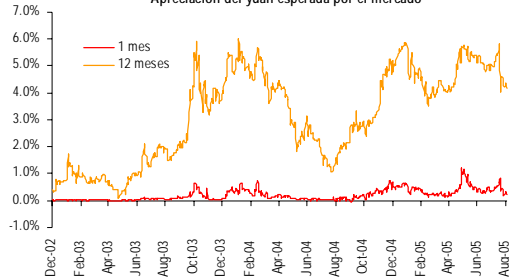
² Publicado el 3 de agosto del 2005.

³ El control del yuan se inició en 1994 y se mantuvo desde 1996 atado al dólar en un nivel de paridad central yuan/dólar 8.2770.

⁴ Las reservas internacionales a junio del presente año se ubicaron en US\$ 711 mil millones (55% más que el nivel registrado en jun-04 y 193% respecto a jun-02). El nivel actual de reservas internacionales lo ubican como el segundo a nivel global después de Japón y el segundo tenedor mundial de activos del Tesoro Americano.

Gráfico 1

Apreciación del yuan esperada por el mercado¹⁾



¹⁾ Construido sobre la base de los NDF del yuan y el TC spot
Fuente: Bloomberg Elab.: Estudios Económicos - BWS

Bajo el nuevo esquema el TC yuan/dólar puede registrar una desviación respecto al tipo de cambio paridad de entre +/- 0.3%, lo cual, implica que el TC puede moverse entre 8.0857 – 8.1343, comparado con el 8.2522 – 8.3018 que regía bajo el antiguo sistema. Sin embargo, una de las principales diferencias respecto al anterior régimen es que la paridad central puede ser modificada diariamente, tal es así que, suponiendo que el TC cierre del día 3 de agosto fuera de 8.1010. Entonces la paridad central yuan/dólar vigente para el día 4 de agosto sería igual al TC cierre del día anterior, en consecuencia la nueva banda de fluctuación sería en esta fecha de entre 8.0767 – 8.1253⁵.

Ahora bien, si de manera consecutiva se registra una tendencia a la baja del valor del dólar frente al yuan, la revaluación total podría llegar a ser significativa aún en un periodo corto de tiempo, y en un extremo, podría ubicarse entre un 15 y 35%⁶ que son los estimados del mercado respecto al nivel de revaluación que debe de sufrir el yuan para acercarse a su nivel de equilibrio.

Sin embargo, una revaluación de tales magnitudes en un corto plazo es relativamente improbable, dada la esperada activa intervención del PBOC en el mercado cambiario para prevenir o disminuir la apreciación de su moneda. Pero de producirse, que es lo que estima el mercado (ver gráfico 1), sería sin necesidad de un cambio adicional de su régimen cambiario.

Canasta de monedas, euro y rendimiento de *treasuries*

Bajo este nuevo esquema, el yuan estará atado a una canasta de monedas a diferencia del anterior régimen en que la moneda estaba únicamente atada al dólar. A la fecha, el PBOC no ha hecho público la composición de la referida canasta ni tampoco la amplitud o las bandas de fluctuación para el resto de monedas.

Los anuncios del gobierno respecto a la composición porcentual de la monedas en la canasta indican que respondería principalmente a consideraciones comerciales, y al hecho de que en el mercado de cambios se negocian básicamente el dólar, euro, yen y dólar de Hong Kong, podemos determinar una composición aproximada de la canasta de monedas.

Por ello, tomando en consideración la participación de los principales socios comerciales: EE.UU., Japón, Zona Euro, y Hong Kong, la canasta de monedas podría estar conformada por el dólar con un 29.4%, el yen con un 26.8%, el euro con un 25.9% y el dólar de Hong Kong con un 17.9% de la canasta (ver gráfico 2).

Una composición de la canasta de monedas como la observada anteriormente, o alguna con valores similares, impactaría el mercado mundial principalmente asociado con:

- Presión a la baja de los precios de los *Treasuries* americanos y aumento de los rendimientos como consecuencia de:

⁵ Desde la entrada en vigencia de este nuevo esquema, el yuan ha registrado una tendencia ligeramente apreciatoria, pues desde el 22 de julio al 4 de agosto se ha apreciado su moneda en 0.1% adicionales a los 2.05% registrado al inicio de la reforma.

⁶ Valores obtenidos antes de la revaluación del pasado 21 de Julio y que varían en función al periodo de análisis y la metodología empleada. Para el caso del 35% ver Frankel, Jeffrey. On the Renminbi: the choice between adjustment under a fixed Exchange rate and adjustment under a flexible rate. Harvard University. 2004.

Cuadro 4
Principales tenedores de US *Treasuries*
(Miles de millones de US\$)

País	May-05	Dic-04	Dic-03
Japón	686	712	584
China	244	194	157
Reino Unido	133	164	94
Países del Caribe	126	69	55
Taiwan	71	59	53
OPEP	63	60	43
Alemania	61	54	48
Korea del Sur	59	69	60
Hong Kong	53	53	54
Luxemburgo	45	53	54
Resto	486	397	326
Total	2,027	1,884	1,528

Fuente: Departamento del Tesoro EE.UU.
Elab.: Estudios Económicos - BWS

- ⇒ La revaluación del yuan conllevará a que China no tenga que defender su moneda en los niveles que lo realizaba antes de llevar adelante las recientes reformas, pues las brechas entre el tipo de cambio vigente y el de equilibrio se han reducido. En tal sentido, la cantidad de dólares que el PBOC requerirá comprar para defender su paridad cambiaria será mas pequeña, y dado que gran parte de los mismos van a parar a adquirir *treasuries* de EE.UU.⁷, implicaría una menor demanda por estos activos elevando de esta manera sus rendimientos.
- ⇒ Bajo este nuevo esquema cambiario se alteraría el grado de diversificación monetaria de las reservas chinas.

- Presión a la baja del valor del dólar respecto a monedas como el euro como consecuencia natural de una mayor diversificación de las reservas en el referido país.

Commodities se beneficiarían del nuevo régimen cambiario

A manera de conclusión, tal como lo señaláramos al inicio, China es uno de los países con mayor demanda mundial de commodities y es reponsable de buena parte del crecimiento mundial del consumo de los mismo (ver cuadro 1). En tal sentido, de continuar la revaluación del yuan, ello se reflejará en un menor costo para las importaciones de China, o lo que es lo mismo, elevará la competitividad de las exportaciones de productores de aquellos bienes o servicios que China importa. Asimismo, el fortalecimiento del yuan también hará que los productos chinos sean relativamente mas caros de importar reduciendo la presión sobre los productores en EE.UU. y el resto del mundo que han estado compitiendo con bienes chinos mas baratos.

Haciendo un ejercicio preliminar para el caso del Perú y asumiendo que: i) el yuan se aprecia 10% en los próximos 12 meses⁸, ii) que las cantidades exportadas a China como porcentaje del total en el 2004 se mantienen (ver cuadro 5), y, ii) un crecimiento de la demanda china por commodities en un nivel muy similar a la depreciación efectuada: las exportaciones peruanas a China se elevarían en US\$ 65 millones en el lapso de un año, monto que no incluye el probable efecto de mayores precios que se produciría sobre todo en aquellos *commodities* en que China registra una importante demanda.

Cuadro 5
Importancia relativa de China en las exportaciones totales
(en millones de US\$)

	2004	Exportaciones a China	
		% del total FOB	% de Cantidad Exportada
Export. Tradicionales	9,028	13%	
Mineros	6,953	11%	
Cobre	2,446	20%	66%
Molibdeno	407	10%	15%
Oro	2,383	0%	0%
Plomo	389	27%	70%
Estaño	351	0%	0%
Zinc	577	1%	3%
Plata Refinada	260	0%	0%
Hierro	128	71%	73%
Petróleo y Derivados	646	0%	
Agrícola	325	0%	
Café	290	0%	0%
Azúcar	15	0%	0%
Algodón	6	0%	0%
Resto	14	0%	0%
Pesqueros	1,104	39%	
Aceite de pescado	149	1%	1%
Harina de pescado	954.5	45%	46%
Export. No Tradicionales	3,476		
Otros	113		
TOTAL	12,617	10%	

Fuente: SUNAT Elab.: Estudios Económicos - BWS

⁷ A mayo del presente año el 35.3% de las reservas internacionales chinas lo constituyen *treasuries* del Tesoro Americano.

⁸ El mercado espera que el yuan se deprecie dentro de 4 meses en 2.5% adicionales.

Nota: Este reporte se basa en información de fuentes que consideramos confiables pero no nos hacemos responsables de su exactitud por lo cual si bien se pueden formular estrategias la decisión final es de responsabilidad del lector. Este reporte no es y no debe ser tomado como una cotización o solicitud para realizar operaciones

Mercado de Capitales

Francisco Sardón de Taboada *Gerente General Adjunto* 211-6810

Estudios Económicos

Guillermo Díaz Gazani	<i>Gerente</i>	211-6052
Pablo Nano Cortez	<i>Macro Real / Externo / América Latina</i>	211-6000 ax. 6556
Mario Guerrero Corzo	<i>Macro Fiscal / Monetaria / Precios / Bancos</i>	211-6000 ax. 6557
Rafael Romero Zelada	<i>Minería / Hidrocarburos / Commodities</i>	211-6000 ax. 6558
Miguel Leiva Torres	<i>Telecom / Electricidad / Renta Fija - Variable</i>	211-6000 ax. 6205
Daniel Córdova Espinoza	<i>Manufactura No Primaria / Construcción / Internacional</i>	211-6000 ax. 6661



Charles Fyfe Alvarado	<i>Director Ejecutivo</i>	211-6695
Sonia Obregón de Espinoza	<i>Gerente Control Interno</i>	211-5911
Aurelio Díaz Pro	<i>Head Trader</i>	211-6562
Jaime Blanco Sánchez	<i>Trader</i>	211-6575
Julio Mavila Raaijen	<i>Trader</i>	211-6576
Liliana García Gonzales	<i>Jefe Comercial</i>	211-5914
Rosa Torres Belon Cannon	<i>Broker</i>	211-5913
Juan Bruno Calle Mendez	<i>Broker</i>	211-5921

Tesorería

Diana M. Arce Taramona	<i>Gerente</i>	211-6247
Pablo León Prado	<i>Jefe de Cambios</i>	440-4401
Elbia Castillo Calderón	<i>Jefe Money Market e Inversiones</i>	440-9001
Wenceslao Aste Piccone	<i>Trader de Inversiones</i>	440-6460
Nelson Cantuarias Portugal	<i>Moneda Extranjera</i>	
Gladys Huamán Camacho	<i>Moneda Nacional</i>	440-9001
Jorge Villalta Valdez	<i>Trader - Mesa de Cambios</i>	440-6460
Fernando Suito Gozalo	<i>Mesa de Cambios</i>	
Liliana Ordoñez Vega	<i>Mesa de Distribución</i>	
Manuel A. Salcedo Molina	<i>Mesa de Distribución</i>	440-6003



Enrique Spihlmann Denegri	<i>Gerente General</i>	211-6714
Carlos Farro Ruiz	<i>Gerente de Inversiones</i>	211-6726
Claudia Valencia Serpa	<i>Responsable Comercial</i>	211-6050