
Hong Kong; desarrollo económico, cambio de soberanía y crisis del Sudeste Asiático

*Armando Jarque Uribe**

Introducción

La crisis del Sudeste Asiático marcó, entre otros, una cierta tendencia de acontecimientos positivos y negativos en los que México ha llevado la delantera. Desde la crisis de la deuda externa, a inicios y mediados de los años ochenta, entre los países más endeudados, México fue el primero en lograr un esquema de reestructuración viable de su deuda externa. Bajo estos esquemas de reestructuración, la mayor parte de la deuda pública mexicana fue convertida en bonos que se comerciaban libremente en el mercado. Este esquema, seguido por otros países endeudados, dio inicio a lo que ahora se conoce como “mercados emergentes”.

México pudo, de esta forma, liberar recursos para impulsar el cambio estructural de su economía con el objeto de lograr una mejor estructura en la relación ingreso-gasto de la economía, la reducción de subsidios y la eliminación del proteccionismo; sobre todo, pudo realizar un esfuerzo masivo de privatizaciones. Este exitoso esquema fue seguido por muchas economías y países en desarrollo.

El esquema de modernización y cambio estructural permitió una mayor integración de México al mundo, gracias a lo cual se

* Cónsul general de México en Hong Kong.

inició la apertura de la economía y se establecieron los tratados de libre comercio con varios países del continente americano, además de que se trabaja en esfuerzos tan importantes como el Mecanismo de Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC) y el Acuerdo de asociación económica, concertación política y cooperación con la Unión Europea (UE).

De esta suerte, México consolidó su economía y su posición en el mundo; sin embargo, existía el temor de que se repitiera el ciclo de devaluaciones y crisis que se sucedían periódicamente, sobre todo, en cada cambio de administración. Así, a pesar de las estrategias que se siguieron para impedir la repetición de la crisis, con el cambio de administración —1988-1994 a 1994-2000— se presentó el abandono de la inversión en los mercados financieros del país, con la consecuente devaluación y posterior crisis financiera y económica. Después sobrevino la crisis financiera en los países del Sudeste Asiático.

Los estudiosos de la economía mencionaban y analizaban constantemente el tema de la crisis mexicana al analizar las economías del Sudeste Asiático mucho antes de que sobreviniera la crisis. La preocupación se debía, sin duda, al sentimiento de que lo ocurrido en México podría pasarle a cualquier país en desarrollo. Al respecto, es interesante observar cómo en estos análisis no se hacía una crítica clara a la política económica, comercial o monetaria seguida por México en los años que precedieron la crisis, lo que significa que no es posible deducir fácilmente que estas políticas estuvieran equivocadas. De hecho, la preocupación provenía de saber que, no obstante que México estaba haciendo lo correcto, aun así se dio una nueva crisis.

Como uno de los principales centros financieros del mundo, la perspectiva desde Hong Kong es muy amplia; por razones geográficas, el enfoque global se concentra en el Sudeste Asiático. Durante 1996, si bien con algunos problemas políticos y una ligera reducción en la actividad comercial, la economía de Hong Kong marchaba con gran dinamismo y optimismo hacia la transferencia de soberanía; sin embargo, las expectativas optimistas sobre el resto de las economías de la región empezaron a disminuir, lo que dio lugar a que los líderes gubernamentales tuvieran que abordar el tema de posibles crisis o devaluaciones, y hasta los cuestionamientos sobre el posible agotamiento de sus estrategias económicas.

En un esfuerzo por manejar las inquietudes por parte de analistas e inversionistas, varios de estos gobiernos trataron de posicionarse positivamente para lo cual se compararon con el caso de México, argumentando y difundiendo con excesiva claridad que ellos no eran México, y que ellos no tendrían que devaluar.

Durante 1997, la situación de estas economías se fue deteriorando hasta su desenlace en la crisis, al mismo tiempo que la economía mexicana fue mejorando; en un nuevo ejercicio de posicionamiento positivo, los líderes asiáticos señalaron que sus países eran como México, y como él iban a salir adelante. Esto hizo patente el reconocimiento a los logros alcanzados por México y a sus esfuerzos por salir de la crisis.

Es difícil escribir un artículo sobre la crisis asiática; definir qué rumbo van a tomar las economías de esta región. Según el término médico, crisis describe el momento en el cual no se sabe si un paciente gravemente enfermo va a mejorar o a empeorar; en mi opinión, esto se aplica a la situación de la región asiática. De acuerdo con lo anterior, el presente ensayo trata de explicar el porqué de esta crisis.

Hong Kong, de aldea pesquera a potencia económica

Antes de la llegada de los británicos, Hong Kong no era más que una pequeña comunidad pesquera y un paraíso para viajeros y piratas en el mar del sur de China. En aquel entonces, nadie habría sospechado que la bahía que constituía un puerto natural y la isla habitada por unas cuantas casas fueran a convertirse en la actual potencia comercial, económica y financiera.

En esa época, Gran Bretaña trataba de solucionar el déficit comercial que tenía con China, a través de la venta de opio, producto que rápidamente creó adicción entre la población. De hecho, los esfuerzos de China por detener la importación del opio terminaron en el conflicto bélico del siglo XIX conocido como la guerra del opio entre China y Gran Bretaña. Los británicos utilizaron la bahía de Hong Kong como base naval. Al terminar la guerra en 1842, la isla, cuya superficie es de 78 km², fue cedida a perpetuidad a los británicos mediante el Tratado de Nanking. Después de algunos otros conflictos

bélicos con China, en 1860 Gran Bretaña ganó Kowloon y la isla Stonecutters (10 km²). Finalmente, en 1898 adquirió los nuevos territorios (980 km²), en renta por 99 años con vencimiento al 1 de julio de 1997.

Durante la segunda y tercera décadas de este siglo, Hong Kong sirvió como refugio para exiliados después del establecimiento de la República China en 1912. Al cabo de la toma de Manchuria por parte de Japón en 1932 y de la explosión de la guerra sino-japonesa en 1938, China acudió a los británicos para obtener provisiones. Como resultado, las relaciones entre Gran Bretaña, Hong Kong y China se hicieron más amables. Hacia finales de los años treinta, como consecuencia del avance de Japón sobre China, cientos de miles de chinos se refugiaron en Hong Kong. Por su parte, Gran Bretaña comenzó a fortalecer las defensas del territorio ante la expectativa de ataques japoneses.

La segunda guerra mundial rompió con la vida económica y social de Hong Kong. Así, en la Navidad de 1941, el ejército británico entregó Hong Kong a los japoneses, quienes tenían planes para usarlo como base para preparar nuevos ataques dirigidos al este de Asia. Los submarinos estadounidenses frustraron los planes de los japoneses. Al rendirse Japón, en agosto de 1945, Gran Bretaña recuperó el territorio.

Cuando la guerra terminó, Hong Kong resurgió de nueva cuenta como un centro mayor de comercio. En China, la guerra civil nacionalista-comunista, con la subsecuente victoria comunista en 1949, ocasionó que cientos de miles huyeran otra vez hacia Hong Kong. Después de la prohibición de comerciar con China comunista, iniciada por Estados Unidos en 1950, la actividad económica de Hong Kong empezó a disminuir y la colonia se vio forzada a desarrollar industrias internas aprovechando recursos locales y regionales con objeto de continuar su crecimiento económico.

El influjo constante de capital y fuerza de trabajo proveniente de China llevó al establecimiento de la producción de manufacturas a través de todo el territorio en los años cincuenta y sesenta. Al mismo tiempo, la flexibilidad de la política fiscal de Hong Kong comenzó a atraer más y más inversión extranjera, lo que dio lugar a un crecimiento económico aún más dinámico.

En 1967, Hong Kong fue puesto de nuevo en revolución cuando los comunistas iniciaron manifestaciones durante la primavera

y el verano. El flujo de refugiados de China comunista continuó sin detenerse desde finales de los años sesenta hasta principios de los setenta, lo que significó un incremento en la población.

En 1982, a 15 años de que venciera el acuerdo de renta de los nuevos territorios, y ante la negativa china para renovar el convenio de renta, se tuvieron que sentar las bases para las negociaciones sobre la futura restitución del territorio a la República Popular de China.

En 1984, Gran Bretaña y China llegaron al acuerdo, a través de la firma de la Declaración Conjunta, de que Hong Kong regresaría a la soberanía china a partir del 1 de julio de 1997; no sólo se trataba de los nuevos territorios sino de la isla de Hong Kong y Kowloon, los cuales originalmente se habían cedido a perpetuidad. Dicho acuerdo también señala que la vida comercial, social y legal de este territorio permanecería sin cambio hasta el año 2047, momento en el cual China podrá ejercer completamente su autoridad.

La inminente devolución del territorio motivó que durante la década de los ochenta Hong Kong comenzara a trabajar con China en una serie de proyectos conjuntos que acercaron más a las dos economías. Por su parte, la población de Hong Kong percibió este hecho como un plazo límite para hacer negocios. Se temía que la vida económica pudiera cambiar, lo cual propició que muchos trabajaran en lograr un patrimonio suficiente y en la posibilidad de radicar en otro país en caso de que las circunstancias los obligaran a ello. Este fenómeno exacerbó la actividad económica de Hong Kong y contribuyó en gran medida a crear la potencia económica que es en la actualidad.

En los años anteriores a 1997, se llevaron a cabo campañas en las que se promovía la imagen de Hong Kong con el objeto de retener a la población.

En el plano político, Hong Kong era la última gran colonia británica que, en lugar de alcanzar la independencia de acuerdo con la gran tradición colonial británica, se reintegró a la madre patria China. De esta suerte, en medio de un ambiente festivo, el 1 de julio de 1997, Hong Kong quedó subordinado al gobierno central como una Región Administrativa Especial (RAEHK), organizada bajo la fórmula “un país, dos sistemas” y sujeta a una ley básica. En dicha ley, aprobada por la Asamblea Popular Nacional el 4 de abril

de 1990, se establece que, después de 1997, el territorio tendría una administración mixta especial durante 50 años, conservando su sistema de economía capitalista y un alto grado de autonomía, con excepción de lo concerniente a sus relaciones exteriores y su defensa, que estarían a cargo del gobierno central. Asimismo, quedó establecido que tendría poderes Ejecutivo, Legislativo y Judicial independientes y se conservarían las leyes actuales. El jefe del Ejecutivo sería designado por un comité de selección. Además, Hong Kong mantendría su *status* de puerto franco y territorio aduanero independiente; su membresía en los organismos multilaterales y en convenios en los cuales participa; también continuaría funcionando como centro financiero internacional y mercado de valores y dinero, de divisas y metales.

La ley igualmente estipula los derechos y deberes fundamentales de los residentes, destacando su igualdad ante la ley, al margen de su nacionalidad, origen étnico, sexo, ocupación y tendencia política; contempla la libertad de expresión, de prensa y publicación, de asociación y formación de sindicatos, así como el derecho de huelga, de asamblea y de manifestación. No obstante, precisa que el gobierno de la RAEHK prohibirá todo acto destinado a socavar la unidad nacional o a subvertir al gobierno central.

En el plano económico, Hong Kong es un pequeño territorio con limitados recursos naturales; cuenta solamente con un puerto y una población cercana a los 6 500 000 personas en un territorio total de 1 068 km², lo que lo ha convertido, probablemente, en una de las economías más densamente pobladas a nivel mundial. La estrategia seguida desde la década pasada, de encaminar su crecimiento hacia una mayor relación con China, difiere de las de otras economías de la región Asia-Pacífico. Gracias a la apertura de China, desde 1988 la mayor parte de las exportaciones de Hong Kong están registradas bajo la clasificación de reexportaciones, lo que da cuenta de su importancia como canal de distribución de las exportaciones chinas y como fuente de financiamiento para esta industria. La fuerte relación que estas dos economías han logrado ha sido posible especialmente en virtud de las grandes oportunidades que existen en China para producir en forma competitiva (menores costos de mano de obra y tierra, zonas económicas especiales, incentivos fiscales, materias primas a bajo costo, entre otras).

La relación económica de Hong Kong con China se ha estrechado en particular con la zona económica de Shenzhen y con la provincia de Guangdong. De hecho, esta relación ha ocasionado la transformación estructural de la economía de Hong Kong pues, al haber trasladado a territorio chino gran parte de su industria manufacturera a fin de incrementar su competitividad internacional, ha disminuido la participación de este sector en la economía y, en la misma proporción, ha aumentado la participación del sector servicios. En la actualidad, en términos comparativos, es muy poca la industria manufacturera del territorio; por lo mismo, se han tenido que hacer grandes esfuerzos para capacitar y reasignar los recursos humanos; sin embargo, el mismo dinamismo de esta economía ha permitido la reasignación y el mantenimiento bajo del índice de desempleo.

Hoy en día, Hong Kong está considerado como la economía más libre del mundo, con el segundo mercado bursátil más grande de Asia, el quinto lugar como centro bancario internacional, el quinto mercado de cambios en el mundo, el primer puerto en manejo de contenedores, el segundo en manejo de carga aérea y el tercer aeropuerto en manejo de pasajeros. Además, ocupa el noveno lugar en comercio internacional; se estima que es el cuarto inversionista a nivel mundial, el primero en China continental, y recibe 11 700 000 turistas al año.¹

Competitividad del Hong Kong actual

La transición de Hong Kong ha ido bien. Las predicciones pesimistas que durante muchos años preocuparon a la población y a los empresarios acerca de la “muerte de Hong Kong” no se han hecho realidad. Los ingredientes fundamentales que crearon la historia de su éxito siguen firmemente en pie.

La forma de vida tampoco ha cambiado en lo general y se continúan teniendo las libertades y derechos garantizados por la Declaración Conjunta y la ley básica. Ha permanecido el régimen legal y se cuenta con un sistema judicial independiente, así como

¹ Véase “Hong Kong. Centro de Negocios de Asia”, Hong Kong, Servicios de información del gobierno, 1992.

con la Corte Final de Apelaciones local. El Servicio Civil se mantiene apolítico, limpio y eficiente. El gobierno de la RAEHK maneja sus propios asuntos y se ocupa de mantener un terreno equitativo de juego para que compitan las empresas. La cooperación con otros socios en organismos globales y regionales se desarrolla y fortalece, como se aprecia en la participación de Hong Kong en la Organización Mundial de Comercio (OMC), al igual que en las reuniones del APEC y en las contribuciones al paquete de rescate del baht durante la crisis financiera de Tailandia.

Al ser un pequeño territorio muy limitado en recursos naturales, la afluencia económica depende no sólo del aparato productivo y financiero, sino también del sistema legal, el desarrollo de infraestructura, la política gubernamental de no intervención, así como de un sistema político capaz de mantener la tranquilidad social.

De acuerdo con lo anterior, el concepto más importante con el cual se mide el potencial de éxito de Hong Kong es su competitividad. Éste es sin duda el tema de mayor preocupación de todos los sectores representados en la economía del territorio y el que determinará si el éxito económico que ha tenido hasta ahora se mantendrá en el futuro.

Una forma de analizar a Hong Kong en este sentido es a través del índice de libertad económica para 1998 emitido por la Fundación Heritage, instituto que promueve la formulación de políticas públicas basadas en los principios de libre empresa, participación limitada del gobierno y libertades individuales.²

² Desde hace algunos años, esta fundación ha desarrollado, calculado y publicado un índice comparativo de libertad económica sobre muchos países alrededor del mundo para ser utilizado por diseñadores de política e inversionistas. Según una de las principales conclusiones de este índice, calculado en 156 países, aquéllos con mayor nivel de libertad económica obtienen más altas tasas de crecimiento económico y son más prósperos que aquellos que tienen menor libertad. Este índice se calcula sobre el análisis de un total de 50 variables económicas independientes que se agrupan en 10 áreas fundamentales: política de comercio, impuestos, intervención del gobierno en la economía, política monetaria, flujos de capital e inversión extranjera, banca, controles sobre precios y salarios, derechos de propiedad, regulación en general y mercado negro. Véase Bryan T. Johnson, Kim. R. Holmes y Melanie Kirkpatrick, "El índice de libertad económica", Fundación Heritage, 1998.

De acuerdo con este índice, Hong Kong es, por cuarto año consecutivo, la economía más libre del mundo. Además, el estudio encontró poca evidencia de que la transferencia a la soberanía china pudiera alterar de manera significativa su estructura económica. De hecho, continúa habiendo poca interferencia del gobierno en el mercado; los impuestos permanecen bajos y predecibles; el incremento en el gasto público está muy ligado al crecimiento económico; el comercio sigue siendo libre; y las reglamentaciones, a la par de ser transparentes, continúan aplicándose en forma uniforme y consistente. Por otra parte, el mercado libre y la apertura comercial le permiten ajustarse con mayor rapidez a los cambios del entorno, y el alto nivel de libertad económica provee de gran habilidad para sobrevivir en circunstancias difíciles.

Los factores que han transformado a Hong Kong, de una isla casi deshabitada en un centro internacional de empresas orientadas a servicios, se pueden separar en cuatro categorías:

Sistema financiero. Hong Kong tiene uno de los sistemas financieros más sólidos y robustos; es uno de los sistemas bancarios más estables del mundo. Durante la primera mitad de 1997, las utilidades de operación de los bancos crecieron alrededor de 18% y cuentan con adecuación de capital en exceso de 17%, una de las tasas más altas del mundo.

Los fundamentos económicos son sólidos, beneficiados por un régimen muy bajo de impuestos, restricciones mínimas en actividades de banca, mercado de capitales muy accesible y bien reglamentado, barreras mínimas para la inversión extranjera y un sistema legal eficiente para proteger los derechos de propiedad privada. Sin embargo, el costo de renta y de producción, por elevados, no son muy atractivos. En este sentido, Hong Kong busca esforzarse por mantener su *status* como centro líder en finanzas y de negocios en la región y en el mundo.

Infraestructura. Hong Kong ofrece un inmenso potencial para hacer negocios debido a sus megaprogramas de infraestructura, los cuales incluyen la construcción del nuevo aeropuerto, nuevas terminales de contenedores y nuevos sistemas de líneas férreas. No obstante, se encuentra por abajo de otras economías de la región en términos relativos en cuanto a los recursos asignados a

telecomunicaciones, y otras economías parecen estar más integradas en el desarrollo y la cooperación tecnológica. Por otro lado, se considera que los ejecutivos de Hong Kong son los segundos mejores del mundo en lo concerniente a su actitud empresarial; su preparación en economía es la cuarta; y los resultados académicos de los estudiantes ocupan el quinto lugar más alto del mundo —en esto último, según se dice, ha estado perdiendo competitividad en la región.

Intervención del gobierno y la política de comercio. Este grupo de criterios es el más comúnmente utilizado para determinar la libertad económica y la competitividad. La mayoría de los estudios internacionales otorgan gran crédito a Hong Kong por el muy bajo nivel de intervención del gobierno. También son relevantes la eficiencia, la transparencia, la credibilidad y los esfuerzos con los cuales se mantiene la justicia y el orden público. Los institutos de investigación otorgan asimismo altas calificaciones a la política de apertura comercial, caracterizada por un muy bajo nivel de proteccionismo; de hecho, en Hong Kong hay muy pocas barreras a las importaciones; es posible considerarlo como uno de los mercados más accesibles del mundo; su gobierno es uno de los que tiene mayor apertura a la recepción de inversión.

Desempeño económico. Con un medio ambiente que ofrece un alto grado de libertad económica se logra atraer empresas, se promueve la competencia y se propicia el desarrollo económico. Los estudios realizados dan a Hong Kong el primer lugar por el crecimiento real en el sector servicios, la ausencia de deuda del gobierno, el alto nivel de ingresos por impuestos como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB), el alto grado de accesibilidad a los mercados de capital, el grado en el que el mercado de valores provee el financiamiento adecuado para las compañías, la velocidad con la cual nuevos productos pueden ser lanzados en el mercado y por el promedio más elevado de número de horas trabajadas por año. Sin embargo, hay otras áreas de la economía que son menos impresionantes, como las comparaciones en el costo de la vida, la balanza comercial y la poca diversificación en los mercados de exportación.

Resulta evidente que el papel que juega el sector empresarial en la economía de Hong Kong es muy importante. El jefe del Ejecutivo de la RAEHK ha establecido con toda precisión la misión del gobierno en cuanto a la mejora de la competitividad, lo cual es posible resumir en los siguientes tres puntos:

1. Se refiere a que las empresas en Hong Kong deberían estar abiertas a oportunidades globales de negocios. En la medida en que se desarrollan tecnologías y se liberaliza el comercio, el mundo se hace más pequeño y los mercados más grandes. De ahí que se motive a las compañías a estar alertas dentro de la tendencia actual de globalización.

Las oportunidades de negocios que se abren para Hong Kong son enormes en relación con su papel de puerta de acceso para China continental. La economía china continúa en fuerte ascenso (crecimiento cercano a 9%), mientras que su inflación ha crecido a un nivel muy bajo (apenas arriba de 1%). La reciente reunión del Congreso del Partido Comunista Chino apunta a mayores reformas y a mayor apertura, particularmente para las empresas paraestatales y las regiones del interior. Los empresarios y financieros de Hong Kong se encuentran en posición de aprovechar estas oportunidades, ya que la isla posee ventajas comparativas muy claras en cuanto a la capacidad del sector financiero y la del sector servicios. Su contribución al crecimiento de China beneficiará en su momento a la propia economía de Hong Kong, así como a las empresas que aprovechen estas oportunidades.

2. La motivación al sector privado a fin de que se prepare para los retos de la competencia, ya que el gobierno comparte el objetivo de promoverla, no como fin en sí mismo, sino como medio para alcanzar eficiencia económica. El gobierno no tiene la intención de discriminar en contra o en favor de las grandes empresas. Tampoco pretende ir más allá de los límites para crear artificialmente nuevas empresas o competidores. Su preocupación fundamental es mantener el proceso de competencia, lo que significa preservar el acceso a mercados y la sana competencia dentro de éstos. En Hong Kong
-

se deja que las fuerzas libres del mercado determinen quién está en mejores posibilidades de sobrevivir.

El único camino hacia la supervivencia a largo plazo consiste en enfrentar la liberalización y la globalización en el comercio mundial; en exponerse a las fuerzas libres del mercado y a los retos de la competencia. Es también la forma esencial para ayudar a sostener la competitividad a largo plazo de la economía de la isla.

3. Las compañías deberán invertir en entrenamiento y en investigación y desarrollo. Con una estructura económica orientada cada vez más a servicios, la fuerza de trabajo debe ser cada vez más versátil. El gobierno también asigna una gran importancia al desarrollo de tecnologías de alto valor agregado y apoya la comercialización de la investigación en campos de alta tecnología. Asimismo, dedica recursos para financiar iniciativas que ayuden a mantener y mejorar la competitividad en el sector servicios. El gobierno tiene como objetivo garantizar el suministro oportuno de nueva infraestructura industrial y tecnológica; además, está considerando un proyecto piloto de esquema para garantías de crédito a fin de facilitar la obtención de los recursos necesarios para el financiamiento de reexportaciones a pequeñas y medianas empresas. El gobierno considera que sus esfuerzos deben ser complementados con contribuciones y apoyos por parte del sector empresarial.

Hong Kong es una economía con pocos recursos naturales; sólo cuenta con su gente y el puerto; de ahí que la competitividad sea en sí el recurso.

La crisis financiera en Hong Kong

Situación del mercado antes de la crisis

El mercado de valores de Hong Kong es el segundo más importante de Asia y el quinto más grande del mundo. Al momento de su reincorporación a China, el mercado presentaba una tendencia al alza con un incremento en el índice sobre el nivel inicial del año de

casi 13%, motivado por la tendencia al alza del mercado de Nueva York; la firmeza que mostraba la economía de la isla; el entusiasmo en el proceso de transferencia (acompañado por la reducción en la incertidumbre debido a que se podía observar que la transición sería más suave de lo que se había anticipado); así como por un gran número de nuevas emisiones de empresas chinas que salían al mercado de Hong Kong como oportunidades prometedoras.

También, era posible percibir algunos riesgos como la elevada concentración de la inversión en acciones del sector inmobiliario a precios sumamente altos, al igual que la práctica seguida por muchos de los grupos y las empresas de Hong Kong de crear valor en las acciones, no a través del incremento del valor de los activos, sino mediante acciones cuyo valor en el mercado aumenta gracias a su imagen. Además se percibía una elevada relación de la bolsa con el mercado de China, puesto que la tendencia futura dependería del manejo, por parte del gobierno chino, del crecimiento y situación de esta economía y, sobre todo, de la relación de Estados Unidos con China. No obstante todos estos riesgos, quizá sólo los dos primeros tuvieron que ver con la caída del mercado.

De acuerdo con la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong, desde marzo de 1997 se empezó a levantar mucho el mercado y cambió su estructura, con el consiguiente aumento de los inversionistas individuales y la disminución de los institucionales. Los inversionistas individuales estaban menos informados sobre la situación de las empresas; en muchas ocasiones, ni siquiera sabían el nombre de la acción en la que estaban invirtiendo, sólo las relacionaban por el número de referencia con el cual aparece su cotización en los pizarrones de información. Las tasas de interés se mantenían similares a las del dólar, premiadas como siempre con alrededor de 1.5% más.

El cambio en la estructura del mercado motivó que esta comisión decidiera reducir el nivel al cual podían llegar las operaciones de margen (crédito para comprar acciones utilizando las mismas como garantía), medida que fue muy criticada por las casas de bolsa; sin embargo, al sobrevenir la crisis, la agradecieron. Hubo el caso de un inversionista que pidió 1 000 millones de dólares de Hong Kong para hacer una operación en margen cuando la acción valía 2 000; al estallido de la crisis la acción bajó a 500, después se fue a 70 centavos y terminó valiendo 7 centavos de dólar de Hong

Kong. La comisión ordenó de inmediato que se depositara la diferencia para mantener cubierta la operación y, cuando el inversionista no la pudo cubrir, cerró al operador de bolsa. Esto sirvió de ejemplo para que el resto de las instituciones financieras consiguieran el dinero y nivelaran sus posiciones.

Antes de explotar la crisis, las economías del Sudeste Asiático venían acumulando déficit en la cuenta corriente. Se estima que en 1996 ingresaron alrededor de 12 000 millones de dólares (MDD) a los mercados financieros de estos países, mismos que salieron en 1997, y que la inversión directa en este mismo año fue de 7 000 MDD, muy poco en comparación con la que recibió China.³

Resulta evidente que algo creó un impacto de reducción del crecimiento en la región del Sudeste Asiático y le dio mayor competitividad a los productos chinos. Sin duda, el deslizamiento del remimbi hasta 1993, con el ajuste adicional de 1994, hizo que subieran las exportaciones de China al mismo tiempo que empezaron a bajar las de los países del Sudeste Asiático, lo que finalmente ocasionó un problema en la región: surgió un desequilibrio entre producción e ingreso; todos querían producir para los que pueden comprar y así generar ingresos. Este fenómeno, más la exagerada (y hasta abusiva) intervención de los Estados bien pudieron ser las causas fundamentales de esta crisis.

El estallido de la crisis en Hong Kong

La crisis comenzó a partir de principios del mes de octubre de 1997, cuando el índice de la bolsa de valores, el Hang Seng, cambió su tendencia de crecimiento para mostrar una clara tendencia a la baja. Lo anterior se debió al temor de que la Autoridad Monetaria de Hong Kong (AMHK) abandonara la liga del dólar de Hong Kong con el dólar estadounidense, lo cual implicaría una devaluación como las que estaban ocurriendo en la mayoría de las economías de la región; esto hizo que los inversionistas cambiaran sus posiciones a divisas que pudieran permanecer más estables.⁴

³ "Análisis sobre las economías del Sudeste Asiático", *The Economist*, documento de internet, 1998.

⁴ "El dólar domina", *Fortune*, núm. 22, noviembre de 1997, p. 34.

A partir del día 20, la tendencia a la baja se acentuó, muy posiblemente debido al ajuste en la paridad del nuevo dólar de Taiwan, que cayó alrededor de 6% con respecto al dólar estadounidense. Ello fue visto como una mala señal para el mercado debido a que Taiwan posee una economía muy similar a la de Hong Kong; además de que siempre contó con buena estabilidad monetaria, su economía, comercio y moneda están muy ligados al dólar estadounidense. La devaluación de la moneda de Taiwan indicó al mercado que el dólar de Hong Kong también se podría devaluar. Así, el día 23, el mercado accionario de la isla fue atacado por una ola de pánico, que afectó a otros mercados del mundo. Hong Kong tuvo un ajuste de 10.4% y afectó a los mercados de valores de Nueva York, que bajó 1.9%; Londres, 3.1%; Tokio, 3.1%; Singapur, 4.7%; Francfort, 3.6%; París, 3.4%; y Sydney, 3.8%. Durante la sesión de operaciones de ese día, el índice Hang Seng llegó a ajustarse hasta 16%. El índice de las *Red Chips* (empresas chinas listadas en el mercado de Hong Kong) cayó 10.2% aunque, durante el día, llegó hasta 29.6%.

El 24 de octubre, el mercado avanzó a la alza 6.8%, por un rebote técnico ya que 15 conglomerados de Hong Kong recompraron sus acciones. Una gran parte del dinero que ese día entró al mercado provenía del capital chino, ya que el índice *Red Chips* subió poco más de 12%. El día 27, el índice Hang Seng sufrió otra caída de 5.8%, que ocasionó una nueva ola de pánico alrededor del mundo haciendo caer al mercado de Nueva York en 7.2%, y 13.7% el día 28, la tercera más grande de su historia, solamente superada por la del 5 de junio de 1989 (21.8%), después de los acontecimientos de Tiananmen, y la del 26 de octubre de 1987 (33.3%), cuando se generó la crisis mundial motivada por el mercado de Nueva York.

Para la apertura de operaciones del 29 de octubre, el mercado de Hong Kong estaba a merced de lo que ocurriera en Nueva York en la sesión del día 28. Aparentemente, hasta este momento, Estados Unidos no había estado muy preocupado por la crisis del Sudeste Asiático; sólo cuando la crisis golpeó al mercado de valores de Nueva York, se aceleró la intervención del Fondo Monetario Internacional en la región. El día 28, el mercado de Nueva York, apoyado por comentarios de líderes de opinión como Alan Greenspan, el propio presidente William Clinton y otros líderes alrededor del mundo, subió 4.7%, lo cual alentó una recuperación en el índice Hang Seng de 18.8% en la operación del 29 (el alza más grande de su historia).

De acuerdo con Tung Chee Hwa, jefe del Ejecutivo del gobierno de la RAEHK, el gran optimismo que prevalecía antes de la transferencia había hecho que el mercado subiera en forma excesiva, y con el impacto de la crisis del Sudeste Asiático, el mercado se estaba ajustando a un nivel más realista. Con respecto al impacto y los ajustes de los mercados alrededor del mundo (el efecto dragón) —según comentó—, los mercados habían subido mucho en los últimos meses, al grado de necesitar un sano ajuste; la crisis de Hong Kong resultaba, pues, una justificación para llevar a cabo dicho ajuste.

En resumen, el comportamiento de la bolsa de valores de Hong Kong, medida por el índice Hang Seng, si se considera a diciembre de 1996 como base 100%, fue el siguiente: optimismo y marcha suave hasta el 7 de agosto (algo más de un mes después de la transferencia de soberanía), fecha en la cual el índice llegó a su valor máximo histórico de 16 673 puntos y relativo de 124%; cambio de tendencia a la baja llegando al final de agosto a 105%; lateralidad en septiembre entre 105% y 111%; crisis en octubre llegando a 79% del valor de diciembre (sólo en este mes el índice bajó 29%); para, finalmente, permanecer lateral el resto del año.

Es importante resaltar que la crisis que se dio en Hong Kong fue muy distinta de las del resto de las economías de la región. Ahí no hubo devaluación como en las demás economías en crisis y el ajuste se dio rápidamente (en un mes, en contraste con los varios meses de incertidumbre, devaluaciones, caídas en mercados financieros, caídas en mercados inmobiliarios, quiebras de empresas y situaciones de insolvencia fiscal que se dieron en otras economías de la región) con una fuerte caída en el mercado de valores, con el incremento súbito de las tasas de interés y con el ajuste en el valor de los activos inmobiliarios.

Situación después de la crisis

En un principio, la crisis del Sudeste Asiático fue observada a cierta distancia desde Hong Kong, quizá porque la atención estaba más enfocada al proceso de transferencia de la soberanía. Sin embargo, esta crisis terminó por golpear su economía debido a cuatro hechos fundamentales:

Primero. Se hacía cada vez más evidente que la devaluación de las divisas y los ajustes de las bolsas de valores de los países del Sudeste Asiático (que constituyen activos que respaldan a muchas de las acciones que se cotizan en la Bolsa de Hong Kong) deberían de tener algún impacto sobre el valor de las acciones de las empresas que cotizan en la bolsa de Hong Kong, lo que generó cierta preocupación entre los inversionistas.

Segundo. El exceso de optimismo por la reincorporación de Hong Kong a China dejó de alimentar la tendencia al alza del mercado que llevó al índice Hang Seng a subir, en los primeros siete meses de 1997, 22% para caer, con la crisis, 34% en los últimos cinco meses de ese año.

Tercero. Se generó una competitividad favorable a las economías que devaluaron sus divisas, ya que sus productos, empresas y activos resultaban más atractivos que los de Hong Kong. Además, se empezaba a especular si resultaría más económico producir en algunos de estos países que en China. Por otro lado, Hong Kong estaba perdiendo su competitividad en la zona ya que, de ser una ciudad cara, pasó a ser, en términos absolutos y sobre todo relativos, una excesivamente cara.

Cuarto. El cuestionamiento que existía con respecto a si el gobierno de Hong Kong podría o querría mantener la paridad cambiaría en relación con el dólar, ante los efectos desfavorables de incremento en las tasas de interés, pérdida de competitividad en las exportaciones y desequilibrios por sobrevaluación de los activos físicos y financieros, cierre de algunas instituciones financieras (como fue el caso de Peregrine, uno de los bancos de inversión más grandes de Asia, con sede en Hong Kong), entre otros problemas.

Al pasar la parte más aguda de la crisis, el dólar de Hong Kong permaneció muy fuerte y la determinación del gobierno de no devaluar fue premiada con un incremento sustancial en las reservas, que subieron a 96 500 MDD estadounidenses de un nivel previo a la crisis de 88 000 MDD. Quienes especularon en contra del dólar de Hong Kong por medio de operaciones de ventas en corto (el inversionista

vende dólares de Hong Kong que no tiene, o sea prestados con costo financiero) enfrentaron fuertes pérdidas ocasionadas por el incremento en las tasas de interés.

Al permanecer la paridad cambiara, el costo de la vida en Hong Kong se hizo todavía más elevado debido fundamentalmente al aumento de las tasas de interés. El sector más afectado por la crisis fue el mercado inmobiliario, que sufrió el efecto tijera resultado del aumento en el costo de las hipotecas por el incremento en las tasas de interés y la reducción sustancial de los ingresos por la caída de la demanda. El gobierno de la RAEHK determinó no poner a la venta tierras que estaba a punto de liberar para desarrollos inmobiliarios con el propósito de mantener el nivel de precios de los inmuebles, pues la baja de precios beneficiaría al sector social pero conllevaría muchas quiebras en empresas y consorcios debido a las considerables inversiones en el sector inmobiliario de grupos empresariales.

El segundo sector más afectado por la crisis fue el turístico, que equivale a 12% de la fuerza laboral. Con la caída de los precios relativos en toda la zona, Hong Kong dejó de ser un paraíso para los compradores. Los comercios y los hoteles no podían reducir los precios o sus tarifas para hacerse más competitivos debido al elevado costo de la renta de sus inmuebles. Este impacto afectó a muchas empresas, desde aerolíneas hasta establecimientos comerciales.

Prácticamente la totalidad de las empresas (entre ellas varias mexicanas) con exportaciones hacia el Sudeste Asiático perdieron una muy buena proporción de sus ingresos por ventas. Esta reducción de ingresos se dio por los efectos combinados de menores ventas por la recesión económica y la desfavorable conversión al dólar estadounidense (indispensable en la gran mayoría de los casos) de las divisas recientemente devaluadas. No obstante que el dólar de Hong Kong no se devaluó, muchas de las empresas establecidas en el territorio vieron reducidos sus ingresos ya que las oficinas regionales de muchas corporaciones están establecidas en esta ciudad.

Después de la crisis, los inversionistas que quieran establecerse en Hong Kong enfrentan un dilema. Por un lado, resulta un paraíso bien estructurado en su marco legal, con procedimientos sencillos para la incorporación de empresas y organizado en su infraestructura. Además, colinda con la región de más alto crecimiento

económico en China continental, y se encuentra cerca de la mitad de la población del mundo (a cinco horas de vuelo). Esto hace de Hong Kong un centro de excelencia para el desarrollo de negocios, lugar privilegiado donde las empresas transnacionales buscan ubicar sus oficinas regionales. Sin embargo, dados sus elevados costos de mano de obra y rentas, aunque la tasa de impuestos sea baja (16%), ha dejado de ser tan atractivo.

El problema fundamental es el elevado nivel de rentas. Su gravedad radica en cómo corregir este desequilibrio. Por un lado, se puede desatar la quiebra generalizada de empresas que cierran al no poder cubrir el costo de las rentas; de esta suerte, la reducción de la demanda será la que ajuste el mercado a la baja. Por otro lado, puede aumentar la oferta; sin embargo, durante la crisis, a fin de detener la caída de la bolsa de valores, el gobierno de Hong Kong (mayor tenedor de tierras del territorio) decidió no vender una nueva extensión de tierra (East Tammar, plataforma ganada al mar), con el objetivo de no aumentar la oferta para que el valor de los inmuebles no se desplomara. También, podría existir la reducción voluntaria de precios, ya que una gran parte del mercado de bienes raíces de Hong Kong se concentra en seis grandes consorcios. No obstante, es difícil que se reduzca la demanda ya que todavía existe una gran cantidad de empresas transnacionales o chinas que quiere establecerse en Hong Kong.

En este sentido, el gobierno de la RAEHK enfrenta un serio problema pues gran parte de los ingresos en la economía, tanto para el gobierno como para muchas empresas privadas, proviene de la industria de bienes raíces. Por consiguiente, la reducción en los precios de los inmuebles afectaría el presupuesto del gobierno, a una gran cantidad de empresas e inversionistas, así como a los particulares que viven de sus rentas. De hecho, Hong Kong sobrevive gracias a su régimen fiscal; con tasas impositivas tan atractivas, el elevado costo de renta se ve compensado por la reducida tasa de impuestos que pagan las empresas.

A partir de la crisis, surge la pregunta sobre la conveniencia de la devaluación del dólar de Hong Kong para que fuera más competitivo, situación que se considera un tanto ilógica, dado el elevado nivel de reservas monetarias. En mi opinión, una devaluación destruiría la confianza en el gobierno y en la economía de Hong Kong, e incrementaría las tasas de interés. El elevado costo

de la propiedad aunado a un incremento en el costo financiero ocasionarían el aumento en la cartera vencida de los bancos por el incumplimiento en los pagos a los créditos hipotecarios; esto haría al sector vivienda menos atractivo y empeoraría la ya conocida crisis por falta de vivienda. Además, sobrevendría un problema de liquidez en los bancos pues, al absorber las garantías, se quedarían con propiedades y no con recursos, lo que otra vez haría caer el valor de la propiedad y bajaría la disponibilidad de recursos para el otorgamiento de crédito, afectando el crecimiento económico. De acuerdo con lo anterior, la defensa del dólar de Hong Kong por parte del gobierno fue la mejor alternativa, al menos durante la crisis, que no resultaba el mejor momento para llevar a cabo un ajuste.

En la actualidad, el gobierno de Hong Kong se muestra muy optimista; así, la expectativa de crecimiento económico es de 3.5% para 1998 y, para el mediano plazo, se espera seguir con tasas de crecimiento de 5% por año. La situación fiscal del gobierno ha llegado a ser la más fuerte en mucho tiempo y las reservas extranjeras son superiores a 90 000 MDD estadounidenses, la tercera más grande del mundo. A pesar de que durante la crisis hubo una fuerte depreciación en el valor de los activos y un incremento en las tasas de interés, además de que el consumo y el sector comercial disminuyeron notablemente su actividad, si se le compara con la región, Hong Kong está en mejores condiciones que el resto de las economías.

El gobierno de la RAEHK optó por mantener la paridad con el dólar estadounidense bajo el supuesto de que mayores tasas de interés enfriarían el sobrecalentado mercado de bienes raíces, harían los departamentos residenciales más accesibles para compradores particulares, reducirían el costo para hacer negocios, así como la inflación, y motivarían el ahorro. A largo plazo, todo ello volvería a Hong Kong más competitivo. En todo caso, el éxito dependerá de la contribución de todos los sectores de la economía, en especial la del sector empresarial.

Según muchas fuentes, ya que varios países en el Sudeste Asiático han devaluado sus monedas, la competitividad de Hong Kong será afectada adversamente, razón por la cual debiera devaluar o considerar seriamente desligar el dólar de Hong Kong del dólar estadounidense. La posición del gobierno ha sido clara y firme;

considera que desligar la moneda local no es una opción. Dado que los fundamentos económicos permanecen sólidos y que el sector servicios contribuye con más de 80% del PIB, una devaluación no daría ventaja significativa alguna. El desligar traería como consecuencia gran incertidumbre e inestabilidad a la economía. Se crearía desconfianza y todo el mundo lo resentiría, como ocurrió durante la crisis monetaria en 1983. El gobierno de Hong Kong está determinado a no permitir que eso ocurra.

Donald Tsang, secretario de Finanzas de la RAEHK, aseveró que se está empleando la fórmula correcta para defender la moneda en contra de los ataques especulativos; agregó que se revisará la técnica para defender el dólar de Hong Kong con el propósito de limitar el efecto desfavorable que su defensa pueda tener sobre la economía y el mercado de acciones.

Anson Chan, jefa Ejecutiva para Administración de la RAEHK (figura central de continuidad en la ceremonia de transferencia del territorio), señaló en un discurso ante la Cámara General de Comercio:

Ha tomado décadas construir una buena reputación para Hong Kong, pero todo mundo sabe que un minuto bastaría para deshacerla. Hemos navegado y sobrevivido muchas tempestades en los últimos 156 años y hemos salido adelante más fuertes en cada ocasión. Yo creo que con una mayor asociación entre el gobierno y el sector empresarial nosotros podremos mejorar aún más nuestra competitividad en el mercado global. Espero que las generaciones futuras que estén aquí dentro de 156 años, puedan mirar hacia atrás a esta parte de la historia de Hong Kong, no tanto como el clímax de la historia de éxito de Hong Kong sino como la plataforma a partir de la cual hayamos escalado a mayores alturas.

A finales de enero de 1998, todavía bajo las secuelas de la crisis, al acercarse una de las celebraciones más importantes de Hong Kong (el año nuevo chino), la actividad empezó a disminuir en anticipación a las vacaciones y, como cada año sucede, por todas partes se escuchaba la felicitación usual “Kung Hei Fat Choi” (¡Felicidades!, que gane dinero), que bien demuestra el espíritu, el interés y el pragmatismo de los habitantes de Hong Kong.

Política monetaria⁵

El sistema de Currency Board

La liga del dólar de Hong Kong con el dólar estadounidense es diferente de los sistemas de tasa de cambio cuasi fija que fueron arrasados en el Sudeste Asiático durante los meses de la crisis. Los sistemas de esta región eran administrados por los bancos centrales, los cuales trataban (no solamente sin resultados, sino creando algunos efectos desfavorables) de manejar una política monetaria doméstica independiente, al mismo tiempo que trataban de seguir de cerca al dólar estadounidense al fijar el valor de sus propias divisas.

El sistema de liga de Hong Kong, por el contrario, es una variación del llamado sistema de cambios de *Currency Board*, inventado por Gran Bretaña a mediados del siglo XIX para ser utilizado en algunas de sus posesiones imperiales. Además de Hong Kong, nueve países han adaptado este sistema para darle un uso moderno; de ellos, sobresalen Argentina y Estonia.

La idea fundamental de un sistema de *Currency Board* consiste en despojar al gobierno de cualquier control que pudiera ejercer sobre la oferta monetaria. Este mecanismo no es un banco central; más bien, se trata de una unidad automática que absorbe o libera cantidades de una divisa en la forma en que lo demanda el mercado. La totalidad de los ajustes en la economía se realiza a través del efecto automático que esta operación tiene en la oferta monetaria, en las tasas de interés o en los precios de los activos; ninguno de ellos a través de movimientos en la tasa de cambio.

La liga del dólar de Hong Kong funciona de la siguiente manera: cuando alguno de los tres bancos emisores de dinero quiere emitir dólares de Hong Kong, debe depositar un dólar estadounidense ante la AMHK (*Currency Board*) por cada 7.8 dólares de Hong Kong que emita al público. Por lo tanto, las reservas de divisas internacionales en el fondo de cambios de la AMHK deben, a esa tasa de cambio, al menos cubrir la cantidad total de billetes en circulación. Las reservas extranjeras de Hong Kong cubren mucho

⁵ Véase "Las medidas monetarias de Hong Kong más allá de 1997", Autoridad Monetaria de Hong Kong, 1996.

más; de hecho, son suficientemente grandes como para comprar cada dólar de Hong Kong emitido, de cinco a seis veces.⁶

El sistema de Hong Kong no es un sistema de *Currency Board* puro; la AMHK puede intervenir, y en ocasiones lo hace, en el mercado de dinero; posee cierto dominio sobre las tasas de interés. De acuerdo con lo anterior, la AMHK está equipada con las armas usuales de un banco central; también maneja el sistema de compensación de pagos interbancarios; por lo tanto, funciona como el prestador de último recurso al facilitar día a día la compensación de pagos entre bancos. Aun en esta versión híbrida de *Currency Board*, empero, el fundamento de mecanismo automático y de rigidez del tipo de cambio fijo permanecen intactos.

En el pasado ha existido alguna preocupación alrededor de la AMHK; se ha temido que pudiera estar sujeta a influencia política para ejercer su discreción y utilizar las herramientas de banca central para crear dinero con el propósito de atenuar el problema creado por altas tasas de interés, lo que afectaría la credibilidad en el sistema de *Currency Board*. Mientras ésta es una preocupación legítima, dada la experiencia en otros sistemas monetarios, la situación en Hong Kong es bastante distinta. El principal objetivo de política monetaria de la AMHK es la estabilidad cambiaria dentro del esquema del sistema de *Currency Board*; por ello, el resto de las herramientas disponibles en el manejo de la política monetaria no puede ser utilizado de manera inconsistente con dicho objetivo.

El dólar de Hong Kong ha estado ligado al dólar estadounidense a un tipo de cambio fijo desde octubre de 1983. Esto es, a pesar de la crisis reciente, clasificada como uno de los peores desastres financieros en la historia de Asia, y de una serie de eventos que pudo haber debilitado la confianza en el dólar de Hong Kong en los últimos 15 años de existencia de la liga, el tipo de cambio ha permanecido muy estable. De hecho, dentro de las monedas más importantes de Asia, el dólar de Hong Kong es una de las dos que no han resultado afectadas por la reciente ola de devaluaciones, la otra es el remimbi de China continental. Además, es la única moneda de libre convertibilidad en la región que ha sobrevivido el desastre sin daño. A través de los años ha habido mucho escepticismo sobre la conveniencia de mantener la liga con el dólar

⁶ "La liga del dólar de Hong Kong", Autoridad Monetaria de Hong Kong, 1998.

estadunidense, en particular en los últimos meses mientras se iban devaluando, una a una, las monedas asiáticas.

Es importante analizar la política cambiaria de Hong Kong. Bajo un argumento simplista cabría pensar que, al tratarse de una economía que se enorgullece por ser una de las más libres en el mundo, debería operar con un tipo de cambio que fluctuara libremente. Sin embargo, Hong Kong es una economía altamente orientada hacia el sector externo; prácticamente la totalidad de los productos básicos son importados, incluso el agua potable para el consumo de los hogares y la arena para la construcción; en cambio, casi todos los productos manufacturados ahí son exportados. Más aún, Hong Kong es en mucho un centro de concentración y distribución; maneja un número muy elevado de reexportaciones que hacen del puerto el mayor en manejo de contenedores del mundo. La industria de servicios también está muy orientada hacia el exterior; provee servicios financieros y de otra índole en la región, en particular hacia China continental. El valor total del comercio exterior en bienes y servicios en un año es equivalente a más de 250% del PIB de Hong Kong.

Fundamentos económicos

Cualquier sistema de tipo de cambio fijo requiere del establecimiento de credibilidad y confianza. Como lo demostró la crisis y a través del tiempo, Hong Kong ha desarrollado un sistema altamente confiable de tipo de cambio estable. De hecho, los resultados obtenidos mediante este sistema de tasa fija son impresionantes; si se observan los acontecimientos durante el periodo en que ha estado en funcionamiento, están por ejemplo los fuertes movimientos hacia el alza y hacia la baja que se han dado en la cotización del dólar-yen en 1985, en 1987 y, más recientemente, en 1995 y a principios de 1998. Además de la crisis de la deuda a principios de la década de los años noventa, la crisis financiera de México a finales de 1994 y principios de 1995, y después del reciente desastre financiero en el Sudeste Asiático, ha habido una abundancia de eventos que habrían podido afectar la confianza en la moneda durante el sensible periodo de transición política de Hong Kong a la soberanía china. No obstante, el dólar de Hong Kong se ha mantenido

sólido, con un tipo de cambio muy cercano al nivel fijo de 7.8 por dólar estadounidense.

Existen muy buenas razones que explican la estabilidad del tipo de cambio. Los fundamentos económicos de Hong Kong han sido muy sólidos durante los pasados 14 años de la liga con el dólar estadounidense; su economía alcanzó un crecimiento anual de 6.1% en términos reales. La tasa de inflación medida por el consumo de productos ha sido de 7.5% en promedio durante este periodo. En el sector de bienes de exportación, la inflación ha sido aún más reducida con el precio por unidad exportada, incrementándose sólo 2.2% por año; por su parte, la tasa de desempleo ha permanecido en un nivel bajo de entre 2% y 3%.

Además, se sigue una política macroeconómica sana y se tiene un récord impresionante de disciplina fiscal. Lo anterior se fortalece a través del artículo 107 de la ley básica, el cual establece el principio de mantener el gasto dentro de los límites del ingreso; de esforzarse por obtener un superávit fiscal; y de evitar déficit y mantener el presupuesto en línea con la tasa de crecimiento del PIB. En los últimos 14 años, mientras muchos países trataban de resolver sus déficit fiscales, Hong Kong ha mantenido un superávit de alrededor de 2% del PIB por año; más aún, el superávit en el ejercicio fiscal 1997-1998 fue 5.8% del PIB. Como resultado, se han formado abundantes reservas fiscales, que están depositadas en el fondo cambiario, el cual considera la reservas internacionales de Hong Kong, incluyendo aquellas que respaldan la emisión de la moneda. Al finalizar 1997, la reserva total llegó a cerca de 93 000 MDD estadounidenses y se constituyó como la tercera más grande del mundo después de Japón y China continental.

La estructura de la economía de Hong Kong es flexible y eficiente, impulsada por un gobierno pequeño comprometido con la instrumentación de política pública orientada hacia el libre mercado. Esto mejora su resistencia en la absorción de golpes externos y en su habilidad para ajustarse rápidamente.

El robusto sistema financiero de Hong Kong también ha proporcionado un soporte importante para la estabilidad cambiaria. Se cuenta con un sistema moderno de supervisión preventiva y una infraestructura financiera sofisticada. El sistema bancario es fuerte, con una tasa de capitalización en los bancos incorporados en la plaza de 17% en promedio y tasas de créditos problemáticos de menos

de 2%. A pesar de la exuberancia irracional característica en los mercados de activos en la región asiática, en Hong Kong ha estado presente la utilización de prácticas prudentes y de administración de riesgo, que han permitido a los bancos absorber la inevitable deflación en los precios de los activos.

Este comportamiento prudente en los bancos también ha motivado prácticas prudentes en los negocios en general. En el sector no bancario de Hong Kong existe muy poca diferencia en la correspondencia en el plazo de activos y pasivos (en tomar prestado a corto plazo para realizar inversiones a largo plazo), y pocas posiciones en divisas (en tomar prestado moneda extranjera sin el correspondiente ingreso en esa moneda). Éstos son algunos de los trágicos errores responsables del lamentable estado en que se han encontrado algunas de las economías asiáticas.

Con estos sólidos fundamentos económicos, el gobierno de la RAEHK considera que Hong Kong no tendrá que verse involucrado en un proceso de devaluación de la moneda a fin de ganar competitividad. Sin devaluación, se espera que en 1998 la economía de Hong Kong crezca en 3.5% en términos reales. Aunque este crecimiento es inferior al de 5.2% logrado en 1997, es muy considerable a la luz de las circunstancias que enfrentan las economías en esta región del mundo. Incluso la reducción en el crecimiento se considera saludable dado el grado irracional de exuberancia que se ha visto en los mercados de activos en los últimos dos años. De hecho, se espera que la inflación decrezca a 5% (fue de 5.8% en 1997), que la tasa de desempleo permanezca baja y la cuenta corriente más o menos balanceada. Con su economía altamente orientada a los servicios, no se espera que se vea demasiado afectada por la devaluación de las monedas de sus competidores.⁷

En relación con el comercio exterior, la liga con el dólar estadounidense es conveniente ya que dos terceras partes del comercio de Hong Kong se realizan con Estados Unidos o con países que utilizan la divisa estadounidense en sus transacciones internacionales. En este sentido, la liga con el dólar estadounidense ha resultado conveniente; contribuye a mantener la inflación en los productos de exportación de Hong Kong de manera similar a la de

⁷ "Revisión de los mercados de valores y futuros de Hong Kong a la luz de la crisis financiera de Asia", Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong, 1998.

Estados Unidos (a pesar de que la inflación interna es mayor), lo cual le da competitividad a sus productos. En el caso de la inversión extranjera, ayuda a mantener el ingreso de inversión financiera, ya que con la liga al dólar estadounidense, el inversionista no necesita comprar cobertura cambiaria. Las desventajas radican en que la economía de Hong Kong sigue las tasas de interés de Estados Unidos; así, cuando las tasas de interés bajan y la inflación interna sube, se sobrecalienta la economía y hay presión por eliminar la liga.

Política monetaria durante la crisis

Durante la crisis de octubre de 1997, en los eventos que llevaron al agudo crecimiento en las tasas de interés, se puede apreciar con bastante claridad cómo funciona el sistema de *Currency Board*. Desde principios de la semana del 13, se presentó una salida considerable de capitales causada, que se aceleró el 17, cuando Taiwan permitió que su moneda se depreciara con el objeto de mantener la competitividad en sus exportaciones.

La salida de capitales acumulada causó que el saldo en las cuentas del sistema bancario se encogiera rápidamente (de acuerdo con el mecanismo del sistema de *Currency Board*) en la medida en que los bancos vendían dólares de Hong Kong a la AMHK a cambio de dólares estadounidenses. De hecho, para el día 23, no había suficientes dólares de Hong Kong en las cuentas de compensación de los bancos para realizar el pago a la AMHK por los dólares estadounidenses que estaban comprando. Muchos bancos solicitaban dinero, que en forma colectiva no existía en el mercado de dinero. Como resultado, la tasa de interés *overnight* (créditos a 24 horas) se disparó a casi 300%. Esto ocurrió por alrededor de una hora el 23 de octubre. Cuando las operaciones de venta en corto del dólar de Hong Kong por especulación fueron revertidas, la tasa de interés interbancaria *overnight* bajó rápidamente y cerró a 100% o 150% el 23, y a 7% el 24.

De esta manera, las altas tasas de interés interbancarias fueron resultado de las operaciones de los propios bancos, no de la actividad de la AMHK. En esos días, la AMHK se encontraba sentada, el día de la liquidación, esperando a que los bancos le entregaran los dólares de Hong Kong que les habían vendido por dólares estadounidenses, dólares de Hong Kong que los bancos no tenían. En

estas circunstancias, los bancos contaban con sólo dos alternativas: la primera era tomar prestados los dólares de Hong Kong de la autoridad monetaria al final del día de liquidación. Esto, obviamente, no resultaba una alternativa barata, en especial para los solicitantes recurrentes, ya que la AMHK no participa en el negocio de proveer financiamiento barato en dólares de Hong Kong a aquellos que se dedican a hacer operaciones en corto, lo que además sólo se daría en créditos *overnight*; la segunda era que los bancos obtuvieran dólares de Hong Kong en forma más permanente de parte de la autoridad monetaria al vender de vuelta los dólares estadounidenses a la misma AMHK, los cuales son tomados por ésta en forma pasiva, de acuerdo con la disciplina que establece el sistema de *Currency Board*. Esto fue lo que ocurrió el 23 de octubre y la salida intensa de capitales por ataque especulativo fue revertida tan rápido como había comenzado.

Un país, dos sistemas, el caso del remimbi

Uno de los asuntos que más preocupa a los analistas gira en torno a la moneda de China continental, el remimbi. Si fuera necesario devaluarla a causa de la turbulencia financiera de Asia, ¿cuáles serían las consecuencias para la liga del dólar de Hong Kong con el dólar estadounidense?

Durante la crisis, los líderes chinos aseguraron clara y repetidamente que el remimbi no se devaluaría. La historia monetaria del mundo demuestra que la devaluación de las monedas con frecuencia ocurre precisamente después de las reiteradas negaciones sobre su posible devaluación sin tomar en cuenta que se trata de algo determinado por las fuerzas del mercado y no por los argumentos de los líderes gubernamentales. Sin embargo, con relación a la situación del remimbi se puede decir lo siguiente:

1. Todavía existen controles cambiarios en China continental; esto hace el control de la moneda mucho más fácil. De hecho, su mercado de cambios está dominado por un jugador muy grande sentado en aproximadamente 140 000 MDD estadounidenses de reservas extranjeras que es la Administración Estatal para el Mercado de Cambios del Banco Popular de China.

2. Existen consideraciones políticas y administrativas para que China continental trate de no involucrarse en devaluaciones competitivas. Una devaluación del remimbi tendría el riesgo de crear fricciones en el comercio, particularmente con Estados Unidos ya que el superávit comercial de China continental con este país se ha incrementado a casi 50 000 MDD en 1997, muy cerca del de Japón con Estados Unidos que fue de casi 52 000 MDD. En la arena multilateral, una devaluación podría debilitar la entrada de China en la OMC porque podría ser vista como una acción para ganar una desmedida ventaja competitiva e incrementar su participación en el comercio. Una devaluación también afectaría el flujo de inversión extranjera directa y reiniciaría presiones inflacionarias, lo que resultaría lamentable después de haber ganado la difícil batalla en contra de la inflación en los últimos tres años.

 3. Existen otros medios menos riesgosos y más efectivos para mantener la competitividad. La continuación de la reforma del sector paraestatal (confirmada por la decisión del Congreso del Partido Comunista en septiembre de 1997) seguirá desatando las fuerzas del mercado y logrará una asignación más eficiente de los recursos y el mejoramiento de la productividad de la economía. Asimismo, se continúa transformando el comercio con la liberalización de barreras a la importación y la reducción de tarifas. Los esfuerzos adicionales para fortalecer la infraestructura y el mercado financieros darán como resultado una intermediación financiera más eficiente y promoverán el crecimiento económico y el desarrollo. Esto último es vital; es quizá el único riesgo que existe para que se devalúe el remimbi, debido a que la modernización está cerrando empresas con productos o tecnologías obsoletas y creando un impacto desfavorable al incrementar los créditos no recuperables en los bancos.

 4. De cualquier forma, la competitividad de China continental está basada en factores estructurales de mayor alcance, que incluyen el costo factorial implícito, el liderazgo del mercado y la política de comercio de los importadores mayores. Aun después de la depreciación del mercado de las divisas asiáticas,
-

el costo laboral en China continental es inferior al de la mayoría de las economías asiáticas, con la excepción quizá de Indonesia. Adicionalmente, en China hay un acceso continuo a una enorme fuente laboral provocada por un número excesivo de trabajadores en el sector estatal y un superávit laboral en las áreas rurales. Por otro lado, es probable que los efectos favorables de una devaluación en los costos de manufactura en las economías asiáticas sean contrarrestados por mayor inflación, mayores costos de las importaciones y mayores tasas de interés. China también ha establecido el liderazgo en una variedad de productos en los mercados del mundo. Es difícil prever que esta posición dominante se erosione de manera significativa, en particular con la existencia de barreras internacionales sobre el comercio que limitan el grado del posible cambio de las órdenes de exportación de China hacia otras economías asiáticas.

5. Los fundamentos económicos de China continental son fuertes; se espera que el crecimiento económico para 1998 sea de 8% en términos reales, ligeramente inferior al 8.8% alcanzado en 1997. Además, se espera que la inflación esté por debajo de 3%. En 1997, China continental tuvo un superávit comercial de 40 000 MDD, equivalente a 4.5% del PIB. La inversión extranjera directa alcanzó 45 000 MDD. Como ya se comentó, sus reservas internacionales son las segundas más grandes del mundo. La deuda externa alcanza sólo 14% del PIB; en su mayoría, consiste en créditos a largo plazo provenientes de organismos oficiales como el Banco Mundial y el Banco de Desarrollo de Asia; por su parte, el servicio de la deuda representa menos de 10% de las exportaciones. El déficit fiscal en 1997 fue bajo, menor a 1% del PIB. En estas circunstancias, no se ve realmente presión alguna para devaluar el remimbi.

Para algunos analistas podría parecer que la estabilidad, o no, del remimbi podría tener implicaciones sobre la liga del dólar de Hong Kong con el dólar estadounidense, dada la cercanía entre la economía de Hong Kong y la de China continental. Sin embargo, esto no significa necesariamente que el dólar de Hong Kong deba moverse

en sincronía con el remimbi en caso de que este último se devaluara, ya que el dólar de Hong Kong está ligado al dólar estadounidense y no al remimbi. A lo largo de la existencia de la liga, la relación económica siempre ha sido muy cercana entre Hong Kong y China continental; siempre ha habido divisas separadas para ambos, lo cual aún se establece con toda precisión en el concepto: un país, dos sistemas, de la ley básica que estará vigente en Hong Kong durante 50 años.

Las principales diferencias entre Hong Kong y China continental apoyan más la segregación monetaria que la unión monetaria. En 1994, cuando se tomaron medidas en China continental para unificar las tasas oficiales del remimbi con las del mercado de cambios, se tuvo una devaluación de este último de 33% en un promedio no ponderado, y de 7% sobre un promedio ponderado. De hecho, en los 15 años que han transcurrido desde que se estableció la liga con el dólar en Hong Kong en octubre de 1983, el remimbi se ha depreciado en total 76% con respecto al dólar estadounidense, lo que de hecho no afectó al dólar de Hong Kong.

De acuerdo con este análisis no parece que pudiera presentarse una devaluación del remimbi, por razones políticas y técnicas; tampoco, que de darse dicha devaluación, afecte al dólar de Hong Kong. Sin embargo, no hay que olvidar la orientación hacia economías de mercados, al respecto de lo cual se sabe que las circunstancias cambian y que las fuerzas del mercado determinan el curso de estas variables.

Conclusiones

Hong Kong se venía preparando de manera excepcional para el cambio de soberanía; esto permitió una transición suave en medio de un ambiente festivo, atestiguado por las delegaciones de muchos países y de organismos internacionales que participaron en las ceremonias de transferencia. Al momento de la crisis, la economía de Hong Kong se encontraba muy firme; de ahí que la enfrentara en forma muy distinta de la del resto de las economías afectadas en la región.

En la actualidad, se sigue considerando a Hong Kong como base regional para empresas multinacionales, con una política de

mínima intervención gubernamental, con baja imposición fiscal, como el segundo mercado bursátil de Asia, considerado un importante centro bancario internacional y con el ingreso per cápita más alto de los denominados "tigres asiáticos"; además de seguir como un puerto libre, visto como una potencia comercial mundial, con el puerto de contenedores más activo del mundo. El principal problema que enfrenta es cómo mantenerse competitivo y cómo mantener sus mercados ante los ajustes de las economías de la región.

El dólar de Hong Kong sigue incólume y el sistema de *Currency Board* estable; el gobierno de Hong Kong ha permanecido firme en su política de mantener la liga con el dólar estadounidense prefiriendo confrontar los problemas causados en el corto plazo por el incremento en las tasas de interés, que enfrentar la incertidumbre, la volatilidad, las fluctuaciones y la pérdida de la confianza que se habrían dado en el caso de una devaluación. Es interesante observar cómo la economía de Hong Kong se ha ajustado al sistema de *Currency Board* (lo cual está dentro de la filosofía básica de este mecanismo) más que el sistema a la propia economía. Esto significa que, a fin de que Hong Kong pueda permanecer competitivo bajo el sistema de la liga con el dólar estadounidense, los precios (incluyendo los de la tierra y los salarios) deberán ajustarse. Las proyecciones económicas del gobierno han cambiado por unas más conservadoras; sin embargo, los ajustes no son considerables, lo cual demuestra las bondades del sistema utilizado.

En estos momentos es posible observar algunos aspectos positivos. Ante todo, hay señales que indican una mayor estabilidad; además de que dentro de las economías que enfrentaron la crisis en la región, Hong Kong es el centro de mayor estabilidad. La transferencia de soberanía se ha dado mediante un proceso muy suave, factor de suma importancia para la estabilidad al sobrevenir la crisis. Las empresas occidentales permanecen en Asia, en especial si tienen interés en el mercado chino; de hecho, Hong Kong es todavía la ubicación ideal para hacer negocios en la región. El interés en la inversión en China aún es muy elevado; las compañías de este país continúan invirtiendo en Hong Kong, de ahí que siga siendo una puerta importante entre China y el mundo; lo anterior explica que el sector servicios, el más importante de la economía, se haya mantenido relativamente fuerte a través de la crisis.

¿Qué puede aprenderse de todo esto? Los tiempos difíciles que ha vivido México en el pasado no son mejores en otras partes del mundo. Las economías presentan ciclos, altibajos; la realidad de la cual no es posible sustraerse. Incertidumbre, devaluación, altibajos, crisis inclusive, son palabras que deben incluirse en las previsiones, en la planeación. Es preciso prepararse con previsión realista, con planeación y creación de reservas en los sectores público y privado. La palabra clave en este juego es asociación. Tanto el sector público como el privado, así como el resto de los sectores que componen la economía, deben establecer una fuerte asociación para lograr la más alta competitividad en la economía mexicana.

Las crisis, como virus, van mutando; en la crisis de México y las del Sudeste Asiático se dio el fenómeno de fuerte devaluación y fuerte incremento en tasas de interés. Además, en el pasado, las empresas o los inversionistas se posicionaban en varios países para tener un efecto de cobertura; ahora, las crisis no se dan en un país aislado sino en regiones; el efecto de cobertura se pierde y las pérdidas se dan en todos o en la mayoría de los países.

Hay dos razones fundamentales detrás de todo esto: la primera es la globalización en la cual, al eliminar las barreras al comercio y la inversión, han desaparecido las fronteras para los flujos de capital, éstos se mueven hacia los sitios donde las expectativas de rendimiento parecen ser mejores y más seguras. La segunda consiste en que, por primera vez en mucho tiempo, existe una gran coincidencia en la política económica de una gran parte de los países del mundo. Es decir que la gran mayoría coincide en el deseo de contar con apertura comercial, presupuestos balanceados, baja inflación, estabilidad cambiaria, bajas tasas de interés, inversión extranjera, entre otros objetivos. Lo anterior hace que todos estos países se vuelvan atractivos para la inversión y que aumente la competencia por flujos de capital; éstos pueden moverse a gran velocidad porque ahora están en manos de grandes fondos de inversión administrados por profesionistas que tienen la responsabilidad de mantener el rendimiento patrimonial de las inversiones para los ahorradores que participan en el fondo; la decisión es rápida y la ejecución inmediata al utilizar medios electrónicos sumamente eficientes, lo que a su vez ocasiona los bandazos de entrada y salida de capitales que enfrentan las economías en la actualidad. El

problema empeora porque el inversionista particular tiene muy poco conocimiento de las empresas o de los valores en los cuales invierte, o del mercado en general, además de la falta de información oportuna y adecuada para tomar decisiones con mayor anticipación o prudencia.

Otra lección que puede aprenderse de estas crisis es tener conciencia de que el ingreso excesivo de capitales a una economía (a una velocidad mayor de la que los puede absorber para crear mayor actividad productiva) ocasiona varios desequilibrios, ya que el aumento en la liquidez de los bancos genera crédito agresivo, excesivo y sin un adecuado análisis de crédito o de riesgo. También ocasiona el incremento explosivo del valor de los activos, en especial los financieros, sobrevalúa las monedas locales ante el incremento en la oferta de las divisas extranjeras, reduce artificialmente la inflación en las importaciones, afecta la balanza comercial, reduce las tasas de interés y mantiene artificialmente el crecimiento económico. El peor de estos efectos es el incremento excesivo en el precio de los activos financieros, ya que genera expectativas para nuevos inversionistas o para mayores inversiones que retroalimentan la entrada excesiva de capitales, convirtiéndose en un círculo vicioso; luego, debido al cambio de circunstancias o por algún acontecimiento inesperado, se revierte la tendencia y vienen los desplomes del mercado, las olas de pánico y las salidas excesivas de capitales que generan las crisis económicas.

En la historia reciente del mundo nos hemos esforzado por crear una economía de mercado; por primera vez en mucho tiempo existe una gran coincidencia de que éste es el mejor sistema que pueden seguir los países del mundo para progresar. Incluso a través de organismos multilaterales se promueve, se apoya y se ayuda a los países menos desarrollados para que constituyan sus economías con un enfoque de economías de mercado. Mucho se ha hecho; sin embargo, éste es un mecanismo en el cual todavía no se cree por completo. Cuando un país o una economía está a la baja, los mecanismos de economía de mercado deben decir qué está barato y qué se sugiere como compra; empero, cuando esto sucede, los inversionistas se alejan de ellos, los abandonan y contribuyen a ocasionar las crisis. En las presentaciones sobre México he podido demostrar cómo a un mes de la crisis de Hong Kong, la Bolsa Mexicana de Valores, medida por el índice, era la de más alto

rendimiento en el mundo durante el año de 1997, argumento que utilizo para demostrar que, cuando un país está a la baja, si tiene una relativa estabilidad y buenas bases económicas, significa oportunidad y compra por parte de los inversionistas, no pánico y venta como ha ocurrido. Todavía queda mucho por hacer para lograr la economía de mercado que nos hemos propuesto; creo que vamos por el camino correcto.

En México vivimos una crisis que inició a finales de 1994; con una adecuada política económica y el esfuerzo de los mexicanos el país salió adelante y fortaleció su economía. Si las economías del Sudeste Asiático hacen lo necesario y mejoran su situación podrían salir fortalecidas de su crisis; si esto sucede México tendrá que enfrentar la competencia por parte de esta región. Por esta razón, debe redoblar sus esfuerzos para mejorar su situación económica y su competitividad. Además, para acceder a los mercados potenciales más importantes del mundo México debe orientar una buena parte de su estrategia hacia esta región. En este sentido, Hong Kong le ofrece muchas oportunidades.
