

COOPERACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA EN EL ESTE DE ASIA

Este artículo ha sido elaborado por Jaime de Frutos y Alicia García Herrero, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### **Introducción**

Los países asiáticos se han mostrado tradicionalmente interesados en fomentar la cooperación comercial, como muestra la actividad de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático<sup>1</sup> (ASEAN), aunque no dispongan de un entramado institucional tan desarrollado como en el caso europeo. Sin embargo, su interés por aumentar la cooperación monetaria y financiera ha sido escaso hasta hace apenas una década, cuando la crisis asiática de 1996-1997 puso de manifiesto la vulnerabilidad de las economías de la región y les persuadió de la necesidad de disponer de apoyos regionales para mitigar el impacto de ciertas perturbaciones.

La cooperación monetaria y financiera entre países tan heterogéneos como los del Este asiático se presenta como un proceso arduo y de alcance limitado, sobre todo cuando se compara con la situación europea. Sin embargo, estas naciones han ido dando pasos que no deben subestimarse, no solo porque suponen avances en ese proceso, sino también por las implicaciones que pueden tener para la región y para el resto del mundo, dada la creciente relevancia de Asia Oriental en la economía mundial.

El peso de Asia Oriental en la producción mundial y su participación en los flujos comerciales y financieros globales han crecido significativamente en los últimos años. Así, en 2005, la región generó el 26,5% del PIB mundial, fue origen del 21,9% de las exportaciones globales y absorbió el 13% de la inversión directa extranjera, proporciones que apenas alcanzaban 15,2%, 12% y 5,6%, respectivamente, a comienzos de los años ochenta. Una parte importante de este crecimiento es imputable a la emergencia de China (véase gráfico 1).

La experiencia de Europa constituye un marco de referencia distante, pero válido, para el proceso de integración financiera de Asia, a pesar de las marcadas diferencias existentes entre ambas regiones en cuanto a nivel de desarrollo, grado de convergencia y voluntad política de integración. De ahí que resulte interesante enfocar la cooperación monetaria y financiera en Asia Oriental en una perspectiva europea.

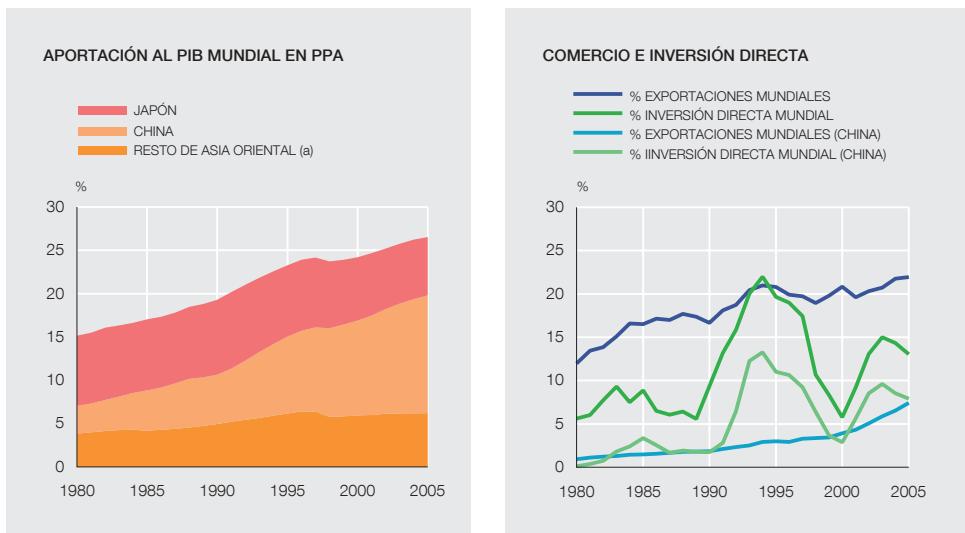
### **Dimensiones de la integración económica y financiera en Asia**

Existen muchos grados de cooperación monetaria: del simple intercambio de información como mecanismo incipiente de coordinación, a la introducción de una política monetaria única y de una moneda común, pasando por la vinculación entre los tipos de cambio o la coordinación de las políticas económicas. Las ventajas, y también los inconvenientes, de cada uno de los posibles marcos de cooperación dependen del grado de integración existente entre los países en cuestión.

La literatura sobre áreas monetarias óptimas [iniciada por Mundell (1961)] establece que, para que la renuncia a la autonomía monetaria y, en última instancia, a la propia moneda, no suponga unos costes tan elevados que contrarresten sus posibles beneficios, deben darse unas condiciones muy estrictas. Así, el criterio inicial para que un conjunto de países forme un área monetaria óptima es que no estén sometidos a perturbaciones asimétricas. De existir dichas perturbaciones, las economías deberían estar dotadas de suficiente flexibilidad para absor-

---

1. ASEAN fue fundada en 1967 por Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. Posteriormente, se adhirieron a ella Brunei (1984), Vietnam (1995), Laos (1997), Myanmar (1997) y Camboya (1999).



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook e International Financial Statistics) y UNCTAD (FDI Database).

a. Corea, Brunei, Camboya, Filipinas, Indonesia, Malasia, Myanmar, Laos, Singapur, Tailandia y Vietnam.

berlas a través de cambios en los precios relativos y en la estructura productiva, y las autoridades fiscales deberían tener capacidad para acomodarlas mediante transferencias fiscales intrarregionales. La movilidad de los factores capital y trabajo es igualmente importante. En particular, la integración de los mercados financieros, reflejo de una elevada movilidad del capital en la región, permitiría una distribución y compensación de los riesgos derivados de perturbaciones asimétricas.

La evaluación del grado de cumplimiento de los criterios de un área monetaria óptima en Asia Oriental puede constituir un punto de referencia válido para valorar las posibilidades de una mayor cooperación monetaria regional.

La probabilidad de sufrir perturbaciones asimétricas es proporcional a la diversidad de la estructura productiva y de las características económicas de los países de la región, que es muy marcada en el caso de Asia Oriental. Japón es la economía más avanzada, en términos de renta per cápita, seguida por Singapur, Corea y Brunei. En el otro extremo están Camboya, Laos, Myanmar y Vietnam. En una posición intermedia se encontrarían Malasia y Tailandia, y por detrás de estas, China, Indonesia y Filipinas (véase gráfico 2).

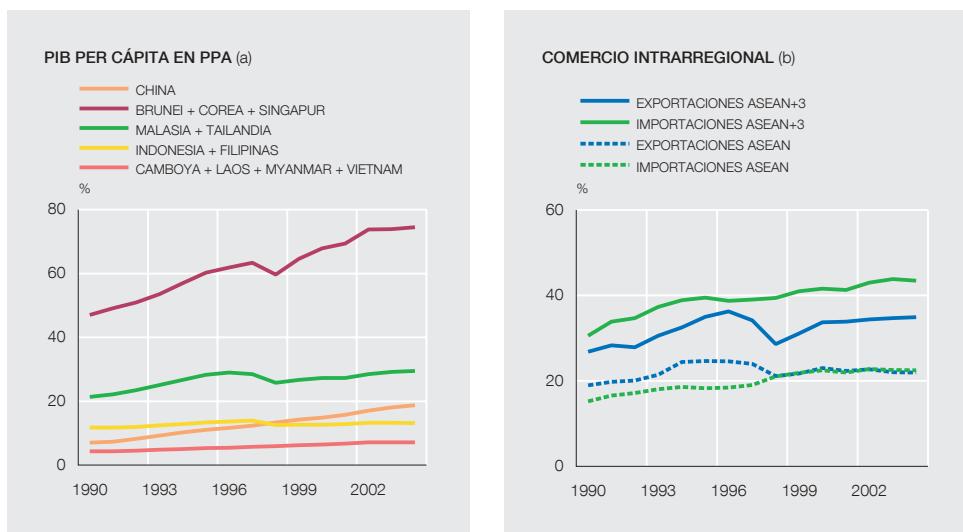
A pesar de ello, algunos estudios<sup>2</sup> sitúan el grado de sincronización de las perturbaciones de oferta en un rango cercano al que se observaba en Europa antes de la introducción del euro. Debe tenerse en cuenta que las perturbaciones asimétricas más relevantes son las de oferta o reales, puesto que las perturbaciones de demanda y las nominales están determinadas, en buena medida, por la existencia de políticas monetarias divergentes, que la integración monetaria tiende a mitigar.

García Herrero (2006) realiza un análisis de componentes principales y encuentra evidencia de que casi la mitad de las perturbaciones de oferta de los países de ASEAN tienen un factor co-

2. Kwan (1998); Bayoumi, Eichengreen y Mauro (2000) y Plummer (2001).

## PIB PER CÁPITA Y COMERCIO INTRARREGIONAL

GRÁFICO 2



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, International Financial Statistics y Direction of Trade Statistics).

a. Porcentaje sobre el PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo de Japón. En el caso de grupos de países, se ha ponderado por la población de cada uno.

b. Las series de trazo continuo representan exportaciones e importaciones de ASEAN+3 con destino / origen en otras economías del grupo. Las de trazo discontinuo representan exportaciones e importaciones de ASEAN con destino en ASEAN.

mún, proporción que se reduce a algo más de un tercio cuando se incluyen en la muestra Corea, China y Japón (véase cuadro 1). Este trabajo muestra que la simetría de las perturbaciones de oferta de los países de ASEAN respecto a cada una de las dos economías principales, China y Japón, ha ido en aumento en los últimos años.

En cualquier caso, si bien el grado de sincronización de las perturbaciones de las economías de la región es relativamente elevado, el cumplimiento del resto de condiciones para conformar un área monetaria óptima es más débil. En particular, la diversidad de las estructuras productivas es más acusada que en el caso de Europa, y el grado de integración comercial y financiera, sensiblemente inferior.

La apertura comercial y el comercio intrarregional son factores que limitan los costes de la integración monetaria, pues tienden, por un lado, a reducir la capacidad de las políticas monetaria y cambiaria para responder a las perturbaciones externas y, por otro, a incrementar los mecanismos de transmisión económica entre países y a homogeneizar sus estructuras productivas, fomentando una mayor sincronía cíclica.

El peso del comercio de mercancías con origen o destino en la región ha aumentado en los últimos años, aunque presenta evoluciones notablemente dispares dependiendo del país y del flujo comercial considerado (véase gráfico 2). En 2004, el 43,5% de las importaciones de ASEAN, China, Corea y Japón procedía de otras economías de la zona, frente al 30,6% en 1990. El crecimiento de las exportaciones intrarregionales ha sido más modesto (del 26,8% al 34,9% entre 1990 y 2004), como consecuencia del retroceso que sufrieron tras la crisis de 1997. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que la interdependencia comercial entre los países de Asia Oriental puede ser menor de lo que sugieren estas cifras, debido al importante peso del comercio intrarregional de bienes intermedios y a la fuerte dependencia que tienen de la demanda final de las economías industrializadas a través de lo que se ha llamado «cadena global de producción».

|  | Shock<br>de oferta<br>externa (b) | Shock<br>de demanda<br>externa (b) | Shock<br>de oferta<br>interna | Shock<br>de demanda<br>interna |
|--|-----------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| ASEAN (c)                                  | 91,67                             | 91,59                              | 44,14                         | 40,09                          |
| ASEAN + 3 (d)                              | 86,83                             | 86,27                              | 37,97                         | 35,23                          |
| ASEAN + 3 + Australia + India + N. Zelanda | 89,11                             | 86,58                              | 30,18                         | 26,48                          |

FUENTE: García Herrero (2006).

a. El porcentaje de la varianza explicado por el primer componente principal es una medida regional de simetría de perturbaciones. Un valor alto equivale a una elevada correlación de las perturbaciones en las economías de la región, mientras que un valor bajo sería indicativo de mayor asimetría.

b. Las perturbaciones de oferta y demanda externas son perturbaciones de producción y precios, respectivamente, de la economía de Estados Unidos.

c. Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.

d. Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia, China, Corea y Japón.

Respecto a la movilidad de los factores de producción, la migración con origen y destino en la región ha ido creciendo, según datos de la Organización Internacional del Trabajo, aunque sigue siendo muy baja, incluso respecto a áreas con bajos flujos de migración intrarregional como Europa. En cuanto al capital, la movilidad regional parece haber aumentado sustancialmente entre los ochenta y los noventa, aunque es difícil discernir en qué medida se trata de un proceso de integración regional genuino o en qué medida es parte de un proceso de globalización más amplio.

El grado de integración financiera es clave en los procesos de integración monetaria. La integración financiera estimula la movilidad del capital, por lo que genera problemas crecientes para la gestión autónoma de las políticas monetarias y cambiarias, favoreciendo las iniciativas de coordinación monetaria y/o cambiaria entre países. Adicionalmente, la integración regional, especialmente del sector bancario, propicia la convergencia del mecanismo de transmisión de las perturbaciones monetarias, y favorece la homogeneización de los mercados de capitales.

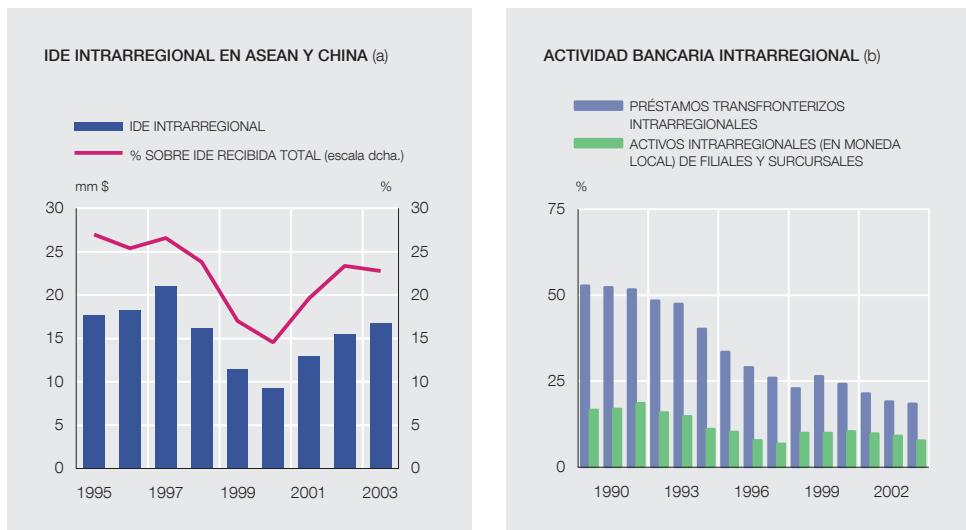
Una manera simple de medir la integración financiera es a través de los flujos de capital intrarregionales. En los últimos años, se ha producido un aumento de los flujos de inversión directa extranjera (IDE) dentro de la región, que representan cerca de una cuarta parte de la IDE total recibida<sup>3</sup>. Además, los préstamos bancarios transfronterizos intrarregionales representan una parte no desdeñable del total, aunque su peso se ha reducido tras la crisis asiática, debido a las pérdidas que sufrieron entonces los bancos japoneses, coincidiendo con una situación muy difícil dentro del mercado doméstico. Finalmente, la participación extranjera en el sector bancario de algunos países de la zona también ha aumentado, aunque está aún muy lejos de los niveles que presentan América Latina o Europa Oriental. De hecho, la participación de bancos japoneses y taiwaneses en la actividad local de los sistemas bancarios asiáticos es muy limitada (véase gráfico 3).

Por otra parte, aunque no existen datos de flujos bilaterales de cartera dentro de la región, la correlación entre los índices bursátiles y los tipos de interés de la deuda pública apunta a un aumento de la integración financiera. Así, desde la crisis asiática, la correlación de los

3. Aunque es difícil saber si la IDE regional es sustitutiva de exportaciones, estudios recientes se decantan más por la complementariedad. Así, Kawai (2005) muestra que las multinacionales japonesas en países asiáticos tienden a fomentar el comercio intrarregional, pues se basan en procesos de integración vertical.

## FLUJOS FINANCIEROS INTRARREGIONALES

GRÁFICO 3



FUENTES: ASEAN Statistical Yearbook 2004, CEIC y Banco de Pagos Internacionales.

a. IDE en ASEAN procedente de ASEAN, Corea y Japón, e IDE en China procedente de Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia, Corea y Japón.

b. Actividad en ASEAN, China y Corea de entidades de Japón y Taiwán (y sus filiales).

índices bursátiles de los países de la región con el Nikkei japonés es mayor que con un índice global, como el MSCI, y también ha aumentado la correlación con los índices de Hong Kong y Singapur, que poco a poco se están convirtiendo en plazas regionales. En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, se ha producido un acercamiento, aunque el mismo fenómeno puede señalarse respecto a los tipos europeos y norteamericanos, de forma que este acercamiento puede deberse más a factores globales que a la integración financiera regional.

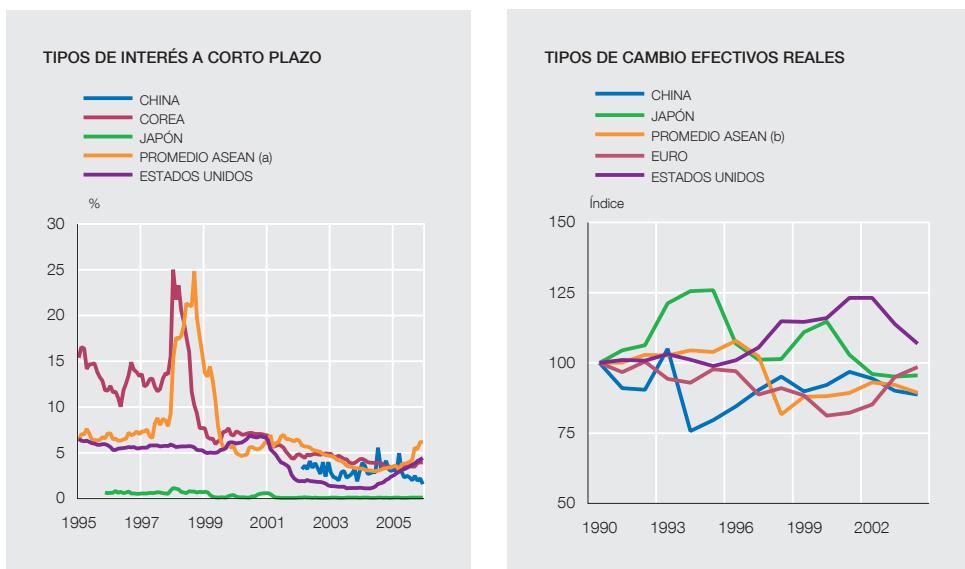
En el ámbito de los régimen cambiarios, los países asiáticos continúan manteniendo una acusada diversidad, aunque con el denominador común de una cierta relación con el dólar. El hecho de que durante mucho tiempo la región se haya comportado como un bloque dólar ha mitigado la volatilidad intrarregional de los tipos de cambio y ha favorecido el acercamiento de los tipos de interés a corto plazo (véase gráfico 4), aunque la tendencia a la reducción de la inflación explica fundamentalmente este último proceso.

Tras la crisis asiática se ha producido una cierta tendencia a la flexibilidad «de iure» de los tipos de cambio frente al dólar, lo que debería favorecer una mayor independencia de la política monetaria de los países de la región respecto de Estados Unidos<sup>4</sup>. Sin embargo, la evolución de los tipos de cambios efectivos nominales y reales (véase gráfico 4) parece indicar que su flexibilidad «de facto» es aún limitada, a pesar de la introducción de regímenes de cambio más flexibles «de iure».

### Pasos recientes hacia una mayor cooperación monetaria e integración financiera en Asia

Los primeros intentos de cooperación monetaria en Asia Oriental se remontan a finales de los años setenta. En 1977, los miembros de ASEAN suscribieron el Acuerdo de Swap de ASEAN (ASA), que constituyó un primer paso en la cooperación monetaria en la región, aunque su contribución a la resolución de los problemas de liquidez de las economías del grupo fue escasa.

4. Kawai y Akiyama (2000) muestran que, en el período anterior a la crisis asiática, las monedas asiáticas respondían prácticamente uno a uno a los cambios en la moneda ancla, es decir, el dólar.



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a. Se consideran Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.  
 b. Se consideran Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.

La crisis asiática de 1996-1997 supuso una fuerte convulsión económica y financiera para los países de la región. El papel del Fondo Monetario Internacional (FMI) en la prevención y resolución de aquel episodio quedó en entredicho y creció el interés de las autoridades de la zona por la cooperación monetaria y financiera a nivel regional, no solo para afrontar en mejores condiciones episodios similares en el futuro, sino por sus intrínsecos efectos beneficiosos para la región.

Algunas de las primeras propuestas resultaron fallidas, quizás por ser excesivamente ambiciosas, como la creación de un Fondo Monetario Asiático o el establecimiento de un fondo de 100.000 millones de dólares para países con problemas de balanza de pagos, o demasiado modestas, como el esquema de financiación regional de 30.000 millones de dólares lanzado en 1998 a propuesta de Japón. Posteriormente, otras iniciativas más realistas se han ido abriendo paso. En 1998 se acordó crear un proceso de vigilancia, que se ha ido reforzando en años sucesivos, entre los países de ASEAN para la coordinación y supervisión de las políticas macroeconómicas, sectoriales y sociales.

En 2000, durante la reunión anual de la Junta de Gobernadores del Banco Asiático de Desarrollo (BAD) celebrada en Tailandia, los ministros de finanzas de los países de ASEAN, China, Corea y Japón presentaron la Iniciativa Chiang Mai, que supuso la creación de una red de Acuerdos Bilaterales de Swap (BSA) y la ampliación del importe y ámbito geográfico del acuerdo ASA, cuyas principales características se describen en el cuadro 2.

Pese a la ampliación del acuerdo ASA, y al innegable avance que ha supuesto su puesta en marcha en términos de transparencia y vigilancia regional, su escaso monto y las dificultades para renovar las disposiciones arrojan dudas sobre su contribución a la resolución de futuras crisis. En lo que respecta a los acuerdos BSA, algunos países se han opuesto a su vinculación a los programas del FMI (en la actualidad, se exige sujeción a un programa del FMI para poder acceder a la liquidez), en tanto que otros la han defendido como garantía de la credibilidad de la iniciativa. Para asegurar la efectividad del

|                     | Acuerdo de Swap de ASEAN (ASA)   | Acuerdos Bilaterales de Swap (BSA)   |
|---------------------|--|--|
| Origen              | Establecido en 1977.<br>Ampliado en 2000.  | Aprobación del marco común en otoño de 2000.<br>Negociación de los acuerdos a partir de 2001.  |
| Miembros            | 1977: Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.<br>2000: todos los países de ASEAN.                         | Todos los países de ASEAN, China, Corea y Japón (a).   |
| Naturaleza          | Acuerdo multilateral.  | Acuerdos bilaterales uni o bidireccionales (b).  |
| Finalidad           | Proveer liquidez a corto plazo a los países participantes que experimenten dificultades de balanza de pagos.           | Proveer liquidez en moneda fuerte a corto plazo.<br>Préstamo de última instancia para situaciones de crisis.   |
| Importe total       | 1977: 100 millones USD.<br>1978: 200 millones USD.<br>2000: 1.000 millones USD.<br>2005: 2.000 millones USD.           | 75.000 millones USD.   |
| Contribuciones      | 1977: 20 millones USD por país.<br>1978: 40 millones USD por país.<br>2000: aportaciones en función de renta p. c. (c) | Se determina en negociaciones bilaterales.   |
| Divisas disponibles | 1977: Dólar americano.<br>2000: Dólar americano, yen y euro.   | Dólar americano.<br>En menor medida, divisas locales (yen, renmimbi).  |
| Tipo de interés     | Euro-yen y euro-LIBOR.   | LIBOR + prima de hasta 300 p. b.:<br>— 150 p. b. para 1. <sup>a</sup> disposición y 1. <sup>a</sup> renovación.<br>— 50 p. b. adicionales por cada 2 renovaciones.                   |
| Importe máximo      | Importe no superior al doble de la contribución.   | Importe determinado en negociaciones bilaterales.<br>Desembolsos concertados por los países financiadores.   |
| Plazo máximo        | 1977: 1, 2 o 3 meses, ampliables en otros 3.<br>2000: plazo ≤ 6 meses, ampliable en otros 6.                           | 90 días, ampliables en 7 ocasiones.  |
| Condicionalidad     | No se exige sujeción a programas del FMI.  | En función del importe del acuerdo dispuesto:<br>— Se exige sujeción a un programa del FMI si es > 20%.<br>— No se exige sujeción si es < 20%.<br>Hasta 2005, el umbral era del 10%. |

FUENTE: Banco de España, a partir de Bergsten y Park (2002), Institute for International Economics y Asia Regional Information Center.

a. Potencialmente, 33 acuerdos (tres entre Japón, China y Corea, y 30 entre estas naciones y los diez miembros de ASEAN).

b. En los BSA bidireccionales ambas partes pueden solicitar a la contraparte swap de divisa local por USD. En los BSA unidireccionales solo una de las partes puede solicitar a su contraparte swap.

c. Brunei, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia aportan 150 millones de USD cada uno. Vietnam, Myanmar, Camboya y Laos aportan, respectivamente, 60, 20, 15 y 5 millones.

sistema sería necesaria una ampliación del número de acuerdos bilaterales y de su importe.

En definitiva, la Iniciativa Chiang Mai ha aumentado sustancialmente la liquidez a disposición de las economías de la región desde 2000, pero las cifras de apoyo contempladas continúan siendo muy modestas para poder constituir una base sólida de prevención de crisis. En cualquier caso, esta iniciativa supone un fuerte impulso al proceso de cooperación monetaria y financiera en Asia Oriental, y genera inercias que, una vez consolidadas, son difíciles de revertir.

En materia de integración financiera se han adoptado políticas para mejorar la infraestructura de los mercados financieros, su marco legal y su sistema contable. También se han hecho esfuerzos para aumentar la transparencia, como el pre-anuncio de las emisiones de bonos públicos para facilitar la creación de una referencia o *benchmark*. Por último, se ha reducido la fiscalidad de las ganancias por interés y de capital, y se han tomado medidas para aumentar la base de inversores locales en el mercado de bonos.

|                   | Fondo Asiático de Bonos I (ABF1)   | Fondo Asiático de Bonos II (ABF2)  |
|-------------------|--|--|
| Lanzamiento       | Junio de 2003.   | Abri de 2004.  |
| Objetivos         | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Promover el desarrollo de los mercados de bonos de la región y servir como catalizador de la inversión privada.</li> <li>— Diversificar las inversiones de los bancos centrales.</li> <li>— Aumentar la rentabilidad de dichas inversiones.</li> <li>— Fomentar la inversión en la región de las reservas internacionales de las economías de Asia-Pacífico.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>— Mejorar la infraestructura de los mercados de bonos.</li> <li>— Contribuir al desarrollo de nuevos fondos de inversión en la región.</li> <li>— Facilitar la apertura de los fondos a organismos públicos distintos de los bancos centrales y a inversores privados locales e internacionales.</li> </ul> |
| Estructura        | Es un fondo único.   | <p>Se compone de dos subfondos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF), que invierte en todas las economías de EMEAP (a).</li> <li>— Fund of Bond Funds (FoBF), cuya dotación está invertida en 8 fondos de ámbito nacional, cada uno de los cuales invierte en una economía de EMEAP (a).</li> </ul>       |
| Importe           | 1.000 millones USD.  | PAIF: 1.000 millones USD.<br>FoBF: 1.000 millones USD.   |
| Tipo de activos   | Activos denominados en dólares, emitidos por agentes soberanos y quasi-soberanos de las economías de EMEAP (a).  | Activos denominados en monedas locales, emitidos por agentes soberanos y quasi-soberanos de las economías de EMEAP (a).  |
| Estilo de gestión | Pasiva (replica un <i>benchmark</i> específico).   | Pasiva (replica un <i>benchmark</i> específico).   |
| Entidad gestora   | Unidad de Gestión de Activos del Banco de Pagos Internacionales (BPI).<br><br>Existe un Comité de Vigilancia.  | El PAIF y los ocho fondos nacionales son gestionados por entidades privadas.   |

FUENTE: Banco Asiático de Desarrollo (Asian Bonds Online) y Banco de España.

a. Salvo Japón, Australia y Nueva Zelanda.

Una medida muy importante ha sido la creación, a iniciativa de los bancos centrales de once naciones de Asia-Pacífico<sup>5</sup>, de los Fondos Asiáticos de Bonos (*Asian Bond Funds 1 y 2*), cuyas principales características se muestran en el cuadro 3. Aunque la cantidad movilizada por estos fondos es reducida (el equivalente de 3.000 millones de dólares), tienen una gran importancia porque muestran el interés de los países del Sudeste Asiático por integrar sus mercados de bonos. Así, estos fondos han permitido crear una cierta infraestructura común, además de establecer una referencia para la emisión de bonos y otros productos en la región.

#### ***Propuestas de coordinación discutidas en la actualidad***

Más allá de las iniciativas que ya se han tomado, existen otras propuestas actualmente en discusión sobre aspectos relevantes para la cooperación monetaria y financiera en la región, como la prevención de crisis, la integración financiera y la coordinación cambiaria.

En materia de prevención de crisis, una de las propuestas que se está discutiendo en la actualidad es la creación de un acuerdo de financiación regional más amplio que los acuerdos de swaps. De aprobarse, dicho acuerdo supondría la transferencia de un 5% de las reservas internacionales de los países de ASEAN, China, Corea y Japón, que se colocaría en un fondo compuesto de distintas monedas del cual cada participante podría disponer en función de un múltiplo de su cuota.

No existe consenso en la literatura sobre las ventajas que puede tener para los países asiáticos la puesta en común de una parte de sus reservas internacionales, frente al acceso a la liquidez internacional y/o la acumulación individualizada de reservas. Se han mencionado las siguientes: disminución de la necesidad global de reservas para un objetivo de auto-aseguramiento dado,

5. Estos países son los integrantes del grupo EMEAP: Australia, China, Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur y Tailandia.

mayor facilidad para acceder a dichas reservas que a la liquidez internacional, y reducción del riesgo moral, dado el mayor conocimiento de la situación por el resto de países de la región.

El principal obstáculo que se presenta es la elevada probabilidad de que varios países necesiten disponer del fondo simultáneamente, debido a perturbaciones negativas comunes, motivadas por la similitud en la estructura productiva y las vulnerabilidades, o por puro contagio [Eichengreen (2002)]. Además, la propuesta presenta algunos inconvenientes tal como está formulada, pues la condicionalidad para acceder a la liquidez será, posiblemente, menor a nivel regional que a nivel internacional, y su cumplimiento más difícil de verificar. Finalmente, es probable que los países con mejores fundamentos y, por tanto, con menor probabilidad de utilizar las reservas puestas en común, incluyan cláusulas de salvaguardia, mediante las cuales se reserven el derecho a cesar en su apoyo a los países en crisis, si lo consideran conveniente.

Otra propuesta complementaria relativa a prevención de crisis es la centralización de la Iniciativa Chiang Mai. Uno de los inconvenientes específicos de esa iniciativa es que la liquidez no está centralizada, pues se trata de acuerdos bilaterales sujetos a discrecionalidad por parte de los países acreedores. Además, el aumento de fondos es clave, pues los swaps actuales están muy lejos del tamaño de los programas financieros que recibieron estos países durante la crisis asiática. Asimismo, también se contempla desligar la condicionalidad de esta liquidez de la del FMI.

En lo que se refiere a la integración financiera, Eichengreen (2002) aboga por la creación de un organismo coordinador de las reformas que se están llevando a cabo en los sistemas financieros de la región, y por el establecimiento de normas prudenciales y estándares comunes regionales. Por otro lado, Cowen et al. (2006) defiende la creación de un sistema de pagos regional y de agencias regionales de calificación crediticia, así como el fomento de la cooperación entre los supervisores y la generalización de buenas prácticas de gobierno corporativo entre las entidades financieras y las empresas emisoras de títulos.

Parece difícil poder avanzar en la integración monetaria sin que los países asiáticos intenten coordinar de una manera más explícita sus tipos de cambio. La relativa estabilidad cambiaria en los países de la región podría hacer pensar que la coordinación es fácil de alcanzar; en realidad, el proceso es muy complejo y las propuestas muy variadas.

Una de esas propuestas es la creación de una cesta de monedas externas contra la que fijen su tipo de cambio las monedas asiáticas [Park (2002)]. Esto les permitiría ser menos dependientes de las fluctuaciones del dólar. Williamson (2005) aboga por una cesta compuesta por el dólar, el euro y el yen, con los mismos pesos para todos los países. Cada país con un tipo de cambio ligado a la cesta debería anunciar una paridad central y el tamaño de la banda dentro de la cual mantendría dicha paridad, aunque existiría la posibilidad de realineamientos. Por su parte, algunos economistas japoneses [Ito (2003) y Kawai (2002)] abogan por la creación de cestas específicas para cada país, integradas por divisas regionales y extrarregionales, pues creen que sería suficiente para mantener el tipo de cambio efectivo nominal constante. Los pesos de las distintas monedas en cada cesta serían diferentes, en la medida en que lo sean los pesos de los socios comerciales.

Otra opción es la creación de una Unidad de Cuenta Asiática (ACU), al estilo del ECU en el antiguo Sistema Monetario Europeo, propuesta realizada recientemente por el Banco Asiático de Desarrollo. La creación de la ACU podría venir acompañada por un acuerdo de limitación de las fluctuaciones cambiarias. Una versión flexible de esta opción permitiría las

devaluaciones entre monedas asiáticas, bajo algún tipo de mecanismo de coordinación, como ocurría con el mecanismo de cambios europeo. Ante los recelos que ha generado la propuesta, el BAD ha insistido en que solo se contempla la creación de un índice de divisas de Asia Oriental, que serviría como indicador de las fluctuaciones de las monedas asiáticas entre sí y frente a otras, y que podría ser utilizado para denominar nuevas emisiones de bonos. En cualquier caso, los ministros de finanzas de China, Corea y Japón han anunciado su intención de estudiar la posible creación de una moneda regional, por lo que la posibilidad de establecer una ACU, aunque sea en un horizonte muy distante, no debería descartarse.

Una coordinación cambiaria mucho mayor, pero también mucho más improbable en el estado actual de las negociaciones, se alcanzaría adoptando tipos de cambio fijos o semifijos entre los países de la región, a través del uso de las reservas internacionales para mantener las paridades entre las distintas monedas. Cualquiera de estas opciones (cesta o tipos de cambio fijos bilaterales) permitiría introducir un mecanismo de cambios al estilo del europeo, donde se acordarían unos niveles de apoyo mutuo en caso de que una moneda de los países miembros sufriera presiones depreciadoras o apreciadoras [Wyplosz (2001)]. La diferencia con el mecanismo europeo es que, por diferentes motivos, es difícil que haya acuerdo sobre la moneda que ejercería el papel central en el sistema, como lo hizo el marco alemán en Europa.

### **Conclusiones**

A pesar de la tendencia observada en los últimos años en Asia Oriental, persisten limitaciones que arrojan dudas sobre el alcance del proceso de integración regional. Estas limitaciones obedecen a la heterogeneidad en el grado de desarrollo de los países de la zona, al débil marco institucional regional y a la escasa voluntad política. Aunque los países asiáticos pueden presentar, en algunos aspectos, un grado de proximidad a un «área monetaria óptima» comparable al de Europa cuando se planteó el paso al euro, es sumamente improbable, por el momento, un avance rápido hacia una unión monetaria. Los argumentos de racionalidad económica son muy importantes a la hora de valorar los incentivos para adoptar una moneda única, pero no hay que olvidar que los procesos de integración más ambiciosos contienen, por lo general, elementos de cohesión política que en el caso de Asia solo se han manifestado hasta ahora de manera incipiente.

En cualquier caso, el proceso de cooperación monetaria y financiera en el Este de Asia puede tener consecuencias importantes a nivel regional. En primer lugar, la puesta en común de las reservas internacionales facilitaría la prevención de crisis a nivel regional. Este hecho es especialmente importante tras la crisis asiática, en la que estos países percibieron que el acceso a la liquidez internacional era limitado y las condiciones impuestas por el FMI, demasiado exigentes.

Además, una mayor cooperación monetaria y financiera incentivaría los procesos de reforma en la región, al aumentar la necesidad de flexibilidad interna y convergencia real de las economías del área. No obstante, la conexión entre integración monetaria y reformas en otros ámbitos no es automática, como muestra la experiencia europea.

Finalmente, en caso de que el proceso de integración culmine, a largo plazo, en la fijación de tipos de cambios entre las monedas de la región o en una unión monetaria, las economías de Asia Oriental se beneficiarían de la superación del riesgo de cambio y de una reducción de los costes de transacción. Esta ventaja sería especialmente relevante para una región como esta, cuya integración comercial es muy dinámica.

21.11.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- BAYOUMI, T., B. EICHENGREEN y P. MAURO (2000). *On Regional Monetary Arrangements For ASEAN*, CEPR Discussion Papers 2411, Center for Economic and Policy Research, Londres.
- BERGSTEN, C. F., y Y. C. PARK (2002). *Toward Creating a Regional Monetary Arrangement in East Asia*, ADB Research Paper 50, Asian Development Bank Institute, Tokyo.
- COWEN, D., R. SALGADO, H. SHAH, L. TEO y A. ZANELLO (2006). *Financial integration in Asia: Recent developments and next steps*, IMF Working Paper WP/06/196, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- EICHENGREEN, B. (2002), *Hanging Together? On Monetary and Financial Cooperation in Asia*, IGC Occasional Paper 02-07, Institute for Global Cooperation, Washington.
- GARCÍA HERRERO, A. (2006). *How Close is Asia to an Optimal Monetary Area in terms of Business Cycle Co-movement?*, mimeo.
- ITO, T. (2003). *Promoting Asian Currency Basket (ACB) Bonds*, Research Center for Advanced Science and Technology, Tokyo.
- KAWAI, M. (2002). *Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Currency Crisis*, Monetary and Economic Studies, Special Edition 20, Institute for Monetary and Economic Studies, Banco de Japón, Tokyo.
- KAWAI, M., y S. AKIYAMA (2000). *Implications of the currency crisis for exchange rate arrangements in emerging East Asia*, Policy Research Working Paper Series 2502, Banco Mundial, Washington.
- KWAN, C. H. (1998b). «The Theory of Optimum Currency Areas and the Possibility of Forming a Yen Bloc in Asia», *Journal of Asian Economics*, vol. 9, n.º 4, American Committee on Asian Economic Studies, Stanford.
- MUNDELL, R. A. (1961). «Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, 51(4), American Economic Association, Pittsburgh.
- NASUTION, A. (2005). «Regional Financial Arrangements in East Asia». Conferencia WIDER Thinking Ahead: *The Future of Developing Economics*, Helsinki, 17 y 18 de junio de 2005.
- PARK, Y. C. (2002). *Prospects for Financial Integration and Exchange Rate Policy Cooperation in East Asia*, ADB Research Paper 48, Asian Development Bank Institute, Tokyo.
- PLUMMER, M. (2001). *Monetary Union and Asian*, documento presentado en la Conferencia Internacional sobre Comercio y Sistema Monetario en Asia-Pacífico, Kobe, febrero de 2001.
- SHANMUGARATNAM, T. (2006). *Asian monetary integration: Will it ever happen?*, lectura pronunciada en una conferencia de la Fundación Per Jacobsson, Singapur, 18 de septiembre de 2006.
- WILLIAMSON, J. (2005). *A Currency Basket for East Asia, Not Just China*, Policy Briefs in International Economics PB05-1 (agosto 2005), Institute for International Economics, Washington, pp. 1-3.
- WYPLOSZ, C. (2001). «A Monetary Union in Asia? Some European Lessons», en D. Gruen y J. Simon (eds.), *Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, Reserve Bank of Australia, Canberra.