

# COOPERACIÓN MONETARIA SUR-SUR: ¿UNA OPCIÓN PARA FOMENTAR EL DESARROLLO FINANCIERO REGIONAL EN LOS MERCADOS EMERGENTES Y LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO?

Barbara Fritz y Laurissa Mühlich

1. Introducción. Crisis financiera, lecciones a aprender: permanecer fuera de la deuda en moneda extranjera

La reciente crisis financiera global muestra nuevamente que el actual orden financiero internacional, de balances externos y tipos de cambio no coordinados y libre movilidad de capital internacional, tiene la capacidad de provocar una enorme inestabilidad en todos los países. Los mercados emergentes y los países en desarrollo están lejos de estar desconectados de estos efectos globales, tal como algunos lo esperaban antes. Al mismo tiempo, la mayoría de estos países ingresaron a la crisis actual en condiciones mucho mejores, en términos de sus cuentas corrientes, reservas de divisas y deuda externa neta. Sin embargo, hay un enorme desafío en protegerse de los efectos desestabilizadores de la crisis financiera global que comenzó en el último trimestre del 2008, con flujos internacionales de capital altamente inestables.

Definitivamente, esta crisis financiera se diferencia de la serie de crisis que golpearon a un gran número de los llamados mercados emergentes a fines de los noventa, en que tuvo su origen en las economías más industrializadas y en su verdadero carácter global. Pero, en un aspecto clave, las consecuencias de ambos tipos de crisis son exactamente las mismas para la mayoría de mercados emergentes y economías en desarrollo: los flujos de capital se vuelven altamente inestables e impredecibles, ejerciendo una enorme presión sobre el tipo de cambio y la política económica interna en general.

Este tipo de vulnerabilidades han sido claves en los análisis ex post de la serie de enormes crisis financieras en mercados emergentes a fines de los noventa. La reversión de los flujos de capital fue resaltada como un problema mayor relacionado a la estrategia de integración financiera para las economías en desarrollo y los mercados emergentes (Calvo, Izquierdo y Mejía, 2004; Stiglitz, 2002; Williamson, 2005).

Pero hay otro tema planteado en el trabajo reciente sobre flujos de capital que lo distingue de anteriores investigaciones sobre esta materia. Éste se refiere a los efectos contables (balance sheet effects). La teoría económica actualmente reconoce el impacto de los tipos de cambio volátiles cuando existe un gran stock de deuda denominada en moneda extranjera sin cobertura<sup>i</sup> (Aghion, Bacchetta y Banerjee, 2004; Allen, Rosenberg, Keller, Setser y Roubini, 2002; FMI, 2003a; Berganza y Herrero, 2004).

Los mercados emergentes y los países en desarrollo que hacen uso de los mercados internacionales de deuda, por lo general asumen desajustes en el balance general (contables) al acumular una deuda externa neta ya que sus obligaciones estarán denominadas desproporcionadamente en dólares (o en monedas de otros pocos países industrializados, como el euro). El concepto de efectos sobre el balance general<sup>ii</sup> (balance sheet effects) describe los efectos perjudiciales de la interacción entre stocks y flujos sobre el valor neto y el

ingreso neto, originados por variaciones (desajustes) en el tipo de cambio (descalce entre monedas o currency mismatch) y en las tasas de interés (descalce de vencimientos o maturity mismatch). Una variación negativa (positiva) en el tipo de cambio significa, para un deudor local en moneda extranjera, un aumento (reducción) del monto y servicio de su deuda medida en moneda local cuando éste no obtiene sus ganancias –o al menos no en la medida necesaria para hacer frente al servicio de deuda– en moneda extranjera sino en moneda nacional. Un currency mismatch macroeconómico ocurre siempre que la deuda externa neta de un país es más alta que el excedente actual por exportaciones, aun si sectores aislados de la economía, tales como el privado, el bancario o el público están cubiertos contra los efectos reales de la deuda debido a ingresos suficientes en divisas. En el caso de devaluación del tipo de cambio, la exposición al riesgo de las entidades económicas –por ejemplo gobiernos, bancos, empresas no financieras y familias— con activos y pasivos en diferentes unidades monetarias lleva a una caída dramática del valor neto y del valor del crédito. Por lo general, la crisis se extiende rápidamente a través de los sectores financiero, real y fiscal, llevando a devaluaciones acumulativas que profundizan posteriormente la crisis.

El hecho de que la mayoría de las economías en desarrollo y los mercados emergentes sean capaces de adquirir créditos mayoritariamente en moneda extranjera, ha sido descrito de manera detallada por Eichengreen y Hausmann (2005), quienes acuñaron el concepto de pecado original (para una breve síntesis del concepto ver Panizza, 2006). Este concepto ilustra la particular importancia de la denominación y composición de la deuda interna y externa para el crecimiento y desarrollo económicos. Los autores desarrollan un análisis del impacto acumulativo de los efectos contables como consecuencia del endeudamiento forzado en moneda extranjera. Ellos encuentran que muchos países en desarrollo y mercados emergentes, especialmente aquellos con cuentas de capital abiertas, enfrentan una elevada volatilidad económica y pérdidas en crecimiento macroeconómico e ingresos.

Siguiendo el razonamiento del concepto de pecado original, es bastante difícil cambiar el estatus de un país como deudor de pecado original. Eichengreen y Hausmann no encuentran correlación entre el nivel de pecado original, por un lado, y el nivel de desarrollo, credibilidad macroeconómica y calidad institucional, por el otro; la única explicación encontrada empíricamente es el tamaño de la economía.

Los efectos contables más claros, sin embargo, pueden ser reducidos de múltiples formas, aunque no sin costos. Muchas economías de mercado emergentes y países en desarrollo han acumulado grandes reservas de divisas durante el último auge global que provocó una gran demanda de sus exportaciones en términos de cantidad y precio. Adicionalmente, para reducir la exposición al riesgo, en los últimos años, los países emergentes han empezado a emitir bonos con denominación en moneda nacional en el mercado financiero internacional. Aún así, el volumen de esos bonos es relativamente pequeño y todavía deben demostrar que su emergencia no es como resultado principalmente de tiempos excepcionales de alto crecimiento global, elevada liquidez internacional y buenas condiciones para el comercio de mercancías (Tovar, 2005). En muchos países se ha producido un esfuerzo significativo dirigido hacia el desarrollo financiero interno para incrementar el financiamiento en moneda nacional. Todavía está por verse qué ocurrirá con esos esfuerzos en el contexto de la crisis financiera internacional.

¿Cómo se relaciona el tema de la integración y la cooperación monetaria regional Sur-Sur, con el objetivo de la reducción neta de la exposición al riesgo asociada a la deuda externa? Primero, tal como se analiza aquí, por su capacidad para fomentar el establecimiento y mantenimiento de regímenes cambiarios competitivos para economías endeudadas. Segundo, también se examina la cuestión de si es posible impulsar el desarrollo de mercados financieros grandes a nivel regional, con contratos de créditos en monedas regionales.

II. Integración y cooperación monetaria regional Sur-Sur: ¿una opción para los países en desarrollo para reducir su dependencia de la deuda externa?

El corazón de la presente inestabilidad internacional del ‘no-sistema’ monetario se encuentra en la rivalidad de sus dos o tres monedas principales, en primer lugar, el dólar de EE.UU. y el euro y, históricamente, el yen. La rivalidad está orientada hacia la posición más alta de lo que Cohen (2004) denomina la pirámide de moneda internacional. En particular, la caída del dólar de EE.UU. desde su posición indiscutible como moneda de reserva internacional después de la caída del sistema de Bretton Woods dio paso a la rivalidad entre las principales monedas más importantes sobre la parte superior de la pirámide de la moneda. Mientras que el dólar de EE.UU. está enfrentado con una competición de las monedas más importantes, lo más prominente del euro, el dólar sigue dominando como un medio de pago en las transacciones internacionales y como un medio para el almacenamiento de valor en las cuentas de reservas. Algunos autores explican la actual inestabilidad financiera y monetaria mundial por la inestabilidad de inercia asociada a un sistema internacional de regulación monetaria con una moneda de reserva importante (véase por ejemplo Eichengreen 2008). A la luz de frecuentes turbulencias de los mercados financieros, el FMI señala que las variaciones grandes e imprevisibles de los tipos de cambio ponen el desarrollo económico internacional y la estabilidad macroeconómica en grave riesgo (FMIb, 2003).

Al mismo tiempo, los efectos adversos de largo plazo, los desequilibrios mundiales, y la volatilidad monetario y financiero mundial a corto plazo no se reunió por una respuesta reguladora de la comunidad internacional o por las economías de las monedas principales. Cohen (2004) compara esta situación a un oligopolio de mercado en que las autoridades monetarios nacionales tratan de preservar o promover el valor competitivo de la moneda que emiten en los mercados internacionales. Sin embargo, esta competencia ocurre entre monedas más desiguales en términos de su calidad y funciones dentro del no-sistema internacional monetario (Cohen 1998, Cohen 2004). Por lo tanto, trae una inestabilidad inherente a las relaciones monetarias internacionales en comparación con un sistema monetario internacional con un bien definido marco para la intervención de la política monetaria, incluyendo los tipos de cambio.

En este contexto de la era post Bretton Woods veamos el debate relacionado con el arreglo de los tipos de cambio, el sistema financiero internacional y los acuerdos regionales.

Típicamente, está enmarcado en una competencia entre tipos de cambio fijos y flexibles. Por un lado, Milton Friedman, al criticar Bretton Woods en su documento de 1953 —The Case for Flexible Exchange Rates, afirmaba que regular el precio de la moneda extranjera no era mejor argumento que el de fijar el precio de las zanahorias o las papas (Friedman, 1953). Por otro lado, autores como Kindleberger (1981) y McKinnon (1990) encontraron argumentos

igualmente elocuentes para los tipos de cambios fijos. Irónicamente, los regímenes que se pueden encontrar de hecho durante las últimas décadas se basan principalmente en el campo intermedio definido con imprecisión entre regímenes fijos y flotantes (Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2005).

Estos puntos de vista bipolares recobraron importancia para los mercados emergentes y economías en desarrollo luego de la serie de crisis financieras en la segunda mitad de los noventa. La llamada solución de las dos esquinas (Fischer, 2001) sostiene que, dentro del orden monetario internacional caracterizado por movimientos libres de grandes capitales, metas explícitas para el tipo de cambio son difíciles de defender por los gobiernos nacionales.

El problema con este punto de vista, sin embargo, es doble: por un lado, la conveniencia de regímenes de libre flotación para economías en desarrollo y mercados emergentes ha sido cuestionada con el argumento (ya introducido arriba) del temor a flotar, que se enfoca en los efectos desestabilizadores de los currency mismatches en el caso de deuda externa neta denominada en moneda extranjera.<sup>iii</sup> Por el otro lado, la solución en la esquina del tipo de cambio fijo pasa por alto el hecho de que la volatilidad de los flujos internacionales de capital y la creciente regionalización del comercio está haciendo que los países avancen hacia la fusión de las monedas nacionales. Por lo tanto, las economías deudoras tienen buenas razones para preferir cierta fijación en los tipos de cambio en lugar de cualquiera de los extremos. En ese sentido, Wyplosz (2004: 15) afirma que una —fijación [suave] unilateral no es la única opción. Una fijación multilateral organizada a nivel regional es otra opción. En el mismo sentido, Eichengreen (1994) sostiene que la dificultad de elegir un régimen de tipo de cambio intermedio implica que los países que tradicionalmente han fijado sus monedas estarán obligados a elegir entre tipos de cambio flotantes o la unificación monetaria.

Aunque la unificación monetaria parece ser adecuada, al menos bajo un examen inicial, en la esquina de tipo de cambio fijo, una mirada en detalle muestra que existe un rango de opciones en los tipos de cambio fijos que va más allá de la cuestión de la rigidez de la fijación del tipo de cambio. La fijación unilateral (dolarización) debe ser claramente diferenciada de los esquemas de integración bilaterales, y el propio proceso de la unificación monetaria requiere un régimen de tipo de cambio intermedio que permita la cooperación monetaria regional con tasas de cambio fijas pero ajustables, previo a la fijación final del tipo de cambio y la integración monetaria completa, para avanzar gradualmente hacia la convergencia (Braga de Macedo, Cohen y Reisen, 2001). La creación de la zona euro podría servir como un ejemplo destacado para el segundo argumento.

Los desajustes monetarios y de vencimiento (currency y maturity mismatches) en los balances generales nacionales asociados con movimientos de tipos de cambio, y el acceso limitado a mercados financieros internacionales en moneda nacional, resultan en mercados mayoritariamente pequeños y no diversificados con acceso limitado al financiamiento, en términos de vencimiento y costos. Recientes contribuciones al manejo de la deuda pública sugieren formas para mitigar el impacto de estas restricciones, enfocándose principalmente en el desarrollo de mercados financieros internos (Eichengreen, Borensztein y Panizza, 2006; BID, 2006; Demirgüç-Kunt y Levine, 2001). Por lo tanto, este documento intenta vincular el debate sobre las opciones disponibles de tipos de cambio para economías en desarrollo y

mercados emergentes al tema de la cooperación monetaria regional y la integración, con el objetivo del desarrollo financiero interno y regional en monedas nacionales (y regionales).

El análisis está limitado al caso de la cooperación monetaria Sur-Sur; con la clara excepción de un grupo de países de Europa central y oriental, la mayoría de los países no tiene una posibilidad realista para integrarse a una unión monetaria existente que incluya economías industrializadas.

La integración monetaria Sur-Sur es definida aquí como una cooperación o integración monetaria entre economías en desarrollo y mercados emergentes contaminados por el —pecado original (Eichengreen y Hausmann, 2005; Fritz y Merger, 2006). De acuerdo con el concepto de pecado original descrito arriba, determinamos la clasificación de un país con las categorías tipológicas de Sur o Norte por su capacidad para acumular deuda en su propia moneda (Norte) o predominantemente en moneda extranjera (Sur). De esta forma, consideramos el término Sur no como una caracterización geográfica, sino como una caracterización de las restricciones monetarias estructurales impuestas por la incapacidad de un país para obtener créditos en su propia moneda que el análisis de la cooperación e integración monetaria Sur-Sur (ISS) debe tomar en cuenta. La ISS debe atender las restricciones monetarias específicas de los países involucrados. Su estatus de deudor neto en moneda extranjera impone importantes restricciones monetarias al crecimiento sostenible. Un gran número de economías en desarrollo y mercados emergentes enfrentan desajustes monetarios y de vencimientos, asociados con movimientos de tipo de cambio, y tienen acceso limitado a los mercados financieros internacionales en moneda nacional. Esto resulta en mercados financieros pequeños y no diversificados con limitado acceso al financiamiento.

La lista de esquemas de cooperación e integración monetaria existentes o proyectados entre economías menos desarrolladas es impresionantemente larga; los ejemplos más llamativos de cooperación monetaria regional entre economías en desarrollo y mercados emergentes pueden encontrarse en la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN por sus siglas en inglés), en el Área Monetaria Común del Sur de África (CMA por sus siglas en inglés), en el incipiente Consejo de Cooperación del Golfo (GCC por sus siglas en inglés) y en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Además de éstos, se están llevando a cabo reiterados esfuerzos hacia la cooperación monetaria regional en el Mercado Común del Sur (Mercosur), entre los países de Europa oriental que forman parte de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), en el Mercado y Economía Común del Caribe del Caricom, y en la Iniciativa Panafricana, particularmente en relación con la cooperación subregional como el caso de la Zona Monetaria de África Occidental (WAMZ, por sus siglas en inglés). Hay una serie de estudios sobre cada uno de estos casos.<sup>iv</sup> Lo que falta, entre otros, es un análisis sistemático de la evaluación de los costos y beneficios potenciales de la ISS, y especialmente de su potencial para impulsar el desarrollo financiero interno y regional como parte de una estrategia de estabilización macroeconómica y de prevención frente a shocks externos.

A continuación afirmamos que los costos y beneficios potenciales de la integración monetaria regional están sujetos a una serie de criterios específicos en el caso de las economías del Sur en el sentido mencionado anteriormente. Primero, en el caso de la integración monetaria regional Sur-Sur, las políticas de tipo de cambio de los países que la conformarían necesita ser

analizada como una fuente potencial de inestabilidad intrarregional, y no como un instrumento de política monetaria frente a los shocks externos. Segundo, la denominación de deuda externa neta, así como la denominación de activos y pasivos en general en monedas regionales, debe ser considerada para influir en el pecado original y en los potenciales efectos contables netos.

No hay duda que la decisión para la cooperación monetaria regional, o hasta la integración, debe tomar en cuenta aspectos políticos ya que involucra nada menos que el tema de soberanía nacional. Sin embargo, al haberse elaborado sobre las potenciales deficiencias de la teoría tradicional de la integración, puramente económica, este documento se concentra en las razones económicas y específicamente monetarias de la integración monetaria regional.

### III. Mejoras potenciales en la estabilización derivadas de la cooperación e integración monetarias Sur-Sur

La mayoría de los planteamientos teóricos sobre la integración monetaria, basados principalmente en el caso de la Unión Europea y la creación del euro como unidad monetaria regional, no proporciona un marco convincente de investigación para el análisis de la ISS. Al integrar los conceptos de pecado original y efectos contables en la teoría de la integración económica monetaria vemos, primero, que para las economías del Sur el costo de renunciar al instrumento de tipo de cambio es mucho más bajo que en el caso de países menos contaminados por el pecado original; y segundo, la condición de correlación del ciclo económico parece tener menos importancia como precondition para este caso (Devereux y Lane, 2002; Mongelli, 2002; Bénassy-Quéré y Coupet, 2005).

Para una mejor comprensión de las mejoras potenciales de estabilización que supone la ISS estamos tomando en cuenta sistemáticamente las restricciones de las economías en desarrollo y mercados emergentes, o sea, elevados niveles de pecado original, endeudamiento en moneda extranjera y potenciales efectos contables netos. La ISS siempre debe ser analizada en comparación con otras opciones disponibles de políticas monetarias para lograr la estabilización y el desarrollo sostenible, es decir, la integración unilateral en un bloque monetario clave del Norte (dolarización o euroización) o la defensa unilateral de una moneda nacional dentro de un régimen de tipo de cambio flexible con sus típicos ciclos de auge y recesión (cf. Eichengren, 1994).

Desde la perspectiva del pecado original, como la principal restricción a este tipo de economías, la integración Norte-Sur (INS) ofrece a las economías en desarrollo y mercados emergentes —el mejor de los mundos: la integración bilateral con la moneda en la que su deuda está denominada convierte la deuda externa en deuda interna denominada en la propia moneda de los países, reduciendo los potenciales efectos contables y el pecado original a cero (Schelkle, 2006). La ampliación del área del euro hacia Europa del Este puede ser vista como el ejemplo de una INS con los correspondientes beneficios de estabilización para los nuevos Estados miembros (cf. DeGrauwe y Schnabl, 2005). Estos beneficios de la INS, sin embargo, sólo se materializarán si las ventajas de la economía del Sur por la internalización de su antigua deuda externa exceden los costos potenciales que surgen de los shocks externos que afectan a la INS de manera asimétrica. Segundo, la formación de una INS bilateral depende de

la voluntad de los bancos centrales del Norte para ampliar a las economías del Sur la función de acreedor de última instancia. Como resultado, la INS es una opción política que simplemente no está disponible actualmente para la mayoría de las economías en desarrollo y mercados emergentes.

La integración monetaria unilateral, llamada comúnmente dolarización o euroización, al igual que la INS y la ISS, elimina la necesidad de defender el tipo de cambio unilateralmente. Esto puede ser una ventaja importante en el caso de una economía que ya muestra un elevado grado de dolarización de hecho, ya que un proceso de sustitución de moneda por lo general es resistente a los retrocesos (histeresis). Pero la desventaja clave de una política de total dolarización es que la economía pierde su función de acreedor interno de última instancia: todas las deudas, incluyendo contratos denominados en moneda nacional, son convertidas a deudas denominadas en la moneda externa ancla. A diferencia de la INS, en el caso de la dolarización o euroización unilateral la política monetaria del Sur pasa a ser totalmente dependiente de las decisiones políticas del Norte, sobre las que no tiene ninguna influencia. En este sentido, no se reducen, sino que aumentan los problemas relacionados con el pecado original.

En este contexto, los tipos de cambio intrarregionales estabilizados, que evitan los costos de las políticas que benefician a un país a expensas de otro (*beggar-thy-neighbour*) al abandonar los tipos de cambio volátiles, pueden ser considerados como el principal beneficio de acuerdos de ISS que podrían mejorar la convergencia económica, apertura y diversificación industrial en los países que se integran. La segunda mejoría potencial en la estabilización a partir de la ISS es la profundización de los mercados financieros regionales. Al reducir los riesgos asociados con los créditos externos, la profundización de los mercados financieros podría proporcionar un seguro regional en caso de un shock asimétrico extra regional a través de un portafolio diversificado con tenencias en monedas regionales (Mongelli, 2002).

Además, el concepto de pecado original muestra que el tamaño de una economía, más que la elección de políticas internas, tiene una influencia significativa en la capacidad de esas economías para acceder a créditos en el exterior denominados en sus propias monedas. Siguiendo la teoría tradicional de los portafolios, la influencia del tamaño de la economía puede ser explicada por economías de escala en el tamaño de los mercados financieros que influyen en las decisiones del portafolio de los inversionistas internacionales. Por lo tanto, la formación de un bloque monetario del Sur podría tener un efecto tamaño con influencia positiva en la profundización de los mercados financieros en economías en desarrollo y mercados emergentes.

A nivel de integración monetaria, el efecto tamaño es agregar varias economías en una, dado que un mercado financiero ampliado incrementa la capitalización y la liquidez. Pero todavía está por comprobarse empíricamente el nivel al cual el potencial efecto tamaño de diferentes esquemas de cooperación monetaria regional Sur-Sur podría llevar a reducir el pecado original.

Sin embargo, a nivel de cooperación monetaria, la estabilización de tipos de cambio intrarregionales podría mejorar la integración del mercado financiero. En este caso, la

profundización financiera podría lograrse, primero y sobre todo, a través de facilitar la emisión de instrumentos de deuda en monedas locales, particularmente a través de la creación de un mercado financiero regional que comprenda una serie de monedas de la región. El efecto tamaño juega un papel crucial en mejorar la eficiencia de los mercados financieros y en minimizar la exposición de un país a los desclases monetarios y de vencimiento y la participación de la deuda denominada en moneda extranjera (Bloomesten y Santiso, 2007; Panizza, 2006; ver también Eichengren et al, 2006; Goldstein y Turner, 2004; Burger y Wanock, 2004; Bossone y Lee, 2002).

Con base en los descubrimientos empíricos sobre el pecado original, sostenemos que la ISS podría de hecho no reducir el pecado original internacional. La creación de economías de escala en los mercados financieros del Sur, podría, sin embargo, estimular la profundización financiera intrarregional junto con la cooperación e integración monetaria, a través de la estabilización de los tipos de cambio intrarregionales o un área monetaria regional. No obstante, las ISS existentes muestran que una profundización de los mercados financieros regionales, sin una unidad monetaria como ancla regional o sin el compromiso de instituciones multilaterales que puedan jugar el papel de prestamista regional de última instancia en caso de crisis de liquidez o de balanza de pagos, no es un escenario probable en el contexto de una ISS. La jerarquía, en términos de niveles asimétricamente distribuidos de pecado original y deuda externa neta en moneda extranjera, entre los países integrantes mejora fuertemente los beneficios potenciales de la integración monetaria, especialmente para los países pequeños. Si las economías menos afectadas por las restricciones monetarias (sus países socios en los acuerdos regionales de cooperación e integración) logran tener un rol protagónico en el desarrollo del mercado financiero intrarregional, los beneficios de la ISS aumentarán tanto para la región como un todo como para la economía ancla –aún si el pecado original continúa siendo alto y la capacidad para obtener créditos internacionalmente en sus propias monedas continúa siendo limitado. Las mejoras en la estabilización, sin embargo, dependen de los beneficios netos que la economía ancla pueda lograr en el acuerdo de integración monetaria regional, es decir, a través de mercados financieros ampliados en su propia moneda.

#### IV. Niveles de integración monetaria regional Sur-Sur

La teoría tradicional de las Áreas Monetarias Óptimas se enfoca principalmente en los criterios óptimos para la integración monetaria regional a nivel de un área monetaria regional, dejando de lado los acuerdos de cooperación monetaria que están a un nivel más superficial. Para el análisis de los esquemas de la ISS, no obstante, es importante incluir estos niveles previos de cooperación monetaria. Con ese propósito identificamos diferentes niveles de cooperación monetaria regional Sur-Sur e integración que podrían, o no, resultar en una integración monetaria más profunda. Los diferentes niveles de cooperación e integración monetaria no están considerados en un sentido determinista de sucesión, sino como acuerdos en sí mismos.

Independientemente del tipo de régimen monetario extrarregional elegido, fijo o flotante, cada nivel de cooperación monetaria regional puede dar lugar a un grado específico de estabilización en los tipos de cambio intrarregionales que influyen en la integración y la

profundización de los mercados financieros regionales. Como punto de referencia inicial se añade el estatus de no cooperación.

- No cooperación: se caracteriza por la falta de compromiso e incumplimiento de los acuerdos vinculantes por los respectivos países vecinos, resultando con más frecuencia en políticas para beneficiar al propio país a expensas de otros como consecuencia de un shock extrarregional.
- Cooperación monetaria: se caracteriza por una coordinación más estrecha de la política monetaria que podría aparecer en la forma de:
- Fondos regionales de liquidez, como un compromiso vinculante de suministro mutuo de liquidez en caso de shocks extrarregionales, ya sea a través de acuerdos intrarregionales de intercambio de divisas (swaps), líneas de crédito, o un fondo común de reservas internacionales;
- Bandas o zonas objetivo para los tipos de cambio intrarregionales, ya sea respecto a una canasta de monedas o a tipos de cambio bilaterales; o
- Tipos de cambio fijos pero ajustables entre las monedas de la región o con una canasta regional de monedas.
- Integración monetaria: se caracteriza por la creación de una moneda única o por la adopción regional de alguna moneda.

Figura 1. Formas de cooperación e integración monetaria regional Sur-Sur

La principal desventaja de la no cooperación entre las políticas monetarias nacionales cuando existen acuerdos de comercio regional (ACR) es la incapacidad para evitar las políticas que benefician a algunos países a expensas de otros entre países que son deudores netos, las cuales pueden ser altamente perjudiciales para todo el proceso de integración regional (BID, 2002). Entre los países con un déficit neto en la cuenta corriente y con estatus de deudor neto en moneda extranjera, la rivalidad regional por ingresos por exportaciones, inversión extranjera directa (IED) y otros flujos de capital, podrían fácilmente interrumpir los esfuerzos de integración comercial en caso de shocks externos, ya que esos países compiten por ingresos en divisas para obtener excedentes en cuenta corriente (Fritz y Metzger, 2006a). En este contexto, con la búsqueda de tipos de cambio intrarregionales armonizados, la coordinación de políticas monetarias intrarregionales por lo general da mejores perspectivas para la estabilidad intrarregional.

Por consiguiente, niveles más profundos de cooperación monetaria regional tales como un fondo de liquidez o tipos de cambio regionales fijos, podrían reducir la probabilidad de alteraciones macroeconómicas. Los beneficios potenciales de los diferentes niveles de cooperación monetaria regional en términos de estabilidad, dependen esencialmente del grado en el que puedan desarrollarse los mercados financieros regionalmente integrados dentro de un acuerdo de ISS. La capacidad de los países integrantes para acceder a créditos dentro de la región en monedas locales puede ser considerada como el principal escalón hacia la ISS. Esto puede verse fortalecido con la existencia de una moneda regional ancla; o, bajo ciertas

circunstancias, una institución financiera multilateral podría dar incentivos fundamentales para la creación de un mercado.

Una integración monetaria total puede tener un efecto tamaño en la diversificación de los portafolios de un área monetaria regional ampliada. Con el aumento del tamaño de un área monetaria regional estabilizada, la composición de los portafolios de los inversionistas regionales y las familias puede cambiar a favor de la moneda regional y por lo tanto mitigar la exposición a los desclases monetarios y de vencimiento en las economías cooperantes (Eichengreen y Asuman, 2005; Panizza, 2006). Sin embargo, incluso en los casos de ISS en los que el efecto tamaño es más grande para los socios menores que acceden a la integración junto con una gran economía emergentes, consideramos que la reducción del grado de pecado original es un esfuerzo de largo plazo y bastante difícil para una integración monetaria regional en el Sur.

Tomando en cuenta las potenciales ganancias en estabilidad producidas por los diferentes niveles de ISS y de diversos enfoques sobre los efectos de escala en el desarrollo del mercado financiero regional, la siguiente sección esboza estos aspectos en tres casos de ISS en África del Sur, el Sudeste Asiático y Sudamérica.

#### V. Evidencia de casos empíricos

La evidencia de cooperación monetaria regional, tanto implementada como propuesta, puede encontrarse en diferentes partes del mundo. Podemos identificar por lo menos nueve diferentes acuerdos en diversas etapas de proyección e implementación (ver Cuadro 1).

#### Cuadro 1. Características de la cooperación monetaria Sur-Sur\*

A continuación ilustraremos nuestros argumentos con una mirada más detallada a tres casos regionales:

- a) El Área Monetaria Común del Sur de África (CMA, por sus siglas en inglés, o —zona rand), como una región con diferentes niveles de pecado original y composición de la deuda, y con relaciones intrarregionales fuertemente jerárquicas;
- b) Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés), como un proceso de integración entre países con niveles moderadamente distintos de pecado original y diferentes composiciones de deuda; y
- c) El Mercado Común del Sur (Mercosur), como un caso de proceso de integración estancado entre países con niveles similares de pecado original y deuda denominada en moneda extranjera.

#### Cuadro 2. Características del CMA, ASEAN y Mercosur

##### 1. ISS con una moneda como ancla regional: el caso de la CMA

El Área Monetaria Común del Sur de África (CMA) es la más antigua y sofisticada ISS en relación con el compromiso de los países miembros para compartir señoreaje, tipos de cambio

fijos intrarregionales, fondo común de reservas internacionales y un sistema común de control de capital (Metzger, 2006).<sup>v</sup>

El CMA está caracterizado por una fuerte jerarquía económica intrarregional. El socio mayor, la economía de la República de Sudáfrica, no presenta vulnerabilidades hacia los shocks externos similares a los de los otros países miembros, Lesoto, Namibia y Suazilandia. Sudáfrica determina los valores de referencia en relación a la inflación y los tipos de cambio intrarregionales para el CMA –el rand sudafricano sigue una flotación manejada–, así como para los tipos de cambio extrarregionales. Por otro lado, la propia Sudáfrica es un típico mercado emergente que ha sido golpeado por las amplias fluctuaciones del tipo de cambio. El pecado original en Sudáfrica es, sin embargo, notablemente bajo en comparación con otros mercados emergentes en Asia y América Latina (Cuadro 2). Aproximadamente dos tercios de la deuda externa total de Sudáfrica está denominada en rands (South African Reserve Bank, 2006). Por el contrario, los otros países miembros del CMA sólo tienen acceso marginal a los mercados internacionales, y capacidad limitada a atraer a inversionistas extranjeros.

En Lesoto y Namibia el rand sudafricano sirve como moneda de curso legal; Suazilandia abolió el estatus legal del rand en 1986, aunque de hecho todavía es ampliamente usado. Desde que los mercados financieros intrarregionales en la región del CMA fueron liberalizados para los países socios, el CMA puede ser percibido como un mercado financiero regional, con los bancos sudafricanos como los principales actores (Wang et al, 2007).

En el caso del CMA, los socios menores dentro de la cooperación parecen beneficiarse de manera significativa de la ISS por medio de un nivel bajo para las tasas de interés y la creciente estabilidad macroeconómica, en comparación con otros países del Sur de África fuera de la región CMA con características económicas similares.

## 2. ISS con participación institucional multilateral: el caso de ASEAN

La Asociación de las Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) se ha convertido en los últimos años en un ejemplo importante sobre la cooperación monetaria entre economías en desarrollo y mercados emergentes. Desde la crisis financiera asiática a fines de los años noventa la integración monetaria y financiera de la ASEAN está respaldada por un fuerte compromiso de sus socios vecinos más tres, China, Corea y Japón, con el objetivo de prevenir crisis financieras. En el 2001 fue lanzado un acuerdo multilateral de swaps a nivel regional para cuando algún miembro enfrenta problemas temporales de liquidez o problemas con la balanza de pagos (Iniciativa Chiang Mai) y en el 2005 fueron transferidos alrededor de \$80,000 millones de dólares estadounidenses a un fondo de liquidez multilateral.

Con un fuerte apoyo del Banco de Desarrollo Asiático (ADB, por sus siglas en inglés) y la Reunión de Ejecutivos del Sudeste Asiático y del Pacífico (EMEAP) el desarrollo de los mercados financieros regionales, a través de la emisión e inversión en bonos gubernamentales denominados en monedas locales bajo las Iniciativas del Mercado de Bonos y Fondo de Bonos Asiáticos (ABMI y ABF, por sus siglas en inglés), se convirtió en el pilar de la cooperación financiera regional (ADB, 2007). Estas iniciativas están dirigidas a mitigar el problema de los efectos contables derivados de descalces de monedas y de vencimientos, desarrollando los mercados regionales de bonos (Eichengreen et al, 2006).<sup>vi</sup>

Los países de la ASEAN, junto con China, siguen estrategias monetarias similares con una orientación extrarregional de sus regímenes monetarias hacia el dólar estadounidense y con la reducción de la proporción de la deuda denominada en moneda extranjera. Esto se ha reflejado en la armonización de los tipos de cambio intrarregionales, lo que podría proporcionar una base valiosa para mejorar la integración monetaria y financiera regional (Bransony Healy, 2005).

Las economías de la ASEAN tienen diferencias sustanciales en el desarrollo de sus mercados financieros así como en el acceso a los mercados financieros internacionales en monedas nacionales; Singapur, particularmente, sobresale con un mercado financiero más profundo. Los países más fuertes de la ASEAN desarrollan actualmente estructuras de deuda que son muy similares a las de los países avanzados, con una creciente participación de la deuda de largo plazo denominada en monedas nacionales, tanto pública como privada; además, gradualmente están pasando de ser países deudores a acreedores regionales (Jeanne y Guscina, 2006) (Cuadro 2). Por el contrario, las economías de la ASEAN más pequeñas tienen acceso limitado a los mercados financieros internacionales.

### 3. No cooperación monetaria regional entre países del Sur con altos niveles de pecado original: el caso del Mercosur

En contraste con sus ambiciosos objetivos, que incluyen la coordinación monetaria y hasta una moneda regional común, el Mercado Común del Sur actualmente está a la mitad del camino de una unión aduanera, caracterizada por frecuentes episodios de políticas que benefician a unos países a expensas de otros en los conflictos comerciales debido a variaciones en los tipos de cambios en los tipos de cambio reales intrarregionales. Aun si todos los países miembros muestran reacciones simétricas a los impactos externos, la reacción del tipo de cambio desde los años noventa con frecuencia se ha producido con retrasos temporales debido a los diferentes regímenes monetarios y de tipos de cambio (Fritz 2006, Carvalho 2006). Actualmente los países miembros están siguiendo estrategias diferentes y no coordinadas de flotación libre manejada, lo que resulta en una elevada volatilidad del tipo de cambio real intrarregional.

Las economías del Mercosur se caracterizan por grados similarmente altos de dolarización de sus pasivos y de pecado original, y por bajo grado de desarrollo financiero interno. Aunque Brasil, que domina el Mercosur por su peso económico, muestra una menor proporción de su deuda en moneda extranjera (ver Cuadro 2), no ha sido capaz de ejercer su papel de moneda ancla. Una razón de esto es la estructura de su mercado financiero interno que está caracterizada por la indexación de contratos financieros, especialmente al tipo de cambio en momentos donde se esperan shocks externos negativos, lo que hace a la economía altamente vulnerable a los efectos contables (Fritz, 2006).

El estancamiento del proceso del Mercosur es ampliamente atribuido a la falta de compromiso político e institucional, tal como se observa en las posiciones divergentes sobre acuerdos comerciales bilaterales con Estados Unidos. Sin embargo, desde el punto de vista de este estudio, el problema principal consiste en que los igualmente elevados niveles de pecado original, hacen que los efectos en la estabilización que se esperan de las políticas iniciales de

cooperación monetaria sean limitados. Además, la integración monetaria y financiera requeriría esfuerzos permanentes para armonizar las políticas macroeconómicas en la región para estabilizar el tipo de cambio intrarregional. El Cuadro 2 resume los aspectos discutidos de ISS en el Mercosur, ASEAN y CMA.

## VI. Conclusiones

Este documento analiza las perspectivas de la cooperación e integración monetaria Sur-Sur para que la estabilización del tipo de cambio intrarregional sirva como herramienta para incrementar el comercio intrarregional y para el desarrollo del mercado financiero regional. Por lo tanto, tomamos en consideración las restricciones específicas de las economías en desarrollo y de los mercados emergentes, descritas por la hipótesis del pecado original y el análisis de los efectos contables que resultan de la elevada participación de la deuda en moneda extranjera sin cobertura en la mayoría de esos países.

Con base en la integración de los debates sobre el pecado original, el manejo de la deuda pública y el desarrollo del mercado financiero, sostenemos que el mayor beneficio de la ISS consiste en la aparición de efectos de escala que podrían contribuir a profundizar los mercados financieros y, consecuentemente, a la reducción de los potenciales efectos contables sobre las cuentas nacionales. El argumento radica en la presunción de que la estabilización de los tipos de cambio regionales, una vez que se logra, contribuye a mejorar el tamaño de los mercados en el área de cooperación monetaria regional. La profundización de la cooperación monetaria regional, tal como tipos de cambio fijos intrarregionales, podría reducir la probabilidad de alteraciones macroeconómicas regionales. Los beneficios potenciales en términos de estabilidad de los diferentes niveles de cooperación monetaria regional dependen esencialmente del grado en el que los mercados financieros ampliados regionalmente integrados puedan desarrollarse dentro de un acuerdo de ISS. La capacidad de los países participantes para acceder a créditos internacionales en monedas nacionales debe ser considerada como el principal alcance de la ISS.

Nuestras observaciones empíricas sugieren que para lograr tipos de cambio intrarregionales estables son necesarios, ya sea una jerarquía bastante fuerte dentro del esquema de cooperación monetaria regional, como en el caso del Área Monetaria Común del Sur de África (CMA), o bien una estrategia común para evitar futuros efectos contables potenciales con instituciones multilaterales que apoyen el desarrollo de mercados financieros a través de la emisión de bonos públicos en monedas de la región, como en el de la ASEAN. Por lo tanto, mientras el acceso internacional a instrumentos de deuda en moneda nacional continúa siendo limitado para la ISS, el creciente tamaño del mercado regional de una ISS podría contribuir a una profundización financiera regional.

Sistematizamos básicamente dos formas de desarrollo de mercados financieros regionales en acuerdos de ISS a nivel de cooperación monetaria regional. La primera forma es un mercado financiero regional impulsado por una moneda que funcione como ancla regional caracterizada por un menor nivel de pecado original en comparación con los otros países de la ISS, es decir, una estructura de deuda externa que se caracteriza por una alta participación de la deuda denominada en moneda nacional y con contratos financieros a largo plazo con tasas

de interés fijas. Este caso se puede observar claramente en el CMA. La otra forma es la formación de un mercado financiero regional sin presencia de una moneda regional ancla pero involucrando iniciativas institucionales multilaterales fuertes a nivel regional, particularmente para la emisión de bonos en moneda nacional, y el establecimiento de una infraestructura para el mercado financiero regional. Aquí nos referimos al caso de la ASEAN.

Nuestro análisis sugiere que si faltan ambos elementos: la jerarquía intrarregional en términos de pecado original y estructura de deuda, y la estrategia común para evitar potenciales efectos contables y la participación de instituciones regionales multilaterales, el logro de los beneficios potenciales de la ISS en términos de estabilización de la ISS parece un esfuerzo más difícil, tal como muestra el caso del Mercosur.

La ISS necesita ser entendida como la segunda mejor estrategia de política monetaria en comparación con la primera opción de la INS para economías deudoras contaminadas con el pecado original. La segunda mejor opción de ISS emergió especialmente por el actual desorden financiero internacional, monetario y parcialmente también del sistema comercial internacional. La ISS es resultado de la falta de estabilidad del sistema financiero internacional (cf. Cohen 1998). En ese sentido, por un lado la ISS podría ser considerada como el obstáculo a los esfuerzos de integración financieros y monetarios globales. La ISS podría alejar al sistema financiero y monetario internacional de esfuerzos dirigidos hacia la gobernanza monetaria global y causar mayores inestabilidades al impulsar la construcción de un bloque monetario regional en vez de una integración internacional. Sin embargo, en presencia del actual desorden, el pecado original, la exposición a los efectos contables y el estatus de deudores netos, los países del Sur se ven obligados a buscar otras estrategias de política monetaria disponibles para mitigar la incertidumbre económica generalizada a la que están expuestos. De esta forma la ISS podría ser considerada igualmente como la construcción de bloques para una mayor estabilidad monetaria internacional ya que podría al menos proporcionar la base para una estabilidad financiera y monetaria intrarregional y contribuir a proteger a los mercados emergentes y países en desarrollo de los efectos externos desestabilizadores a nivel global.

La importancia en la práctica de tales beneficios en la estabilización y sus efectos sobre la estabilidad macroeconómica de los países involucrados requiere de una mayor investigación sobre el desarrollo del mercado financiero en esquemas de integración monetaria regional con una base empírica sólida. El proceso en marcha para desarrollar series de datos adecuados sobre la denominación de la deuda para un amplio rango de países y sectores debe ser estudiado más ampliamente.

#### Bibliografía

ADB (Asian Development Bank) (2007). Asian Bond Monitor, abril.

Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta y Abhijit Banerjee (2004). —Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises, en *The Journal of Economic Theory*, 119, pp. 6-30.

Allen, Mark, Christoph B. Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser y Nouriel Roubini (2002). —A Balance Sheet Approach to Financial Crisis, IMF Working Paper 02/210. Consultado el 01/10/2007 de la fuente: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02210.pdf>.

Bénassy-Quéré, Agnès y Maylis Coupet (2005). —On the Adequacy of Monetary Arrangements in Sub-Saharan Africa, en *The World Economy*, 28, 3, pp. 349–373.

Berganza, Juan Carlos y Alicia García Herrero (2004). —What makes Balance Sheet Effects Detrimental for the Country Risk Premium?, documento de trabajo. Consultado el 01/10/2007 de la fuente: <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0408/0408002.pdf>.

BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2002). *Beyond Borders: The Regionalism in Latin America. Economic and Social Progress in Latin America, 2002 Report.*

BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2006). *Living with Debt: How to Limit the Risk of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America, 2007 Report.*

Blommestein, Hans J. y Javier Santiso (2007). —New Strategies for Emerging Domestic Sovereign Bond Markets in the Global Financial Landscapell, en *The Global Economy Journal*, 7, 2.

Bossone, Biagio y Jong-Kun Lee (2002). —In Finance, Size Matters, IMF Working Paper 02 / 113.

Braga de Macedo, Jorge, Daniel Cohen y Helmut Reisen (2001). *Don't Fix, Don't Float.* OCDE, International Development Centre Studies.

Branson, William H. y Conor N. Healy (2005). —Monetary and Exchange Rate Policy Coordination in ASEAN+1, NBER Working Paper 11713. Consultado el 01/10/2007 de la fuente: [www.nber.org/papers/w11713](http://www.nber.org/papers/w11713).

Burger, John D. y Francis E. Warnock (2004). —Foreign Participation in Local-Currency Bond Markets, International Finance Discussion Papers 794. Board of Governors of the Federal Reserve System. Consultado el 01/10/2007 de la fuente: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2004/794/default.htm>.

Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Luis-Fernando Mejia (2004). —On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects, NBER Working Paper 10520.

Carvalho, Fernando Cardim (2006). —Perspectives for a Monetary Union between Argentina and Brazil, en Barbara Fritz y Martina Metzger (eds.), *New Issues in Regional Monetary Coordination*, pp. 98-115.

Cohen, J.B. (1998). *The Geography of Money.* Cornell University Press, Londres.

Cohen, Benjamin J. (2004): *The Future of Money.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

DeGrauwe, Paul y Gunther Schnabl, (2005). —Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe, document de trabajo. Consultado el 01/10/2007 de la fuente:

[http://www.euroframe.org/fileadmin/user\\_upload/euroframe/docs/2006/session5/eurof06\\_schnabl.pdf](http://www.euroframe.org/fileadmin/user_upload/euroframe/docs/2006/session5/eurof06_schnabl.pdf).

Demirgüç-Kunt, Asli y Ross Levine (2001). "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", en Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine (eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country comparison of Banks, Markets, and Developments*. MIT Press, Cambridge, MA. pp. 81-140

Devereux, Michael B. y Philip R. Lane (2002). "Understanding Bilateral Exchange Rate Volatility", CEPR Discussion Papers 3518.

Eichengreen, Barry (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. The Brookings Institution, Washington, D.C.

Eichengreen, Barry (2005). —Can emerging markets float? Should they inflation target?‡, en Rebecca Driver, Peter Sinclair y Christoph Thoenissen (eds.), *Exchange Rates, Capital Flows and Policies*. Routledge. pp. 10-38.

Eichengreen, Barry (2006). —Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?, NBER Working Paper 12451.

Eichengreen, Barry (2008): "Should there be a coordinated response to the problem of global imbalances? Can there be one?" Department of Economic and Social Affairs (DESA) No. 69. Geneva: United Nations.

Eichengreen, Barry, Eduardo Borensztein y Ugo Panizza (2006). —A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America‡, documento preparado para la Conferencia China and the World Economy, en la Seoul National University, Mayo 7-8, Seúl.

Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann (eds.) (2005). *Other People's Money – Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. University of Chicago Press.

Fischer, Stanley (2001), —Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?‡. Consultado de la fuente: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>

FMI (Fondo Monetario Internacional) (2003a), *The Balance Sheet Approach and its Applications at the Fund*, prepared by the Policy Development and Review Department.

FMI (Fondo Monetario Internacional) (2003b): *World Economic Outlook 2003: Public Debt in Emerging Markets*. Washington DC: International Monetary Fund.

Friedman, Milton (1953), —The Case for Flexible Exchange Rates‡, en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, pp. 157-203.

Fritz, Barbara (2006), —So Far from God and So Close to the US Dollar: Contrasting Approaches of Monetary Coordination in Latin America‡, en Barbara Fritz y Martina Metzger (eds.), *New Issues in Regional Monetary Coordination*. pp. 126-146

- Fritz, Barbara y Metzger, Martina (eds.) (2006). *New Issues in Regional Monetary Coordination*. Palgrave, Londres y Nueva York.
- Fritz, Barbara y Metzger, Martina (2006a). —Monetary Coordination Involving Developing Countries: The Need for a New Conceptual Framework, en Barbara Fritz, y Martina Metzger (eds.), *New Issues in Regional Monetary Coordination*, pp. 3-25.
- Goldstein, Morris y Philip Turner (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Institute for International Economics, Washington D.C.
- Hausmann, Ricardo y Ugo Panizza (2003). —On the determinants of Original Sin: an empirical investigation, en *The Journal of International Money and Finance*, 22, 7, pp. 957-990.
- INTAL, BID (Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe, Banco Interamericano de Desarrollo) (2007). Informe Mercosur No. 11, 2005-2006. Consultado de la fuente: [http://www.iadb.org/intal/aplicaciones/uploads/publicaciones/i-MERCOSUR\\_Report\\_11.pdf](http://www.iadb.org/intal/aplicaciones/uploads/publicaciones/i-MERCOSUR_Report_11.pdf)
- Jeanne, Olivier y Anastasia Guscina (2006). —Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set, IMF Working Paper WP/06/98.
- Kindleberger, Charles P. (1981): *International Money*. Allen and Unwin, Londres
- Levy-Yeyati, Eduardo y Federico Sturzenegger (2005). —Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words, en *European Economic Review*, 49, 6, pp. 1603-1635.
- McKinnon, Ronald I. (1990). —Interest Rate Volatility and Exchange Rate Risk: New Rules for a Common Monetary Standard, en *Contemporary Policy Issues*, 8, pp. 1-17. Abril.
- McKinnon, Ronald y Gunther Schnabl (2004). —The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue, en *International Finance*, 7, 2, pp. 169-201. Julio.
- Mehl, Arnaud y Julien Reynaud (2005). —The Determinants of Domestic ‘Original Sin’ in Emerging Market Economies, European Central Bank Working Paper Series 560.
- Metzger, Martina (2006). —The Common Monetary Area in Southern Africa: A Typical South-South Coordination Project?, en Barbara Fritz y Martina (eds.), *New Issues in Regional Monetary Coordination*, pp. 147-164
- Mongelli, Francesco Paolo (2002). —‘New’ Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, European Central Bank Working Paper 138.
- Panizza, Ugo (2006). —‘Original Sin’ and Monetary Cooperation, en Barbara Fritz y Martina Metzger (eds.), *New Issues in Regional Monetary Coordination*, pp. 26-35.
- Park, Yung Chul (2004). —Regional Financial Integration in East Asia: Challenges and Prospects, document preparado para la conferencia Regional Financial Arrangements, Naciones Unidas, Nueva York, Julio 14-15. Consultado el 01/10/2007 de la fuente:

<http://www.un.org/esa/ffd/Independent%20Events/Regional%20Financial%20Arrangements/0704-RFA-YCPark-prospects-paper.pdf>.

Schelke, Waltraud (2006), —Comment on Original Sin‘ and Monetary Cooperation, en Barbara Fritz y Martina Metzger (eds.), *New Issues in Regional Monetary Coordination*, pp. 36-41.

South African Reserve Bank (2006), *Quarterly Bulletin* 240. June.

Souza, Lúcio Vinhas de y Philippe de Lombaerde (2006). *The Periphery of the Euro. Monetary and Exchange Rate Policy in CIS Countries*. Ashgate, Hampshire.

Stiglitz, Joseph E. (2002). *Globalization and its Discontents*. Norton, Nueva York.

Sturm, Michael y Nikolaus Siegfried (2005). —Regional Monetary Integration in the Member States of the Gulf Cooperation Council, *European Central Bank Occasional Paper Series* 31.

Tovar, Camilo E. (2005), —International Government Debt Denominated in Local Currency: Recent Developments in Latin America, en *BIS Quarterly Review*, p. 109-118. Diciembre

Wang, Jian-Ye, Iyabo Masha, Kazuko Shirono y Harris Leighton (2007). —The Common Monetary Area in Southern Africa: Shocks, Adjustment and Policy Changes. IMF Working Paper WP/07/158.

Williamson, John (2005). —Curbing the Boom-Bust Cycle – Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets, *Policy Analyses in International Economics* 75. Peterson Institute, Washington D.C.

Worrell, DeLisle (2003). —A Currency Union for the Caribbean, *IMF Working Paper* WP/03/35.

Wyplosz, Charles (2004). —Regional Exchange Rate Arrangements: Lessons from Europe for East Asia, en ADB (ed.), *Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia*. Consultado el 01/10/2007 de la fuente:  
<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou056.pdf>.

Figura 1. Formas de cooperación e integración monetaria regional Sur-Sur

No cooperación
Ninguna cooperación monetaria regional
Cooperación monetaria regional
Acuerdos de permutas de divisas (swaps)
Fondo de liquidez regional
Zona objetivo de tipo de cambio
Tipos de cambio intrarregionales fijos pero ajustables, ya sea con una moneda regional ancla o una canasta de monedas
Integración monetaria regional
Creación o adopción de una moneda regional única

Fuente: Elaboración propia



Cuadro 1. Características de la cooperación monetaria Sur-Sur\*

Acuerdo de integración monetaria regional	Punto de Referencia: SME II (área ampliada del euro)	Comunidad de Estados Independientes (CEI) parcialmente	Mercado y Economía Común (CSEM) del Caribe	Mercado Común del Cono Sur (Mercosur)	Zona Monetaria de África Occidental (WAMZ)	Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)	Área Monetaria Común de África del Sur (CMA)	Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)	Consejo de Cooperación del Golfo (GCC)
Categoría de integración	INS	ISS	ISS	ISS	ISS	ISS	ISS	ISS	ISS
Nº de países participantes	Estonia, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Eslovaquia, Hungría, Eslovenia, Malta, Chipre (10) Estados miembros de la UE (15)	Rusia, Bielorrusia, Ucrania, Kazajistán (4)	Antigua y Barbuda, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Jamaica, Montserrat, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago	Brasil, Argentina, Paraguay, Uruguay, Venezuela (5)	Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria, Sierra Leona (5)	Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú (5)	Sudáfrica, Namibia, Lesoto, Suazilandia (4)	Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Birmania, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam (10)	Bahrain, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos (6)

			o (13)						
Nivel de cooperación monetaria	Bandas de tipos de cambio (SME II), Unión Monetaria	Ninguna, Moneda común prevista	Ninguna, Moneda común prevista	Ninguna, Moneda común prevista, —Instituto Monetario del Mercosur	Banda de tipo de cambio frente el dólar de EUA, Moneda común prevista	Fondo de liquidéz	Tipos de cambio fijos pero ajustables	Fondo de liquidez, Moneda común ASEAN prevista	Tipo de cambio anclado al dólar, Moneda común prevista

\*Esto incluye los existente así como gran parte de los esquemas de integración proyectados.

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 2. Características del CMA, ASEAN y Mercosur

Proyecto regional de cooperación monetaria	CMA	ASEAN	Mercosur
Nivel de ISS	Cooperación monetaria	Cooperación monetaria	No cooperación
Nivel actual de cooperación monetaria	Tipos de cambio fijos pero ajustables	Fondo de liquidez; moneda común prevista	Ninguno; moneda común prevista
Nivel de pecado original más alto y más bajo (2001)	Sudáfrica (0.09) Otros países n.d.	Malasia 1.00 Singapur 0.70	Argentina 0.97 Brasil, Uruguay, Venezuela 1.00
Deuda externa como porcentaje de la deuda total (2002)	Sudáfrica 14.63, Otros países n.d.	Indonesia 52.53, Malasia 18.59, Filipinas 35.15, Tailandia 22.07, Otros países n.d.	Argentina 87.71, Brasil 30.95, Uruguay, Paraguay n.d.
Participación del país más grande en el PIB regional (peso económico) (2004)	98% (Sudáfrica)	32% (Indonesia)	78% (Brasil)

Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI, 2004 ([www.imf.org](http://www.imf.org)), South African Reserve Bank 2006, INTAL/IADB 2007, ASEAN secretariat ([www.aseansec.org](http://www.aseansec.org)). Datos sobre niveles de pecado original: \*(valor entre 0 y 1 – pecado original cero es asociado con la capacidad total de un país para acceder a créditos en su moneda local, mientras que niveles hasta 1 muestran una decreciente capacidad para acceder a créditos en el extranjero en moneda nacional): Eichengreen y Hausmann 2005, Hausmann y Panizza 2003, Mehl y Reynaud 2005; datos sobre la participación de la moneda extranjera en la deuda externa: Goldstein y Turner 2004; n.d.: no hay datos disponibles.

<sup>i</sup> A continuación se usa el término —deuda externa como una versión corta de la expresión —deuda neta denominada en moneda extranjera.

<sup>ii</sup> n.t. traducido también como efectos de la deuda real o efectos contables.

<sup>iii</sup> Por esa razón exactamente, Eichengreen (2005) considera el esquema de metas de inflación como una regla de política monetaria que viene junto con la flexibilidad del tipo de cambio para economías en desarrollo muy específicas donde los desajustes de los balances generales son bajos o son anulados por otros efectos.

<sup>iv</sup> 3 Ver, por ejemplo, sobre la ASEAN a McKinnon y Schnabl (2004) y Park (2004), sobre la CMA a Metzger (2006), sobre el GCC a Sturm y Siegfried (2005), sobre el FLAR a Eichengreen (2006), sobre el Mercosur a Fritz (2006), sobre la región CEI a Souza y De Lombaerde (2006), sobre la CSME del Caricom a Worrell (2003), y sobre la WAMZ a Bénassy-Quéré y Coupet (2005).

<sup>v</sup> Esta breve exploración del caso del CMA se basa en contribuciones adicionales de Martina Metzger a quien las autoras quieren expresar su más sincero agradecimiento.

<sup>vi</sup> Mientras que Japón, el vecino del Norte, está involucrado en la EMEAP, las iniciativas de mercados de bonos tienen como objetivo el compromiso entre los países más fuertes de la ASEAN como Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Singapur con China. La influencia de Japón como el país socio del Norte en ASEAN+3 tiene dos aspectos: Por un lado, la dinámica de la cooperación monetaria regional de la ASEAN es mejorada por su potencial estabilizador. Por el otro, el dilema no resuelto sobre la moneda regional ancla entre China y el mercado emergente del Sur y Japón como la economía industrializada del Norte parece tener una influencia parcialmente paralizante.