

# Los centros financieros regionales en Asia-Pacífico: Singapur

DOI: 10.32870/mycp.v5i17.175

Geneviève Marchini\*

**P** rincipal rival de Hong Kong como Centro Financiero Internacional (CFI) dominante en Asia, Singapur constituye un claro ejemplo de una especialización lograda sobre la base de un amplio apoyo gubernamental. Aunque comparte con Hong Kong un mismo pasado colonial británico, incluyendo un papel económico de centro comercial y *entrepôt* regional, el desarrollo histórico de sus actividades en tanto CFI se contrapone a la vía seguida por éste. Como lo vimos en el pasado artículo<sup>1</sup>, las autoridades del territorio eligieron inicialmente una política de *laissez-faire* en materia financiera, que fue modificándose paulatinamente, incorporando de manera pragmática -con cada crisis o amenaza a la estabilidad financiera- nuevos elementos de reglamentación prudencial o de supervisión. Por el contrario, Singapur eligió la vía del fomento público y de una reglamentación severa que ha ido relajando de manera muy progresiva.

Al igual que su rival, ha sufrido fuertemente las consecuencias de la crisis financiera regional de 1997. Su especialización productiva en manufacturas vinculadas con la electrónica y la “nueva economía” le ha vuelto bastante vulnerable a las amplias fluctuaciones de la demanda mundial en estos sectores y, en un futuro cercano, a la creciente competencia productiva de China continental. Por otro lado,

la pérdida de dinamismo de las economías de Asia del sureste –Indonesia, Malasia y Tailandia- ha afectado negativamente su papel de centro de negocios y finanzas regional. En síntesis, el “doble motor de crecimiento” de Singapur, “un sector manufacturero y un sector financiero y de negocios que se apoyan mutuamente”<sup>2</sup> ha funcionado de manera menos eficiente desde finales de los años 90 y ha necesitado una revisión.

En respuesta a este contexto macroeconómico regional deteriorado, y en preparación para un futuro próximo en el cual se espera una mayor competencia productiva y financiera, las autoridades de Singapur han elaborado planes para fortalecer la competitividad internacional de la isla y especializarla en una serie de actividades estratégicas. En

consecuencia, los servicios financieros, que representan alrededor de 12% del producto interno bruto (PIB) de la isla, son actualmente objeto de una profunda reestructuración que les permitirá mejorar o conservar su rango en un contexto financiero mundial en plena mutación.

Este texto consta de tres partes. En una primera sección, se presentará el desarrollo histórico del sistema financiero de Singapur desde finales de los años 60 hasta hoy. Se examinará luego la composición de la estructura financiera de la isla, y se concluirá estableciendo las perspectivas, ventajas y desafíos respectivos de los CFI de ésta y de Hong Kong.

\* Investigadora del Departamento de Estudios del Pacífico de la Universidad de Guadalajara.

## El CFI de Singapur: pautas de desarrollo

En la actualidad es uno de los primeros del planeta. Su posición es particularmente relevante en materia de banca internacional, pues es sede de la contraparte oriental del Euromercado de divisas, el mercado del dólar asiático (ADM). En materia de solidez financiera, sus bancos han sido considerados como los más destacados de Asia, ubicándose en la séptima posición mundial en la clasificación realizada por la empresa Moody's en 1999. Estrechamente vinculado a la actividad bancaria, el mercado de divisas de Singapur es desde 1992 el cuarto, a nivel mundial, por los volúmenes intercambiados, después de las plazas de Nueva York, Londres y Tokio. Ocupa también un rango sobresaliente en las transacciones sobre derivados financieros (quinta plaza mundial)<sup>3</sup>. Su mercado de bonos, más desarrollado que el de Hong Kong, y su mercado accionario, si bien importantes, no han alcanzado la preeminencia de los segmentos anteriores.

¿Cómo se logró esta posición destacada en el sistema financiero internacional? Singapur contaba inicialmente con ciertas ventajas: algunas son naturales, como su posición geográfica y su huso horario, mientras otras han sido heredadas de su historia en el siglo XX. En el periodo colonial, Singapur desempeñó un papel de *entrepôt* para el comercio regional, en razón de las cualidades de su puerto y de su centralidad geográfica. Estas actividades comerciales atraieron a su vez a los bancos, cuyas oficinas regionales se ubicaron en la isla antes de la Segunda Guerra Mundial. Al igual que Hong Kong, heredó de la dominación colonial británica un sistema legal atractivo para las instituciones anglosajonas<sup>4</sup>. Por último, disponía de una mano de obra educada.

No obstante estas ventajas, en el momento de su separación de la Federación Malaya en 1965, enfrentaba problemas económicos y riesgos políticos severos que tenían el potencial de oponerse a su proceso de desarrollo. La separación de Malasia y el retiro en 1967 de las tropas británicas privaron a la isla de dos

fuentes importantes de ingreso, y su carencia de recursos naturales la hacía muy dependiente de las importaciones. Por otro lado, sus relaciones con los países vecinos eran poco amistosas u hostiles<sup>5</sup>.

La estrategia elegida por las autoridades, de desarrollo orientado hacia fuera, incluyó los servicios financieros como una industria estratégica. Específicamente, para el sector financiero implicó un doble enfoque<sup>6</sup>: por un lado, se concibió la esfera financiera doméstica como un elemento clave de apoyo al desarrollo económico nacional, y por otro se buscó “desarrollar un centro financiero moderno y sofisticado que atendiera necesidades mucho más allá de su propia economía y de su región circundante<sup>7</sup>”. Esta doble estrategia fue implementada en una forma opuesta a *laissez-faire* predominante en Hong Kong, a través de “un conjunto de políticas deliberadas y de acciones cuidadosamente planeadas y ejecutadas por el gobierno<sup>8</sup>”.

Tres etapas se pueden diferenciar en la política implementada por las autoridades de la isla para favorecer el desarrollo financiero<sup>9</sup>: en una etapa temprana, que abarca desde finales de los años 60 hasta mediados de los 80, se buscó atraer las instituciones financieras extranjeras para que establecieran sus operaciones en la isla. En la segunda, que se inicia a mediados de los 80 y finaliza con la crisis asiática, se fomentó la diversificación y la profundización de la esfera financiera. La última, que es posterior a 1998, se encuentra en curso; procura liberalizar las actividades financieras y consolidar la competitividad del CFI.

### 1) La estrategia de desarrollo financiero temprano: 1968-1985

La estrategia de desarrollo de los servicios financieros en Singapur ha descansado sobre una serie de principios rectores que se han mantenido vigentes hasta la fecha:

— la creación de un contexto favorable de “libre banca” (*free banking*) aunado a incentivos fiscales que conjuntamente promovieron el segmento *offshore* de la esfera financiera;

—la rigurosa separación de este segmento de las actividades orientadas al mercado doméstico a través de barreras legales y de una política de no-internacionalización del dólar de Singapur;

—la adopción de una política de regulación y supervisión financiera fuerte.

Las primeras medidas que buscaron favorecer el desarrollo de un CFI se remontan a 1968. El sistema financiero internacional se caracterizaba a fines de los años 60 por la consolidación de un nuevo mercado, surgido a finales de la década anterior, y que crecería de manera exponencial en la década siguiente, el Euromercado de divisas, ubicado en Londres. Se trataba de un mercado bancario, libre de las reglamentaciones nacionales, ya que los depósitos y préstamos se realizaban en divisas —inicialmente el dólar de Estados Unidos— que no eran de curso legal en el país donde se efectuaban las transacciones. Las autoridades de Singapur tomaron entonces una serie de medidas destinadas a crear la contraparte asiática de este mercado, el mercado asiático de divisas (*asian currency market*) o mercado asiático del dólar (*asian dollar market* o ADM), debido a que la mayoría de transacciones utilizan esta moneda. Estas medidas incluyeron inicialmente la eliminación de reglamentaciones impuestas a las operaciones locales, como los requisitos de reservas, así como exenciones fiscales, en particular la exoneración del impuesto retenido de 40% sobre los ingresos por concepto de intereses, y una tasa de impuesto sobre la renta limitada a 10% para las operaciones *offshore*<sup>10</sup>. Posteriormente se eliminó también un requisito de liquidez de 20% de los depósitos en moneda extranjera, que quitaba competitividad a la plaza. El ADM, un mercado de corto plazo (de una semana a menos de un año), fue exitoso inmediatamente: en sus primeros años, contribuyó a juntar fondos de la región, invertidos luego en las plazas financieras de Londres o Nueva York, pero rápidamente el sentido de los flujos se invirtió y facilitó la llegada de capitales provenientes del mundo desarrollado, atraídos por las buenas perspectivas de desarrollo económico de Asia del sureste<sup>11</sup>.

Estas medidas fueron complementadas por dispositivos que buscaron mantener la competitividad de Singapur y desarrollar otros segmentos del mercado al introducir nuevos instrumentos. Esto concierne en particular al mercado de bonos asiático (*asian bond market*, o ABM), que a diferencia del anterior es predominantemente un mercado de mediano y largo plazo. A este efecto, y adelantándose a los desarrollos de los mercados financieros internacionales, se lanzaron en 1971-1972 tres emisiones de bonos del Banco de Desarrollo de Singapur, el DBS, para crear el mercado. Este se animaría a partir de 1976, cuando cobró importancia este tipo de instrumentos a nivel mundial. Entre otros instrumentos que se introdujeron de manera temprana, cabe mencionar los certificados de depósito negociables en dólares de Estados Unidos y de Singapur (1975-1977), los depósitos denominados en derechos especiales de giro (1979), y, en 1982, los *depositary receipts of Singapore*, que, calcados sobre los *american depositary receipts* (ADR), permiten a los residentes invertir indirectamente en acciones que cotizan en Tokio y en otros mercados accionarios asiáticos<sup>12</sup>.

El tratamiento fiscal favorable fue extendido luego a otros segmentos de los servicios financieros que se querían atraer a la isla: en 1979, a las aseguradoras *offshore* y, como lo veremos en las secciones siguientes, a otras instituciones en las décadas de 1980 y 1990. La filosofía subyacente habría sido la de atraer actores extranjeros a los dominios en los cuales los residentes no tenían una capacidad técnica o *expertise* suficiente<sup>13</sup>.

La política de fomento a las actividades financieras *offshore* propias de un CFI fue acompañada de una separación de estas actividades de las desarrolladas en el mercado financiero local. El primer mecanismo utilizado a tal efecto lo constituye la obligación de registrar de manera separada las operaciones realizadas en el mercado *offshore* y las transacciones domésticas; las primeras se contabilizan en las denominadas *asian currency units* (ACU o unidades en divisas asiáticas) mientras las segundas figuran en el balance de

las *domestic banking units* (DBU o unidades bancarias nacionales). Inicialmente, los residentes no tenían acceso a los instrumentos en divisas ofrecidos por las ACU, pero estas restricciones fueron levantadas en 1978, cuando se abrió la cuenta de capitales de la balanza de pagos, liberalizándose plenamente los flujos de fondos entre Singapur y el resto del mundo. La partición de la esfera financiera se ha mantenido, sin embargo, a través de dos grupos de medidas: el acceso restringido de las instituciones extranjeras al mercado local y la política de no-internacionalización del dólar singapurense.

El primer grupo de medidas configura un sistema bancario comercial de tres niveles que protegió al mercado local y a las instituciones domésticas a través de las licencias de alcance restringido concedidas a todas las instituciones que entraron después de 1974. Así, mientras en 1971 los seis bancos extranjeros presentes recibieron licencias “completas” (*full banking licences*) que les dieron acceso pleno al mercado doméstico así como a las operaciones *offshore*, a partir de esa fecha, y hasta 1984, todos los bancos extranjeros que entraron al mercado lo hicieron con licencias restringidas (*restricted banking licences*) que mantenían pleno acceso al mercado *offshore* pero limitaban su actividad en el mercado local, pues sólo les permitían abrir una oficina y atender exclusivamente a la clientela empresarial de mayoreo. Posteriormente a 1984 sólo se otorgaron licencias *offshore* que cierran completamente el acceso directo al mercado local<sup>14</sup>. Estas medidas permitieron proteger a los bancos locales de una competencia excesiva a la vez que autorizaron a las autoridades a mantener el control sobre la asignación de recursos internos: como lo veremos más adelante, las operaciones locales estaban sujetas no solamente a tasas de imposición mayores y a una reglamentación precautoria más severa, sino a ciertos requisitos de canalización del crédito.

La política de no-internacionalización del dólar de Singapur, vigente hasta la fecha a pesar de su flexibilización paulatina, constituyó otro pilar del desarrollo del CFI. Su principal motivación reside en la voluntad de las

autoridades de la isla por conservar el control de la oferta de dinero y el manejo de su política monetaria en el contexto de una economía pequeña y muy abierta, con elevadísimos niveles de ahorro interno y plena libertad de flujos de capitales<sup>15</sup>. Este contexto llevó a la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS, por sus siglas en inglés) a elegir una política monetaria con anclaje cambiario después del segundo choque petrolero<sup>16</sup>. Las medidas que sustentan esta política consisten esencialmente en restringir el acceso de los no-residentes a fondos en dólares singapurenses y a limitar el uso de estos fondos a los residentes para inversión en el extranjero<sup>17</sup>. Todas se enfocan a evitar actividades que fomenten un uso especulativo de la moneda local y que vuelvan su curso más volátil.

Finalmente, la tercera serie de principios que sustentaron el desarrollo del CFI de Singapur se finca en una política de regulación y supervisión fuerte. De hecho, Singapur estableció reglamentaciones prudenciales más exigentes que los estándares internacionales, en particular para la banca comercial doméstica. Barreras legales, que definen las actividades que cada tipo de institución puede emprender, han sido erigidas y separan las diferentes entidades del sistema –banca comercial, banca de inversión o mercantil y otras instituciones como las compañías financieras. Los bancos comerciales, que pueden emprender actividades de banca múltiple, están sujetos a un requisito de liquidez de 18%, con un mínimo de 10% invertido en bonos del gobierno de Singapur<sup>18</sup> y sus requisitos de capitalización, de un nivel de 12%, superaban los criterios internacionales de Basilea, aplicables al sector *offshore* (8%). Estas entidades han estado sujetas a reglamentaciones relativas a la composición de su cartera de créditos que buscan evitar la concentración de riesgos en ciertos sectores: créditos no garantizados, créditos hipotecarios y bienes de consumo duraderos como las automóviles<sup>19</sup>. Estas reglamentaciones buscan proteger la estabilidad del sistema y los ahorros de los depositantes, y son tanto más importantes que Singapur no ha introducido el mecanismo del seguro de depósitos. Las reglas relativas a los créditos no garantizados, introducidas en 1995, se aplican también a los bancos

mercantiles o de inversión (*merchant banks*) menos reglamentados y a las compañías financieras.

En lo que concierne el sector bancario *offshore*, sujeto a una reglamentación menos exigente, la selectividad en la concesión de licencias constituyó un dispositivo clave para garantizar altos estándares a la plaza: solo se otorgaron licencias a bancos internacionales con renombre. Se exigió también que estos bancos fueran supervisados por las autoridades del país de origen y que sus matrices se comprometieran a cubrir las eventuales pérdidas de sus filiales en Singapur.

Estos altos estándares prudenciales han asegurado el buen renombre de la plaza de Singapur; ahora bien, en opiniones de ciertos analistas, los costos asociados a esta infraestructura habrían sido sustanciales, al inhibir un desarrollo aún más rápido del sector.

## 2) La diversificación y ampliación del sistema: 1985-1997

Hacia mediados de los años 80, siguiendo a las primeras emisiones de bonos en el ABM, los esfuerzos de las autoridades de Singapur se orientaron a fomentar los mercados de capitales, la parte menos desarrollada del sistema financiero. Para ello, se crearon dos nuevos mercados que complementaron las funciones de la bolsa de valores existente, el Stock Exchange of Singapore (SES): en 1984, una bolsa de derivados financieros, el Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), y, en 1987, un mercado orientado al financiamiento de las empresas pequeñas y medianas, SESDAQ (Stock Exchange of Singapore Daily Automatic Quotation)<sup>20</sup>.

Después de la crisis bursátil de 1985 – crisis de Pan-Electric- que obligó a cerrar el mercado por tres días, se reorganizaron los intermediarios bursátiles para fortalecerlos y formalizarlos. Se abrió el capital de las casas de bolsa a una participación extranjera minoritaria (inferior a 49%), se autorizó la participación de cinco bancos locales y de dos

grupos industriales en estas actividades y se dejaron quebrar las firmas más débiles. Dos iniciativas posteriores buscaron afianzar aún más la solidez de los intermediarios bursátiles: en 1990 se elevaron sus requisitos de capitalización y en marzo de 1992 se creó una nueva categoría de miembros del SES, cuya participación en el mercado es equivalente a la que desempeñan los bancos *offshore* y de licencia restringida en el sistema bancario: 7 firmas extranjeras fueron admitidas para desempeñar exclusivamente actividades de mayoreo y/o *offshore*. Adicionalmente, ocho *brokers* extranjeros han sido introducidos para intervenir y dar liquidez al mercado de acciones extranjeras que cotizan en el SES, realizando transacciones –con valor individual superior a 5 millones de S\$- con residentes y no-residentes<sup>21</sup>. En 1993, se introdujeron los centros de transacción autorizados (ACT), que constituyen otro canal para realizar transacciones en el mercado, y buscan facilitar el acceso de más inversionistas al mercado, en especial inversionistas de menudeo.

En lo que concierne el mercado de bonos, las autoridades dieron un paso muy importante para fomentar su desarrollo cuando crearon el Mercado de Bonos del Gobierno de Singapur en 1987<sup>22</sup>. La creación de este mercado no obedeció a la necesidad de financiar un déficit público, pues el gobierno singapurense tiene sus cuentas estructuralmente superavitarias, sino que buscó ofrecer un rango de instrumentos de plazos diferentes denominados en dólares singapurenses, que puedan constituir una referencia (*benchmark*) para las emisiones privadas domésticas. Cabe agregar, entre las medidas que procuraron desarrollar las transacciones del ABM, las nuevas exoneraciones fiscales al ingreso proveniente de transacciones realizadas con bonos en divisas con no-residentes (1987), que buscaron atraer nuevos participantes extranjeros a este mercado<sup>23</sup>.

Hacia el final del periodo destacan dos tipos de medidas que adelantan esfuerzos que se van a desarrollar plenamente en el período siguiente, y que buscan respectivamente fortalecer los bancos locales y desarrollar la

industria de gestión de fondos mediante fideicomisos (*unit trusts*). El primer tipo de medidas concierne a la capitalización de las entidades bancarias locales: la autoridad monetaria elevó en dos oportunidades el capital mínimo requerido: en 1993 se otorgó un plazo de 5 años a los bancos locales para alcanzar un capital de 800 millones de S\$, y antes de que este plazo se cumpliera, en 1996, se volvió a elevar este requisito a 1500 millones en 2001<sup>24</sup>. El propósito de estas exigencias residía en crear intermediarios locales de mayor tamaño, favoreciendo también una consolidación que permitiría luego que las instituciones domésticas resistieran a la competencia extranjera en caso de una mayor apertura del mercado interno.

La segunda serie de medidas, abocada al desarrollo de la industria de gestión de fondos, propició, desde 1985, un mayor acceso de las entidades privadas de gestión de fondos a los importantes depósitos del Central Provident Fund (CPF), el fondo de pensiones centralizado al cual aportan de manera obligatoria todos los trabajadores de la isla<sup>25</sup>. Parte de los fondos ahorrados pueden ser invertidos por los depositantes en mecanismos privados de inversión que ofrecen mejores rendimientos y, a partir de enero de 1995, los fondos de inversión aprobados por las autoridades pueden invertirse en instrumentos más diversificados que comprenden acciones y bonos extranjeros que cotizan en el SES<sup>26</sup>, así como en mercados regionales. Después de 1999 se les autorizó para invertir fuera de la región<sup>27</sup>.

Este conjunto de medidas permitió diversificar la estructura financiera de Singapur, y desarrollar los mercados financieros en concordancia con las nuevas tendencias internacionales que hicieron de éstos y de las instituciones que operan en ellos las entidades líderes en el desarrollo de la esfera financiera global desde inicios de los años 80. Ahora bien, tanto las nuevas tendencias internacionales vigentes a fines de los años 90 como la crisis asiática llevaron a las autoridades a emprender nuevas reformas para resolver una serie de debilidades y mejorar la colocación de la plaza internacional de Singapur.

### 3) Desreglamentación y decisiones estratégicas: 1997-2001

En noviembre de 1997 las autoridades lanzaron un proceso de revisión del conjunto de estructuras y prácticas financieras de la isla. Para ello, se creó un grupo de revisión del sector financiero el Financial sector review group (FSRG), al cual se agregaron pronto tres grupos especializados<sup>28</sup>. Una primera señal de cambio se dio en enero de 1998, cuando la autoridad monetaria MAS y la Comisión de Valores de Singapur se independizaron del ministerio de finanzas. Rápidamente, las recomendaciones emanadas de los grupos de evaluación se tradujeron en reformas fundamentales que implicarán una ruptura con el paradigma anterior de control gubernamental estrecho y conservador<sup>29</sup>. Sin embargo, su introducción se hará de manera prudente y paulatina, una pauta de comportamiento que Singapur comparte con otras economías asiáticas. El cambio más profundo implica modificaciones al enfoque de regulación y a la supervisión financiera aplicadas por Singapur, y la transición de un enfoque basado en reglamentos a uno basado en el manejo del riesgo, que implica mejorar las prácticas de difusión de la información para que los inversionistas puedan asumir sus propios riesgos con conocimiento de causa. Los objetivos más específicos de las reformas buscan: 1) fomentar la competencia en el mercado bancario doméstico y fortalecer algunos bancos locales, 2) desarrollar los mercados de capitales (acciones y renta fija) y 3) promover la industria de gestión de activos. Van acompañados de una muy paulatina liberalización de las transacciones en dólares singapurenses.

En el ámbito bancario, MAS relajó, en diciembre de 1998, las exigencias de capitalización bancaria para acercarlas a los estándares internacionales<sup>30</sup> menos exigentes: la severidad de los requisitos aplicables a la banca doméstica, al implicar costos más altos, constituía una desventaja competitiva, y las autoridades consideraron que no se podían sostener más en el ámbito de competencia recrudescida que caracteriza a la esfera financiera internacional. Luego, anunció en

mayo de 1999 un programa de cinco años de apertura del mercado local, creándose las figuras de banca de licencia completa calificada (*qualifying full bank* o QFB) –cuatro bancos extranjeros la recibieron- y de banca *offshore* calificada (*qualifying offshore bank* o QOB), que otorgan privilegios adicionales a las entidades extranjeras que las reciben, y concediéndose a la vez nuevas licencias restringidas. En junio de 2001 se anunció una segunda fase de reformas, destinada a fortalecer la competencia en el mercado local de menudeo y a liberalizar la entrada al de mayoreo. Las medidas incluyeron la ampliación de los privilegios de los QFB<sup>31</sup>, extendidos a dos instituciones adicionales, el reemplazo de la licencia restringida por una de mayoreo (*wholesale banking license*), que se planea conceder a 20 instituciones en un plazo de dos años, y la elevación paulatina a esta categoría de los bancos *offshore* y los QOB existentes<sup>32</sup>.

Estas medidas, aunadas a las mayores exigencias de capitalización impuestas a los bancos locales, suscitaron un proceso de reestructuración del ámbito bancario doméstico que incluyó no solamente la entrada de nuevos participantes extranjeros, sino un movimiento de fusión-absorción entre intermediarios locales que redujo rápidamente su número de doce a seis.

En lo que concierne a los mercados de capitales, las principales medidas incluyeron, en primer lugar, la fusión de las bolsas existentes, SES (acciones) y SIMEX (derivados) en una sola entidad desmutualizada y más sólida, la Bolsa de Singapur (Singapore exchange), que ofrece una plataforma electrónica para transacciones desmaterializadas<sup>33</sup>. El desarrollo del mercado de bonos corporativos constituyó también una prioridad para las autoridades, las cuales incluyeron varias medidas destinadas a fortalecerlo. Estas consistieron: 1) en establecer una curva de rendimientos de referencia sobre la base de emisiones de bonos públicos; para ello, el gobierno de Singapur, amplió el rango de sus emisiones para incluir plazos más largos de 5 años (septiembre de 1998), 7 años (octubre de

1998) y 10 años (1999); 2) en fomentar el ingreso de empresas extranjeras al mercado de fondos en dólares de Singapur, autorizándolas a emitir acciones y bonos en el mercado local. Estas facilidades, limitadas inicialmente a empresas que gozaban de muy buenas calificaciones crediticias, se ampliaron luego a empresas de calificación menor (que presentan por lo tanto mayores riesgos), y 3) en fomentar el uso del mercado de deuda corporativa por parte de las empresas locales y, en particular, de las públicas (*statutory boards*)<sup>34</sup>. Como lo veremos en la sección siguiente, estos esfuerzos lograron dinamizar el mercado.

Finalmente, tanto la industria de gestión de activos como la de seguros han sido consideradas estratégicas para el CFI de Singapur, que podría especializarse en estos prósperos “nichos” de mercado. Además de las tradicionales desgravaciones fiscales y regulatorias, las autoridades han seguido utilizando el CPF y los fondos del gobierno para atraer entidades extranjeras, con el objetivo de convertir a la isla en una base regional para las actividades de los fondos de inversión, compitiendo directamente con Hong Kong, centro líder en la zona después de Tokio<sup>35</sup>. En lo que concierne a los seguros, el gobierno eligió una estrategia cercana a la aplicada en la banca; combinó persuasión o presiones para que las entidades más pequeñas se fusionaran, con la apertura del mercado, a más instituciones extranjeras<sup>36</sup>.

## Bancos y mercados financieros en Singapur: 1980-2001

Singapur posee un sistema financiero altamente diversificado, compuesto de numerosas instituciones. El número de instituciones financieras presentes actualmente en la isla se presenta en el cuadro 1. La plaza se caracteriza por la gran cantidad de bancos extranjeros que incluyen las instituciones más prestigiosas, mercados financieros, aseguradoras y asesores de inversión. La consolidación de la banca local ha sido uno de los acontecimientos más relevantes del año 2001. En respuesta a las

Cuadro 1  
**Instituciones financieras presentes en Singapur**

| Tipo de institución                                         | Número de instituciones hasta el 18 jul. 2002 |
|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| Bancos comerciales                                          | 119                                           |
| Locales                                                     | 6                                             |
| Extranjeros                                                 | 113                                           |
| Extranj. licencia completa                                  | 22                                            |
| Extranj. licencia de mayoreo                                | 31                                            |
| Extranj. offshore                                           | 60                                            |
| Bancos de inversión                                         | 55                                            |
| Oficinas de representación                                  | 53                                            |
| ACUS                                                        | 168                                           |
| Compañías financieras                                       | 7                                             |
| Brokers del mercado de dinero                               | 8                                             |
| Intermediarios del mercado primario de bonos del público    | 11                                            |
| Casas de bolsa                                              | 79                                            |
| Miembros de SGX- ST                                         | 26                                            |
| No Miembros de SGX- ST                                      | 53                                            |
| Asesores de inversión                                       | 165                                           |
| Brokers de futuros                                          | 39                                            |
| Compañías de seguros                                        | 146                                           |
| Brokers de seguros                                          | 87                                            |
| Oficina de representación de aseguradoras y reaseguradoras  | 9                                             |
| <u>Otras instituciones y organismos públicos relevantes</u> | <u>58</u>                                     |

Fuente: Monetary Authority of Singapore (MAS).

reformas introducidas en el ámbito bancario, las entidades locales, de propiedad familiar en su mayoría, se han fortalecido para responder a la liberalización y a la apertura del sector. En consecuencia, se dio una ola de tomas de control, tanto hostiles como amistosas, por parte de los mayores bancos sobre las entidades más pequeñas. El primer movimiento se dio a iniciativa gubernamental, cuando el banco DBS, del cual el gobierno era todavía accionista a altura de 37% del capital, absorbió en 1998 al banco de ahorro del sistema postal, PosBank, transformándose en el primer banco de menudeo de la isla<sup>37</sup>. A mediados de 2001, el banco OCBC (Oversea Chinese Banking Corporation) lanzaba una oferta hostil de compra al más pequeño Keppel Capital Holdings<sup>38</sup>. Esta iniciativa fue seguida por otra también hostil, del DBS al OUB, que fracasó; éste fue adquirido luego por el United Overseas Bank (UOB)<sup>39</sup>.

Al finalizar esta ronda de fusiones-absorciones, el sector bancario local emergió con

tres grandes entidades dominantes: OCBC, UOB y DBS. Esta última no limitó su crecimiento al mercado local sino que aprovechó la crisis regional para adquirir participaciones bancarias en la región, en particular en Hong Kong, Filipinas y Malasia. En 2001 compró, de manera controvertida, el Dao Heng Bank de Hong Kong, operación que le permitió convertirse en la mayor institución de Asia del sureste en términos de activos, a la vez que ponía un pie firme en la región administrativa especial de Hong Kong (RAEHK), con miras al mercado de la República Popular China (RPCh) y a Taiwan<sup>40</sup>. Estos bancos locales más fuertes se enfrentan a una reforzada competencia extranjera: los QFB han sido concedidos a instituciones extranjeras prestigiosas: las primeras cuatro fueron Citybank (Estados Unidos), Standard Chartered, un banco británico con gran presencia en Asia, BNP-Paribas (Francia) y ABN-Amor (Países Bajos). En enero de 2002, dos QFB fueron entregadas,

**Cuadro 2**  
**Activos domésticos del sistema financiero**  
**(en millones de dólares de Singapur y como proporción del PIB)**

|             | Activos de<br>bancos<br>comerciales | Activos de<br>bancos<br>comerc./PIB | Activos de<br>bancos de<br>Inversión | Activos de<br>bancos de<br>inver./PIB | Activos de<br>compañías<br>financieras | Activos de<br>compañías<br>financ./PIB |
|-------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>1989</b> | 127201.7                            | 218.6%                              | 7633.2                               | 13.1%                                 | 10137.2                                | 17.4%                                  |
| <b>1990</b> | 134002.0                            | 201.6%                              | 7328.0                               | 11.0%                                 | 11423.6                                | 17.2%                                  |
| <b>1991</b> | 136093.4                            | 184.0%                              | 6688.5                               | 9.0%                                  | 12459.8                                | 16.8%                                  |
| <b>1992</b> | 153302.4                            | 191.7%                              | 5984.4                               | 7.5%                                  | 13207.6                                | 16.5%                                  |
| <b>1993</b> | 170250.4                            | 182.9%                              | 6859.0                               | 7.4%                                  | 14994.4                                | 16.1%                                  |
| <b>1994</b> | 201952.5                            | 189.3%                              | 6699.6                               | 6.3%                                  | 18997.7                                | 17.8%                                  |
| <b>1995</b> | 224578.7                            | 190.0%                              | 7244.8                               | 6.1%                                  | 21135.5                                | 17.9%                                  |
| <b>1996</b> | 252723.4                            | 196.3%                              | 7496.5                               | 5.8%                                  | 21189.4                                | 16.5%                                  |
| <b>1997</b> | 289572.3                            | 206.2%                              | 8712.3                               | 6.2%                                  | 22210.6                                | 15.8%                                  |
| <b>1998</b> | 309974.5                            | 223.8%                              | 8592.6                               | 6.2%                                  | 21941.9                                | 15.8%                                  |
| <b>1999</b> | 326295.4                            | 226.6%                              | 7900.1                               | 5.5%                                  | 20742.4                                | 14.4%                                  |
| <b>2000</b> | 344005.8                            | 216.3%                              | 7538.6                               | 4.7%                                  | 19801.1                                | 12.5%                                  |
| <b>2001</b> | 384630.9                            | n.d.                                | 7403.6                               | n.d.                                  | 14961.1                                | n.d.                                   |

Fuente: Monetary Authority of Singapore (MAS).

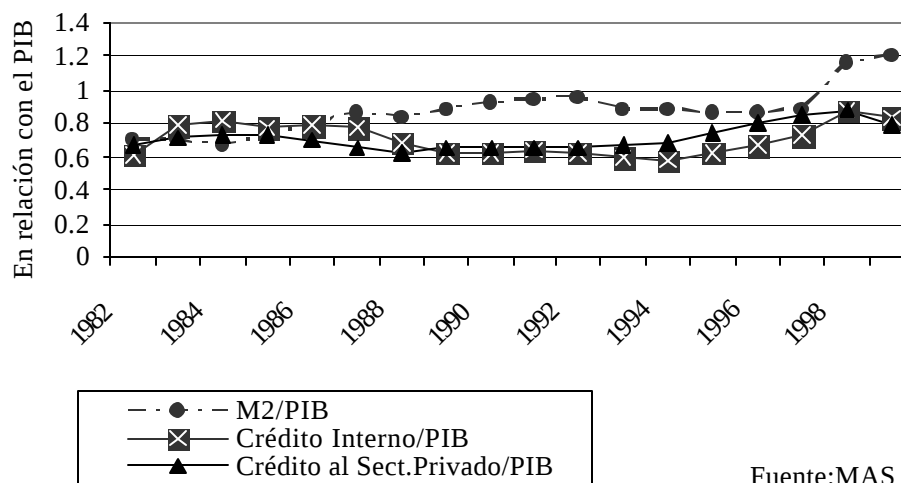
respectivamente al banco británico HSBC Holdings y al malayo May Bank<sup>41</sup>.

Las razones de monetización y de crédito, en relación con el PIB, nos muestran una rápida elevación de estos indicadores de tamaño del sistema bancario en la primera mitad de la década de 1980, cuando sobrepasan 80% del PIB; luego, se observa una independización de las

tendencias que siguen las tres razones: la monetización sigue elevándose hasta 1992, y, después de un estancamiento, retoma su crecimiento después de la crisis asiática; por su parte, las razones de crédito disminuyen con respecto al PIB hasta el inicio de los años 90, para recobrar los niveles de principios de los 80 antes de la crisis asiática (gráfica 1). En síntesis, el sistema bancario interno de Singapur no ha

**Gráfica 1**

Singapur: monetización y crédito



Fuente: MAS

Cuadro 3  
Mercado del dólar asiático (en millones de \$US)

| AÑO  | Núm. ACU | Préstamos<br>a clientes<br>no bancarios | Fondos<br>interbancarios | Activos totales |
|------|----------|-----------------------------------------|--------------------------|-----------------|
| 1968 | 1        | 1.4                                     | 29.0                     | 30.5            |
| 1975 | 66       | 3303.4                                  | 9098.5                   | 12597.4         |
| 1980 | 115      | 12402.3                                 | 39552.3                  | 54392.6         |
| 1983 | 160      | 30384.6                                 | 74446.8                  | 111860.9        |
| 1989 | N/D      | 86393.5                                 | 228725.2                 | 336581.8        |
| 1995 | N/D      | 173264.7                                | 258769.8                 | 478232.9        |
| 1997 | N/D      | 173286.3                                | 330685.5                 | 557193.5        |
| 2000 | 168/p    | 89446.0                                 | 338488.2                 | 486452.7        |

Fuentes: Monetary Authority of Singapore para los años 1989 a 2001;

Lee Sheng Yi (1989) para los años de 1968 a 1983.

p/ Cifra al 18 de julio del 2002

N/D: información no disponible

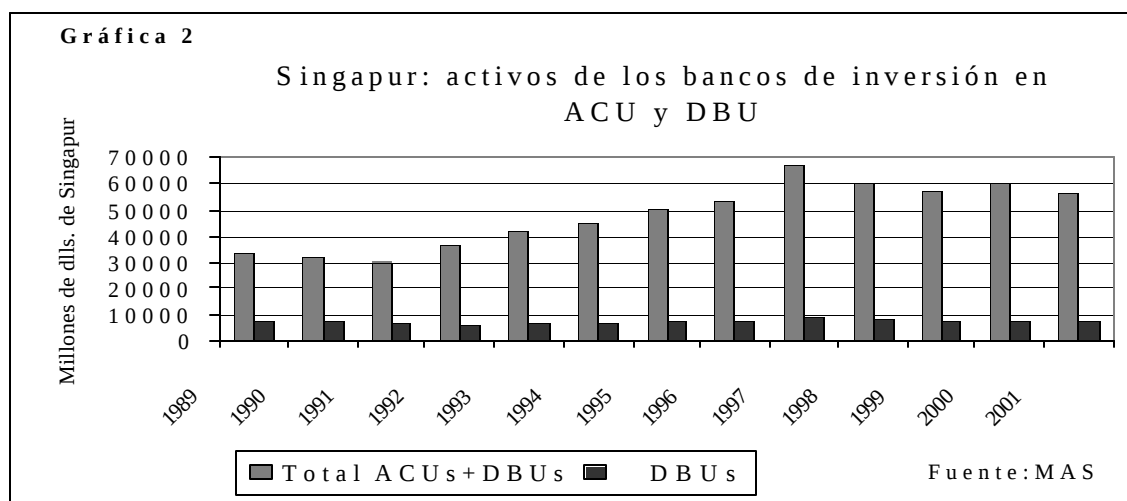
experimentado el crecimiento acelerado (superior al crecimiento económico) vivido en Asia desde la liberalización financiera, pero ha mantenido su tamaño relativo en un contexto de crecimiento económico rápido. El cuadro 2 lo confirma: permite observar que los activos totales de los bancos domésticos han triplicado su valor corriente entre 1989 y 2001, permaneciendo, sin embargo, estancados en relación con el PIB. Los activos domésticos de los bancos de inversión y de las sociedades financieras, mucho menores y con un crecimiento más lento, se han contraído con respecto al PIB.

El cuadro 3 muestra sin embargo que el comportamiento del mercado *offshore* ha sido muy diferente del doméstico, expandiéndose con gran dinamismo. De 1968 a la actualidad, el número de ACU pasó de 1 a 168, cifra que sigue siendo cercana a la de 1983, mientras que los fondos que transitan por este mercado no han dejado de elevarse hasta 1997, disminuyendo netamente luego, debido, en particular, a la caída del nivel de actividad con clientes no-bancarios, que ha retrocedido a los niveles que tenía a fines de la década de 1980, mientras los préstamos interbancarios mantenían una mayor resistencia a la crisis. Al igual que en el caso de Hong Kong, esta disminución del nivel de actividad con clientes no-bancarios está

vinculada con la retracción de las operaciones de los bancos japoneses establecidos en la isla.

Los activos combinados de los bancos de inversión en ACU y DBU muestran una tendencia similar: un crecimiento dinámico de los activos en ACU hasta 1998, seguido de un retroceso sensible, que contrasta con un estancamiento de los activos en DBU a lo largo de todo el periodo (gráfica 2). Esta diferencia de comportamiento originó que los activos en ACUs representen más de cinco veces el valor invertido en DBU. En suma, el comportamiento divergente de los mercados local y *offshore* muestra con claridad los efectos del diferencial de reglamentación: no cabe duda que la estrecha y muy prudente reglamentación implementada por las autoridades monetarias en el primero ha frenado su expansión, evitando también los problemas asociados de cartera vencida y el contagio externo.

Ahora bien, ¿cuál ha sido la posición de los bancos locales? Han logrado mantener su participación en el mercado de la banca comercial, como lo muestra la gráfica 3, pues ésta ha crecido de manera proporcional a la de la banca extranjera. Esto ha sido posible gracias a la protección de que han gozado en el mercado doméstico donde han mantenido una posición dominante, a pesar de la presencia de numerosos bancos extranjeros. Ahora bien, la posición de

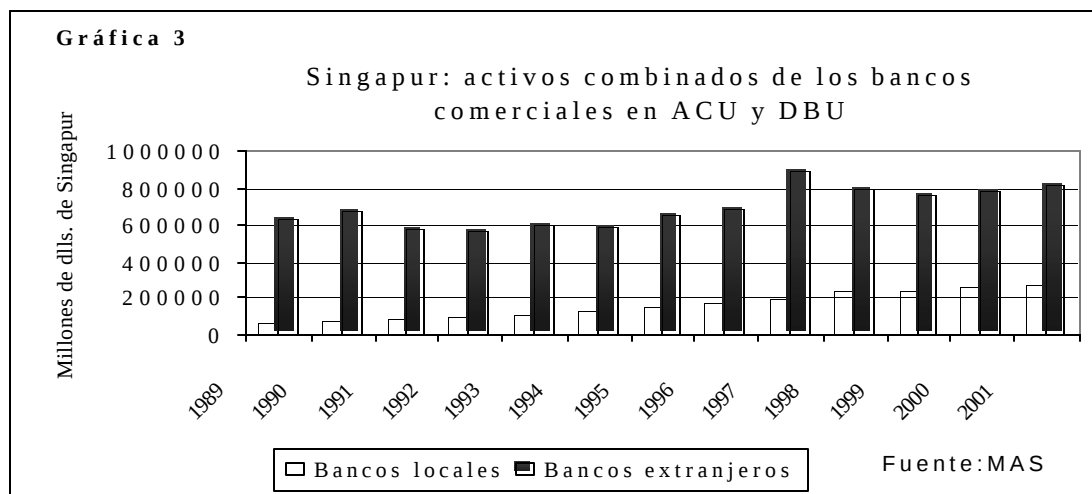


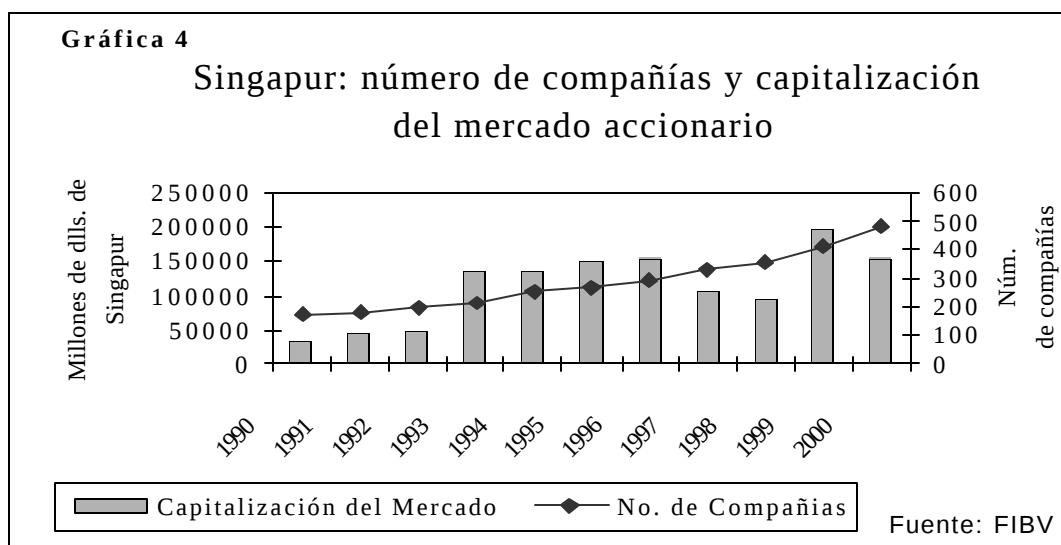
los bancos singapurenses ha ido deteriorándose debido a la crisis: se estima que los préstamos de mala calidad deberían superar en 2002 el nivel récord alcanzado en 1999, respectivamente 14, 13 y 10% para los bancos DBS, OCBC y UOB<sup>42</sup>.

Consideraremos ahora los mercados financieros que han sido objeto de múltiples esfuerzos de fomento por parte de las autoridades. Las cifras disponibles conciernen a la década de 1990, y abarcan por tanto un periodo más breve que el del ámbito bancario. A lo largo del periodo, el mercado accionario ha mostrado un proceso constante de incorporación de nuevas empresas: pasó de alrededor de 200 emisoras en 1990 a cerca de 500 en 2001. Su

capitalización ha progresado de manera menos regular, presentando fuertes elevaciones entre 1994 y 1997 y en 2000, seguidas en ambos casos de caídas (gráfica 4). Similar tendencia ha seguido el índice *all share* de la bolsa singapurenses; luego de la crisis asiática, tocó fondo entre 1998 y 1999, y su posterior recuperación fue de corta duración, pues desde 2002 hasta la fecha ha ido contrayéndose, prosiguiendo la evolución de las bolsas mundiales.

Como hemos visto, un esfuerzo importante ha sido consentido por las autoridades singapurenses para desarrollar el mercado de títulos de renta fija. La ampliación de las emisiones de títulos de gobierno ha sido parte





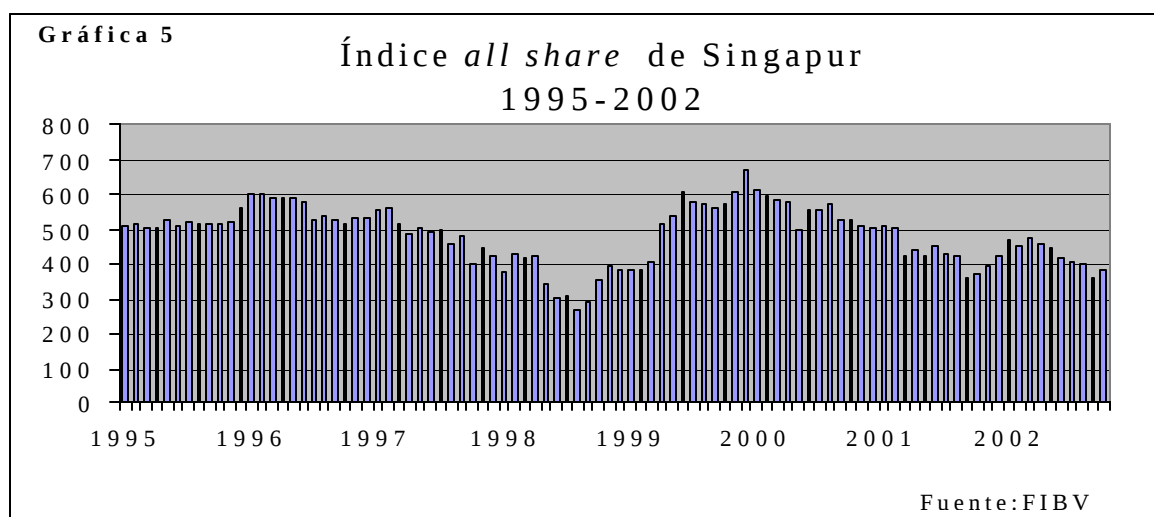
de la estrategia: en la década de 1990 el alza de los montos emitidos ha sido particularmente notable, tanto en los títulos de corto plazo (T/bills) como en los bonos de largo y mediano plazo (gráfica 6). Estas emisiones, aunadas a los variados incentivos que beneficiaron al mercado, permitieron una rápida elevación de las emisiones de bonos corporativos en la isla: en siete años, este mercado casi cuadruplicó los montos de títulos vigentes y multiplicó las emisiones en más de diez veces (gráfica 7), con dos terceras partes de emisiones en divisas en 2001.

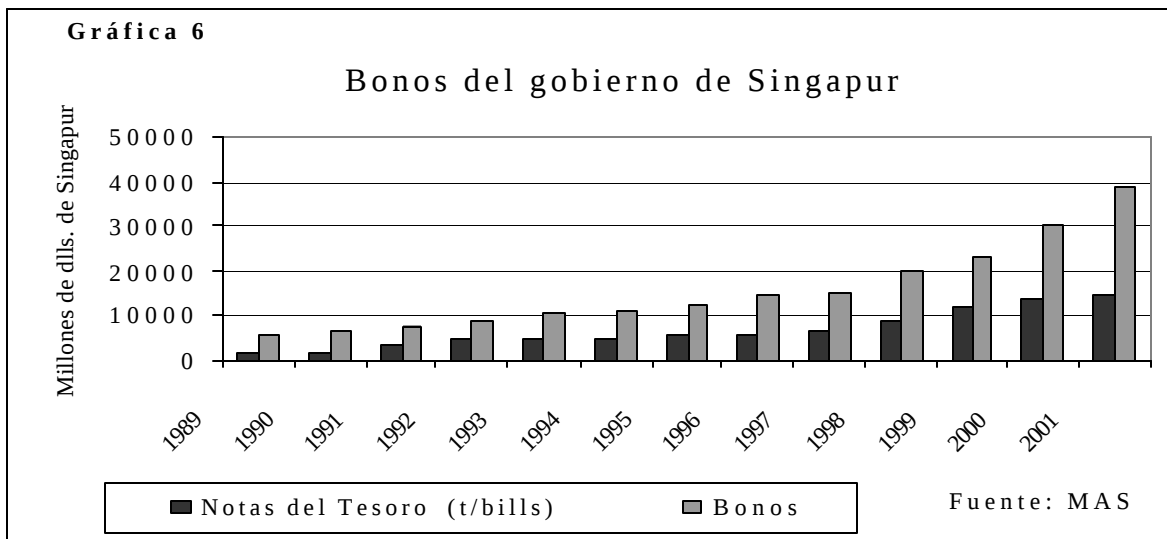
En suma, la estrategia de desarrollo de los mercados de títulos parece haber dado frutos,

pues tanto los montos de títulos vigentes como el nivel de actividad de estos mercados han mejorado sensiblemente. Ahora bien, para algunos analistas estos logros no son aún suficientes para establecer firmemente la plaza de Singapur en estos ámbitos: la isla seguiría siendo esencialmente un gran centro bancario *offshore*.

### Conclusión: perspectivas de Hong Kong y Singapur en tanto CFI

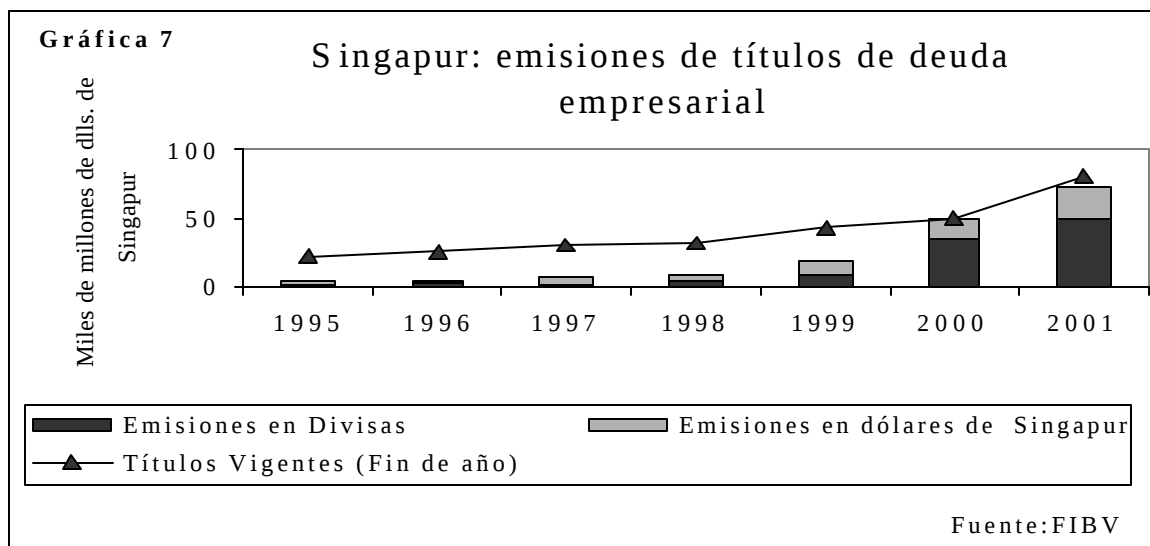
Los CFIs de Hong Kong y Singapur comparten algunos rasgos comunes importantes: territorio reducido, experiencia colonial parecida, papel





desempeñado en su entorno regional, preeminencia inicial de las actividades bancarias y posterior esfuerzo de diversificación hacia los mercados financieros. Su desarrollo se ha realizado de manera paralela, pero con un enfoque diametralmente opuesto; Hong Kong ha ido del *laissez-faire* integral de los años 50 hacia una mayor regulación y supervisión, adoptando en los 90 las mejores prácticas internacionales, mientras Singapur creó su CFI sobre la base de incentivos públicos y en una regulación fuerte que ha ido relajándose y liberalizándose hasta converger con las prácticas prudenciales menos exigentes de la esfera financiera internacional.

Desde la crisis asiática, ambos CFI han emprendido reformas y lanzado iniciativas orientadas a defender y consolidar su posición internacional en la región Asia-Pacífico, fortaleciendo nuevos mercados e introduciendo instrumentos. En ambos casos, la reestructuración en curso en el ámbito financiero internacional, la mayor competencia y los márgenes de ganancia reducidos en mercados en contracción que siguieron a la bonanza de los años 90 se han impuesto, llevando a las autoridades a aceptar mayores riesgos para conservar su lugar. En la actualidad no está claro si podrán seguir coexistiendo dos CFI en la región, pues los bancos y demás



instituciones financieras tienden a concentrar en una sola plaza regional los equipos para rebajar sus costos operativos. Por otro lado, existen numerosos competidores emergentes en Asia-Pacífico.

Ahora bien, ¿cuáles son las perspectivas y los desafíos más específicos que enfrentan ambos CFI? En un primer nivel de análisis, muy general, las perspectivas de ambos centros están vinculados a su posición geoestratégica, en particular en relación con China continental. Al respecto, Hong Kong ha sido tradicionalmente la puerta de entrada financiera y el primer proveedor de servicios financieros de la República Popular China (RPC). Su cercanía con ésta ha llevado a algunos especialistas a afirmar que Hong Kong gozaría de un vasto *hinterland* del cual carecería Singapur. Este, que desempeñó papeles similares en Asia del sureste, se hallaría en situación relativamente desventajosa en razón de las deterioradas perspectivas de crecimiento de esta región: el mayor potencial de crecimiento se encontraría ahora en Asia del noreste, y Hong Kong estaría mejor “posicionado” para atender este mercado. En materia política, Singapur enfrenta además el problema de su ubicación en un área de mayoría musulmana, vuelta explosiva por la difusión del integrismo violento entre sus vecinos.

Estas afirmaciones deben sin embargo matizarse: en primer lugar hemos visto que la posición de proveedor de servicios financieros que la RAEHK desempeña para China no está garantizada o ganada de antemano. De hecho, tiene competidores; por un lado, la RPC utiliza plazas financieras anglosajonas para realizar ciertas operaciones, y, a pesar de las peticiones de los dirigentes hongkoneses, no resulta evidente que acepte trasladarlas a Hong Kong; por otro lado, Shanghai puede perfilarse en el mediano plazo como un competidor serio, pues intenta recuperar el lugar que ocupaba antes de 1949. Finalmente, Singapur ha procurado fortalecer sus lazos con la RPC de diversas maneras, entre las cuales cabe mencionar el posicionamiento estratégico del banco DBS en el mismo Hong Kong, el importante flujo de

inversiones directas singapurenses hacia el continente, y los contactos desarrollados tanto a nivel oficial como en el ámbito de los negocios<sup>43</sup>.

De hecho, los esfuerzos consentidos por las autoridades de la isla para fortalecer al CFI ya permitieron a Singapur adelantarse a Hong Kong en varios mercados: además del mercado cambiario y del ABM, es el caso del mercado de derivados financieros mucho más activo (145000 contratos al día contra 40000 en Hong Kong)<sup>44</sup>. Algunos analistas subrayan, sin embargo, el insuficiente tamaño del sistema financiero de Singapur, que, a diferencia de Hong Kong, no habría alcanzado la “masa crítica” suficiente, y enfatizan que la isla ya habría perdido su oportunidad de transformarse en un centro líder a nivel regional debido a su tardía liberalización<sup>45</sup>. Se señala también que Singapur no podría aspirar a mantener un CFI que ofreciera toda la gama de servicios, y que haría bien en seleccionar el desarrollo de algunos nichos de mercado, como la gestión de activos o la banca privada, atendiendo a las grandes fortunas de la región como lo ha hecho Suiza en Europa<sup>46</sup>. Por otro lado, Hong Kong, más caro que Singapur, sigue siendo más eficiente, en razón de mayores niveles de productividad y de mayores economías de escala; evidentemente ello constituye una ventaja sustancial que atrajo hacia la RAEHK las actividades de firmas financieras internacionales que buscan consolidar allí sus oficinas regionales, abandonando o reduciendo sus actividades en Singapur, como lo hizo la firma Lehman en 2002<sup>47</sup>.

En suma, la posición de Hong Kong parece hoy día algo más favorable que la de Singapur en la lucha por la preeminencia financiera regional; sin embargo, en la medida en que las iniciativas tomadas por las autoridades singapurenses brinden fruto, nada parece estar todavía plenamente definido, y el escenario está abierto.

### **Notas**

- 1 Marchini, Geneviève (2002), “Los centros financieros regionales en Asia-Pacífico: Hong-Kong”, *México y la Cuenca del Pacífico*, vol. 5 n° 16, mayo-agosto.

- 2 Montes, Manuel & Tan Khee Giap, "Developing the Financial Services Industry in Singapore" en Masuyama, Seichii, Donna Vandenbrink & Chia Siow Yue, (eds.), *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Nomura Research Institute & Institute of South East Asian Studies, 1999, pp. 231-259.
- 3 Lim Guan Hua, "Strategies for Financial Sector Development", en Toh Mun Heng & Tan Kong Yam (eds.), *Competitiveness of the Singapore Economy. A Strategic Perspective*, Singapore University Press & World Scientific Publishing, 1998, p. 195-245 (p. 195); FMI, *IMF Staff Country Report n° 00/83. Singapore: Selected Issues*, julio 2000 (p. 26).
- 4 FMI, *op. cit.*, p. 28.
- 5 *Ibid.*
- 6 Montes, Manuel, "Tokyo, Hong Kong and Singapore as Competing Financial Centers", en De Brouwer, Gordon & Wisarn Pupphavesa, eds., *Asia Pacific Financial Deregulation*, Routledge, 1999, pp. 151-170 (p. 162).
- 7 FMI, *op. cit.*, p. 28
- 8 Lim Guan Hua, *op. cit.*, p. 196.
- 9 *Ibid.*
- 10 Lee Sheng Yi: "Developing Asian Financial Centres", en Tan, Augustine & Basant Kapur, eds., *Pacific Growth and Financial Interdependence*, Allen and Unwin, 1986, pp. 205-236 (p. 209), y FMI, *op. cit.*, p. 31.
- 11 Lee Sheng Yi, *op. cit.*
- 12 *Ibid.*
- 13 Lim Guan Hua, *op. cit.*
- 14 *Ibid.* Estos bancos solo pueden acceder al dólar singapurense a través de operaciones interbancarias.
- 15 Montes & Tan Khee Giap, *op. cit.*
- 16 El dólar de Singapur se definió en relación con una canasta de monedas ponderada por el peso de cada una en el comercio exterior de la isla. Se le permitió fluctuar dentro de una banda predefinida, *ibid.*
- 17 En 1983, se notificó a los bancos que deberían solicitar la aprobación de la MAS para otorgar a no-residentes préstamos en dólares de Singapur superiores a 5 millones. Esta medida se aplicó también a préstamos solicitados por residentes de la isla para su uso en el extranjero. Se aplica también a préstamos sindicados, emisiones de bonos, derivados financieros, Lim Guan Hua, *op. cit.*, p. 201.
- 18 FMI, *op. cit.*, p. 47.
- 19 Montes & Tan Khee Giap, *op. cit.*
- 20 FMI, *op. cit.*, p. 35.
- 21 Lim Guan Hua, *op. cit.* Otras instituciones internacionales están presentes pero no son miembros del SES y pasan por los servicios de los miembros para realizar sus transacciones.
- 22 FMI, *op. cit.*, p. 35.
- 23 Montes, *op. cit.*
- 24 Lim Guan Hua, *op. cit.*
- 25 Este fondo fue creado tempranamente en la época colonial (1955). Este mecanismo de ahorro forzoso ha sido emulado en los años 80 y 90 por economías en las cuales las autoridades procuraban elevar la tasa de ahorro interno.
- 26 En octubre de 1996 se anunció que las empresas extranjeras podrían cotizar en dólares singapurenses en el SES: esta medida tuvo como objetivo ampliar el rango de instrumentos en los cuales pueden invertir los fondos de inversión singapurenses, haciéndolos más atractivos (Montes & Tan Khee Giap, *op. cit.*, pp. 252-253).
- 27 Montes & Tan Khee Giap, *ibid.*
- 28 Estos son: el Comité de revisión de la bolsa de Singapur (*Stock Exchange of Singapore Review Committee*), el Comité encargado de los asuntos de financiamiento empresarial (*Corporate Financing Issues Committee*) y el Comité de estándares de difusión de información bancaria (*Banking Disclosure Standards Committee*), Montes & Tan Khee Giap, *ibid.*
- 29 FMI, *op. cit.*
- 30 "Singapore Aims to Boost Bond Markets", *Euroweek*, 16, 1, 2000.
- 31 Las QFBs pueden tener una red de 15 sucursales y/o máquinas distribuidoras de billetes (*automatic teller machines* o ATM), de la cuales 10 pueden ser sucursales. A partir de julio de 2002 pueden entrar en nuevas actividades, en particular operaciones vinculadas con fondos del CPF, MAS, 2002.
- 32 MAS, en <http://www.mas.gov.sg>.
- 33 *Ibid.*
- 34 FMI, *op. cit.*
- 35 *Ibid.*
- 36 "Growing Deregulation Drives Consolidation and Innovation", *International Financial Law Review*, March 2000.
- 37 "Singapore Finance Inc.", *Institutional Investor*, vol. 36, núm. 2, febrero de 2002.
- 38 En esta oportunidad, MAS mostró claramente su preferencia nacional, al descartar una oferta del banco inglés (HSBC), en *South China Morning Post* (SCMP), 6, 7, 2001. Algunas semanas antes, Banque Nationale de Paris (BNP) había experimentado un problema similar cuando ofreció comprar un paquete accionario del banco Overseas Union Bank (OUB), *Financial Times* (FT), 24, 05, 2001.
- 39 "Finance and Economics", en *The Economist*, 1, 5, 2002.
- 40 "Singapore Finance Inc.", *op. cit.*
- 41 "Finance and Economics", *op. cit.*
- 42 "Bad loans at Singapore banks may top 11%", *Straits Times* en línea, en <http://straitstimes.asia1.com.sg>.
- 43 *South China Morning Post* (SCMP), 14, 1, 2002.
- 44 "Collision Course", en *Asia Business*, vol. 35, núm. 1, enero de 1999.
- 45 "Survey: Singapore", *Financial Times* en línea, en <http://www.ft.com>, 12, 4, 2002.
- 46 *Financial Times* en línea, en <http://www.ft.com>, 11, 5, 2002 y 15, 10, 2002.
- 47 *Financial Times* en línea, 3, 4, 2002. 