

Desarrollo e integración financiera en Asia

Alicia García Herrero*

Elvira Prades Illanes**

Los países asiáticos son un ejemplo claro de cómo un sistema financiero desarrollado puede favorecer el crecimiento económico, suavizar los ciclos económicos e incluso contribuir a reducir los desequilibrios de dichas economías, los elevados superávits por cuenta corriente. En este artículo se analiza la evolución y el desarrollo del sistema financiero en Asia y se comparan los principales indicadores de profundidad, solvencia y rentabilidad con la registrada en otros países. Además, se describen brevemente algunas de las acciones coordinadas que se están tomando para impulsar la integración de sus mercados financieros.

Palabras clave: desarrollo financiero, integración financiera, Asia.

Clasificación JEL: F36, G10, G20.



1. Introducción

La presencia de los países emergentes en el escenario financiero mundial es cada vez mayor. En este artículo analizamos el desarrollo del sistema financiero asiático así como su proceso de integración monetaria y financiera a nivel regional.

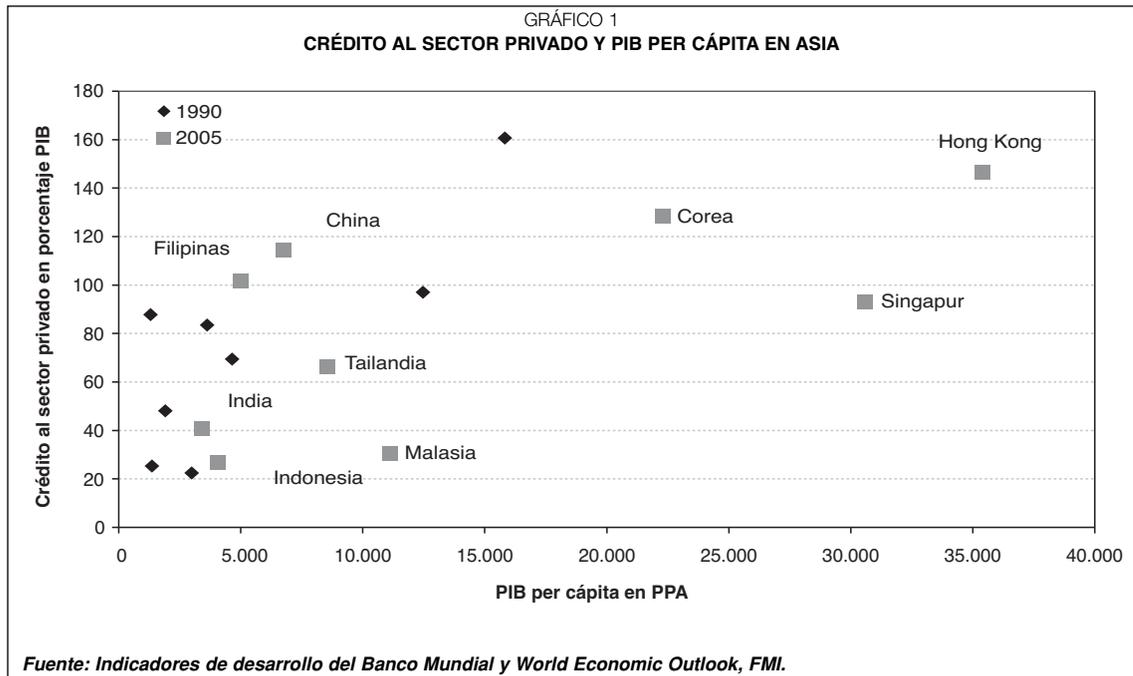
Ambos son temas cruciales para la región asiática por varios motivos. En primer lugar, la literatura económica ha acumulado suficiente evidencia (1) para afirmar que el desarrollo del sistema fi-

naniero de un país fomenta el crecimiento económico y tiende a suavizar los ciclos. El desarrollo financiero contribuye al crecimiento gracias a la eficiente intermediación del ahorro en proyectos rentables y la mejor gestión del riesgo. En segundo lugar, el desarrollo financiero permite suavizar la volatilidad de los ciclos económicos ya que las familias y las empresas encuentran una mayor oferta de productos financieros y pueden hacer frente a choques inesperados en los ingresos. Por último, la integración de los sistemas financieros asiáticos con el resto del mundo debería reducir el sesgo de compra hacia activos nacionales (el llamado «*home bias*») y permitir una mayor diversificación del riesgo. La integración financiera intra-regional, por su parte, debería fomentar la

* Economista Jefe de Economías Emergentes, Servicio de Estudios Económicos. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA (BBVA). Hong Kong Branch.

** Economista del Servicio de Estudios Económicos BBVA.

(1) Un ejemplo paradigmático dentro de la literatura empírica es el trabajo de Beck, Levine y Loayza (2000).



MONOGRÁFICO

integración económica aunque la capacidad de diversificación del riesgo sea menor que la que se obtendría de la integración financiera con países más lejanos.

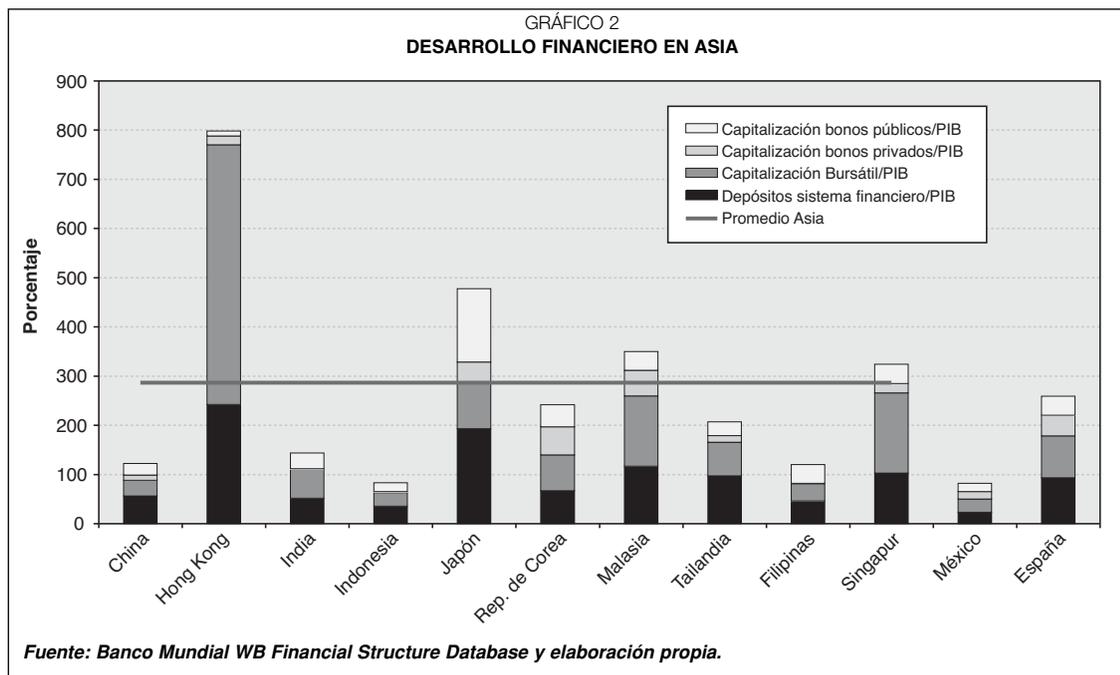
La literatura teórica y empírica reciente ha dado sobrada muestra de que el desarrollo financiero fomenta el crecimiento económico en el largo plazo. En el Gráfico 1 observamos que existe una relación positiva entre el desarrollo financiero, medido como el nivel de crédito otorgado por las entidades financieras al sector privado, y la renta per cápita de los países asiáticos. Esta relación se mantiene en el resto del mundo.

Finalmente, la literatura reciente (Mendoza, Quadrini y Rios-Rull, 2007 y Ito y Chinn, 2008) apunta a que el desarrollo financiero podría ayudar a reducir los desequilibrios globales en las cuentas corrientes. En el caso de Asia, donde se acumulan los mayores superávits por cuenta corriente y, por tanto, reservas internacionales del mundo, el hecho que un mayor desarrollo financiero reduzca la cantidad de ahorro que tiene que salir al exterior porque no se

canaliza internamente es un punto clave para la sostenibilidad a medio plazo del crecimiento de estos países.

2. ¿Cómo se ha desarrollado el sistema financiero en Asia emergente?

Comparando Asia con otros países emergentes su sistema financiero ha mostrado un mayor desarrollo en la última década. Atendiendo a uno de los principales indicadores de desarrollo como es el *tamaño y profundidad del sistema financiero*, la suma de los depósitos bancarios, la capitalización bursátil y el valor de las emisiones mercado de renta fija como porcentaje del PIB alcanzan en media el 280 por 100 en la región. Este tamaño es extremadamente elevado para economías con una renta per cápita relativamente baja, como es Asia emergente. Un ejemplo de esto es que España, un país caracterizado por un elevado desarrollo financiero —sobre todo bancario— tiene un ratio



del 260 por 100 del PIB mientras que México, más similar en PIB per cápita, registra el 80 por 100.

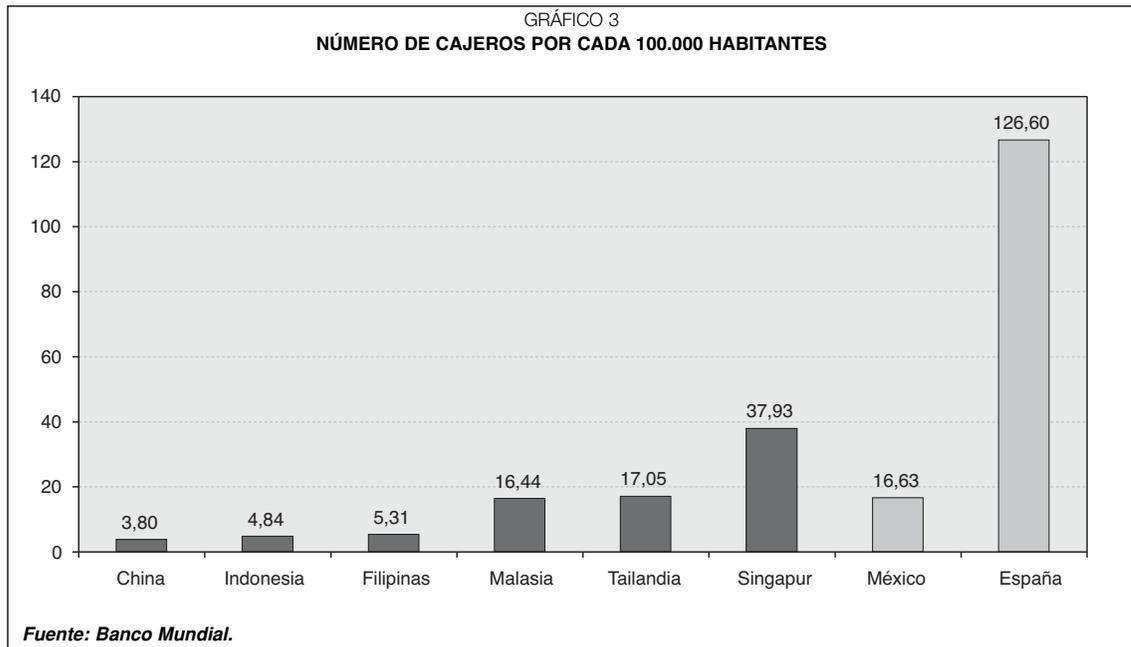
En cualquier caso, existe un elevado grado de heterogeneidad entre países. De hecho algunos se han convertido en importantes centros financieros como es el caso de Hong-Kong en donde este indicador alcanza casi el 800 por 100. Esta ratio se explica en parte por la banca *off-shore* pero cada vez más por la entrada en la bolsa de Hong Kong de numerosos títulos chinos y de su fuerte revalorización (Leung y Unterberdoerster, 2008). Mientras, Singapur se ha convertido también en un importante centro financiero y Malasia, de manera más incipiente. En el extremo opuesto está Indonesia que tiene un tamaño financiero similar al de México (Gráfico 2).

Entre las razones esgrimidas por la literatura para explicar este fuerte desarrollo se encuentran el elevado crecimiento económico, pero también la expectativa de que continúe, el *boom* de activos que acompañó a la incipiente liberalización financiera de principios de los noventa y que, a su vez, se sustentó en una fuerte

protección al inversor. Es cierto que las bolsas sufrieron una corrección brutal con la crisis asiática pero han vuelto a recuperar los niveles anteriores a la crisis en la actualidad y, lo que es más importante, han aumentado sustancialmente el número de empresas cotizadas y la liquidez del mercado.

En cuanto al impacto que puede tener sobre la economía el peso de la financiación bancaria u otros tipos de financiación, la literatura económica no es concluyente (Demirguc-Kunt y Levine, 2002) aunque parece que una estructura equilibrada entre bancos y mercados de capitales favorece el crecimiento (Cuadro y García-Herrero, 2008). Así se ha pasado de un modelo netamente bancario a un modelo más equilibrado y, en algunos casos, dominado por los mercados de capitales, en concreto el bursátil. Así los activos bancarios en 1995 eran en media un 20 por 100 más grandes que los mercados de capitales, entendidos como la suma de la capitalización bursátil y la renta fija emitida (pública o privada); diez años más tarde el peso de los activos bancarios se ha reducido no-





tablemente dadas las fuertes revalorizaciones de los títulos bursátiles y el mayor número de empresas que cotizan en bolsa. A continuación se analiza la evolución y las principales características de los diferentes tipos de financiación en la región.

te en algunos países. En concreto, el país con mayor número de cajeros por cada 100.000 habitantes es Singapur donde supera los 35 (y aun así muy inferior a España donde asciende a 126,6) mientras que en China no alcanza los 5 por cada 100.000 habitantes. En cuanto a la densidad de servicios bancarios, medida como el número de oficinas por cada 1.000 km cuadrados, China registra el número más bajo situándose en 1,83 mientras que Singapur registra 673 oficinas (Gráficos 3 y 4).

La intermediación bancaria parece ser relativamente eficiente si nos atenemos al reducido margen de intermediación y a los bajos costes operativos, medidos como la ratio de costes sobre el total de activos (2), especialmente si se compara a los países emergentes asiáticos con los de Latinoamérica (Gráficos 5 y 6). El peso del crédito al sector privado sobre el con-

(2) Estos costes operativos tan bajos se deben fundamentalmente a unos costes de la mano de obra barata, a medida que estas economías se vayan desarrollando y los costes laborales vayan en aumento, los bancos tendrán que recurrir a una mayor automatización de sus procesos para mantener estos costes bajos.



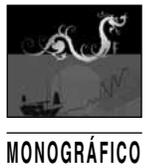
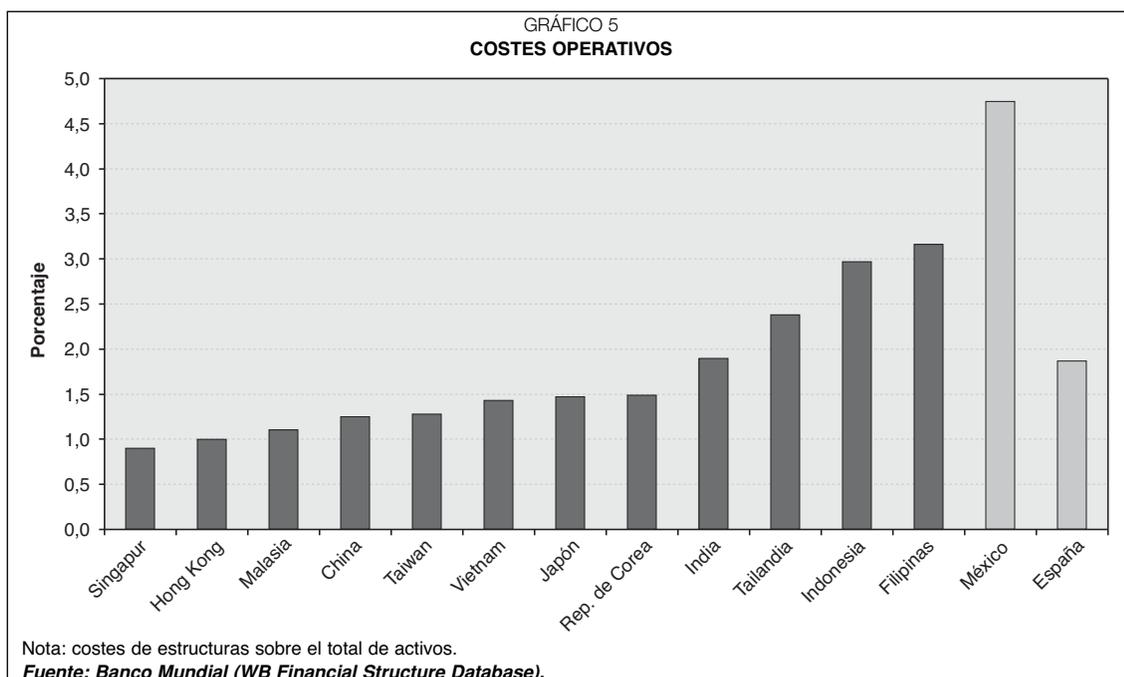
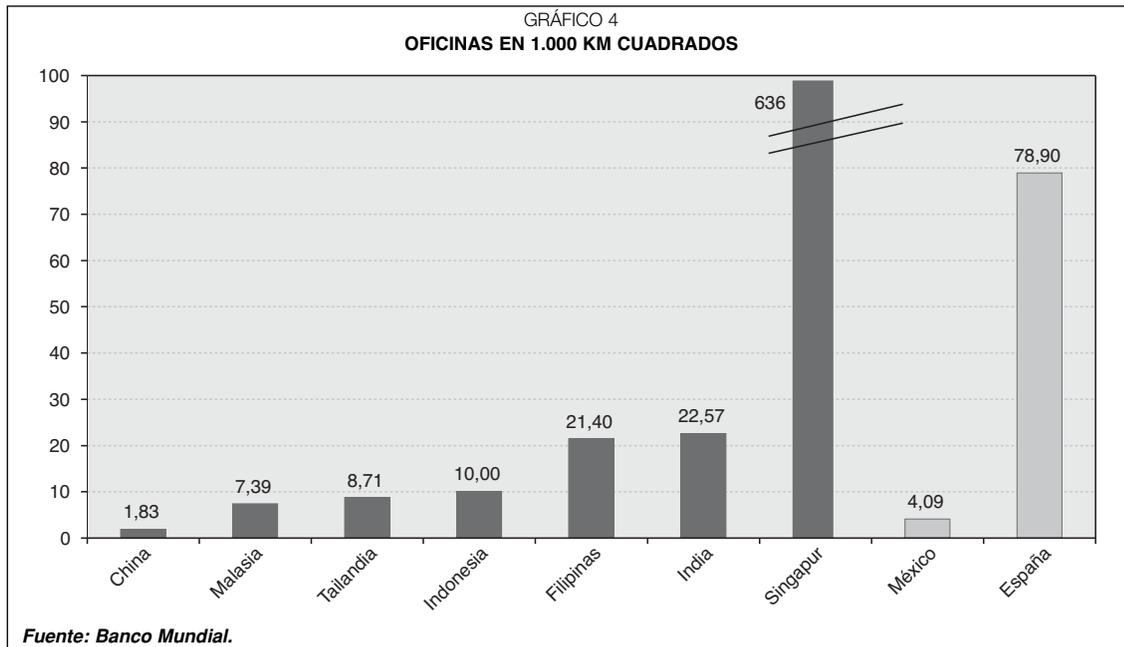
MONOGRÁFICO

2.1. El sector bancario asiático

El sector financiero asiático es hoy más equilibrado pues la banca contaba, en media, con el 58 por 100 de los activos en 2005. El volumen de crédito al sector privado es muy elevado en la región, y mucho más aún si se ajusta por la renta per cápita de cada una de estas economías.

En concreto, en China el sector bancario, medido por el total de activos como porcentaje del PIB, representa aproximadamente el 70 por 100 del total del sistema financiero (un 56 por 100 del PIB en 2006) mientras que en Filipinas y Corea representan el 30 por 100 (45 por 100 y el 66 por 100 del PIB respectivamente).

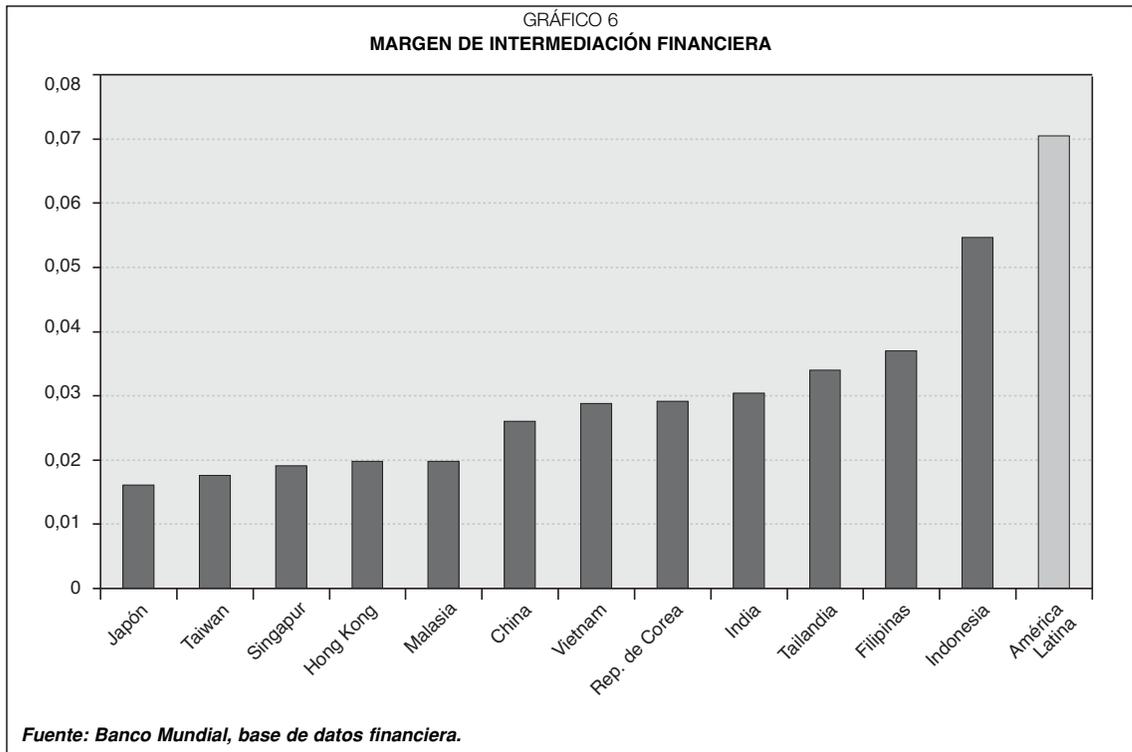
A pesar del tamaño del sector bancario, la cobertura de las necesidades de los clientes en Asia es baja, especialmen-



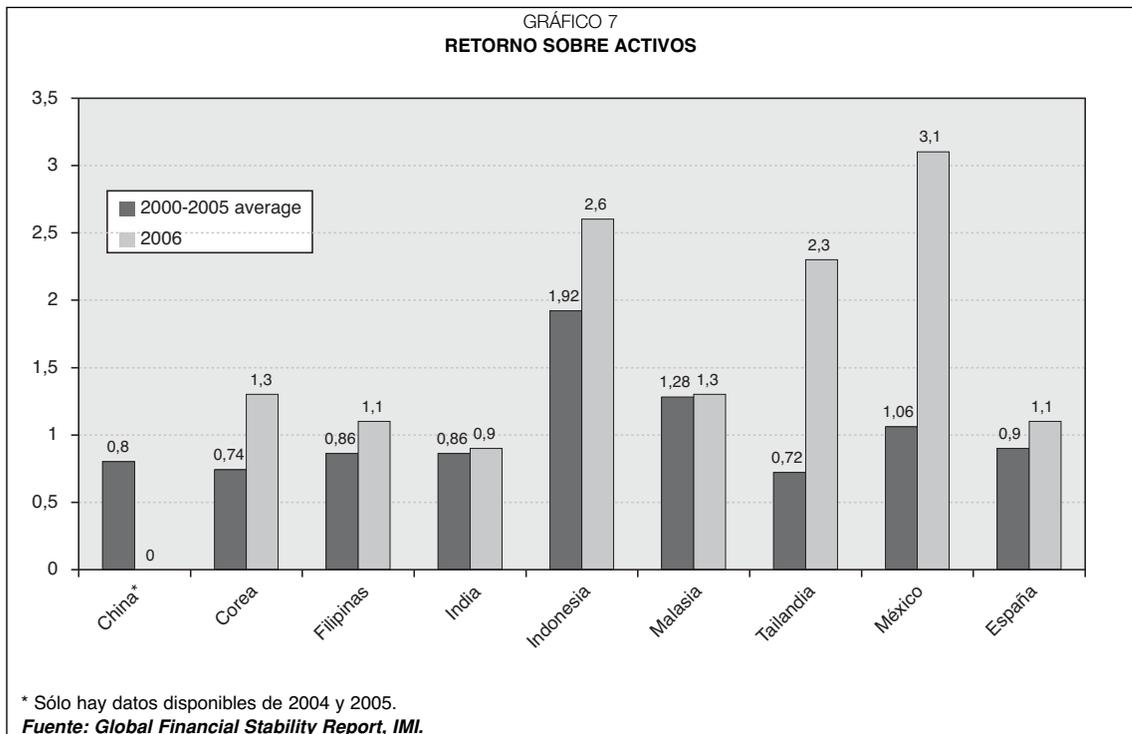
cedido al sector público también es un síntoma de eficiencia financiera, ya que se evita un efecto *crowding out* por parte del sector público.

En línea con un bajo margen financiero, la rentabilidad de los bancos no es tan elevada si se la mide como porcentaje de los activos (ROA) e incluso cuando se la

compara con España o México. Las excepciones son Indonesia y Malasia, y recientemente Tailandia. La banca asiática es más rentable si se la mide en términos del capital (ROE) dado que tiende a estar menos capitalizada (Gráficos 7 y 8). Aun así, tras la crisis del 1997, la región ha mejorado la regulación y supervisión lo

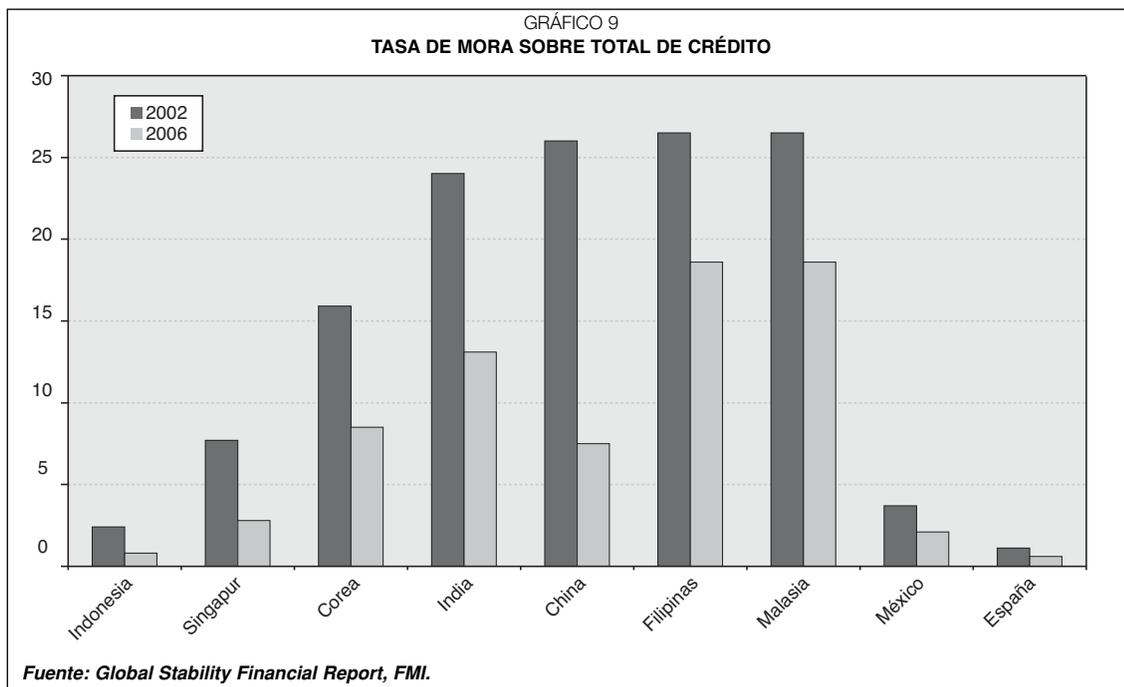
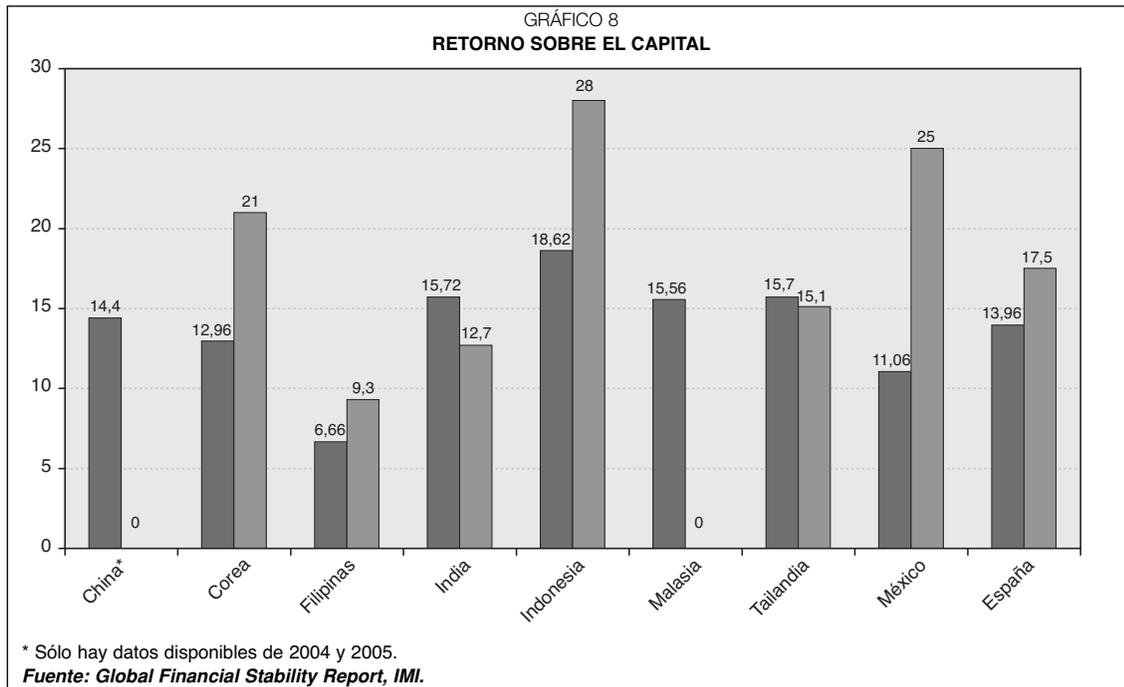


MONOGRÁFICO



que se ha traducido en un aumento de la solvencia bancaria (Gráficos 9 y 10). La tasa de mora a pesar de una fuerte reducción en los últimos años, sigue siendo

más elevada que en países como México y, lógicamente España. Cabe destacar el caso de la economía china que ha registrado el mayor descenso en la tasa de

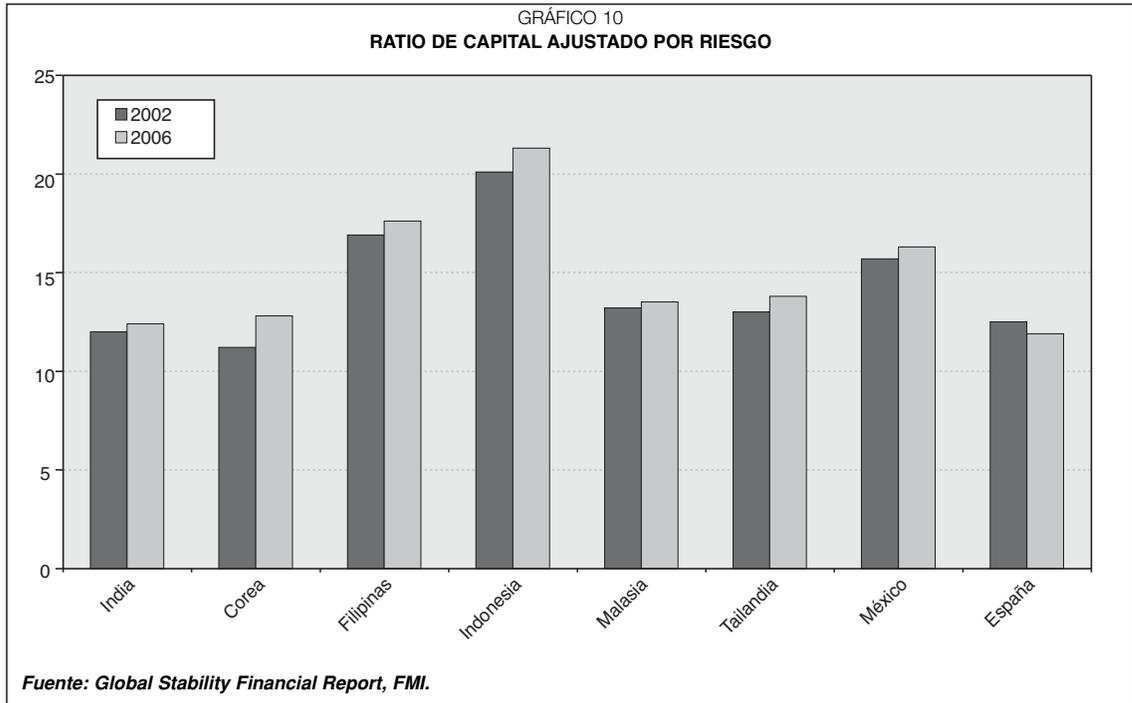


MONOGRÁFICO

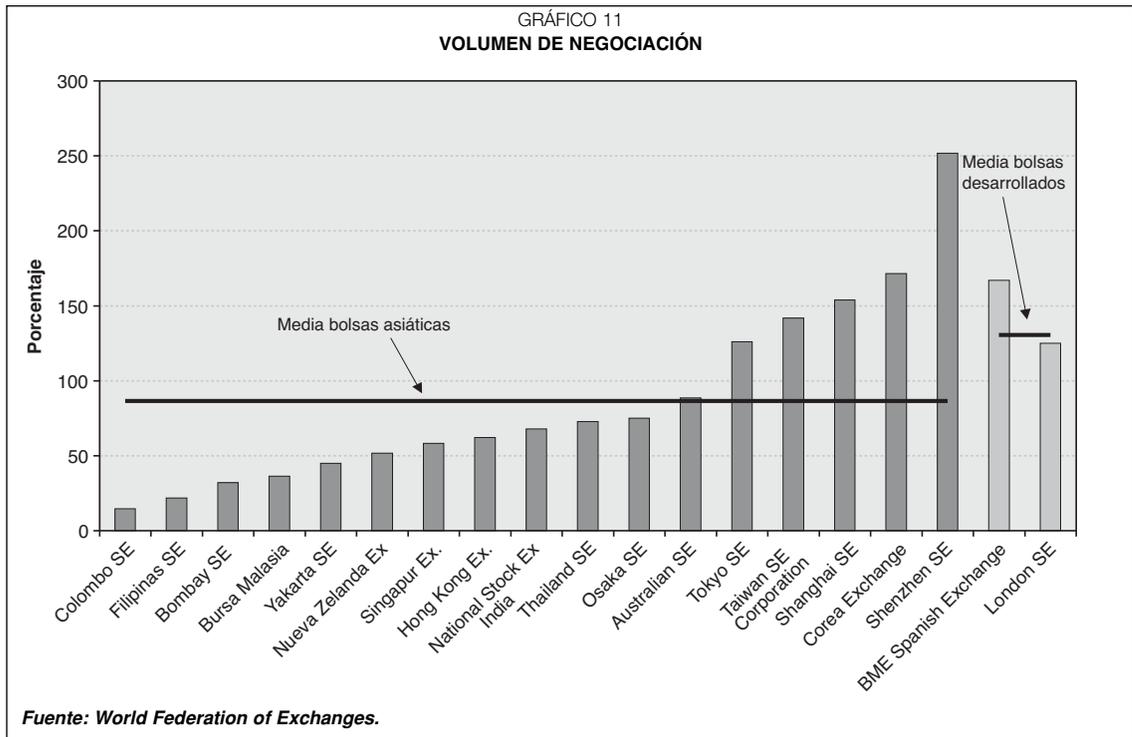
mora aunque sigue en niveles elevados (de 6,5 por 100 para el sistema en 2007).

En cuanto a la estructura de la propiedad de los bancos, todavía existe una elevada participación de la banca pública y una escasa entrada de banca extranjera, especialmente si se la compara con

Europa del Este con incluso Latinoamérica y, a pesar de ello, mucho mayor que antes de la crisis asiática. El Gráfico 11 muestra como el peso de la actividad local de la banca extranjera ha ido aumentando respecto a la de otorgar préstamos transfronterizos. Esta menor pre-

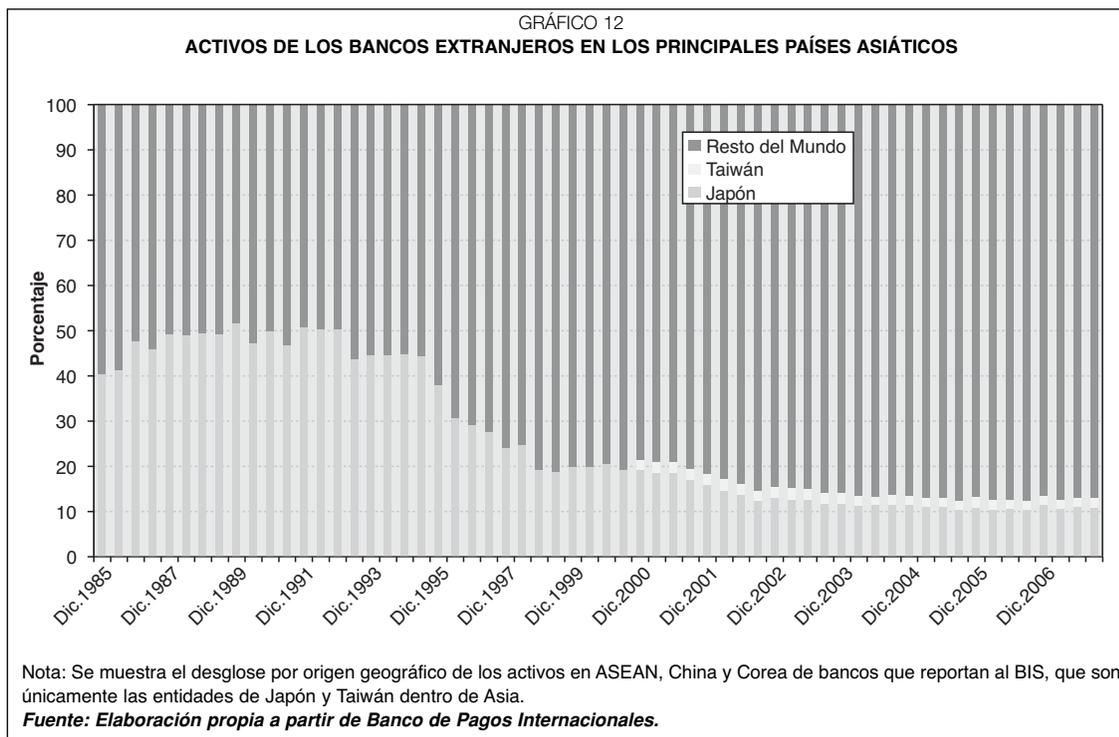


MONOGRÁFICO



sencia de la banca extranjera no se debe a una falta de interés por parte de los inversores sino más bien a las limitaciones aún existentes a la entrada de bancos extranjeros. De hecho, en la mayoría de

los países asiáticos los inversores extranjeros no pueden obtener el control de una institución local aunque sí una participación financiera. Las excepciones son Filipinas, Hong Kong e Indonesia donde



la regulación permite el control de más del 50 por 100 del capital por uno o varios accionistas extranjeros.

2.2. Mercados renta variable y deuda

El desarrollo de los mercados de capitales, especialmente el bursátil, ha sido muy rápido en los últimos años pues la capitalización bursátil se ha triplicado en la mayoría de países. Éste es especialmente el caso de China y Hong Kong aunque Tailandia y Malasia todavía no han alcanzado los niveles de precrisis. El número de empresas cotizadas ha aumentado en los últimos años, aunque la negociación de empresas extranjeras sigue siendo prácticamente nula, excepto en las plazas de los centros financieros internacionales como Singapur y Hong-Kong. Por otro lado, el acceso a la negociación por parte de extranjeros está muy limitado en China, Filipinas y Tailandia pues el 40 por 100 de los títu-

los negociados están vetados a extranjeros.

A pesar del crecimiento, las bolsas asiáticas siguen siendo poco líquidas si se las compara con otras de un tamaño similar. Si tomamos el volumen de negociación como indicador de liquidez, observamos (Gráfico 12) que en media es menor al de países desarrollados. Esta escasa liquidez se puede traducir en una baja eficiencia de dichos mercados pues es más improbable que los precios de las participaciones que se negocian reflejen la rentabilidad de las empresas.

El mercado de renta fija ha sido un vehículo para la privatización de empresas por parte del Gobierno más que un mercado para que las empresas puedan conseguir nueva financiación. En esa misma línea las emisiones soberanas tienen mayor peso en la mayoría de los países respecto a las emisiones por parte de empresas y otras entidades financieras. El caso extremo es Filipinas donde prácticamente el 100 por 100 de las emisiones de deuda



han sido gubernamentales mientras que en Corea las entidades financieras han emitido alrededor del 40 por 100. En cualquier caso, resulta difícil tener un registro de este tipo de financiación ya que la mayoría de estos títulos se comercian *over the counter* y los mercados secundarios están poco desarrollados.

3. Integración y cooperación monetaria

Hasta hace una década, los países asiáticos apenas se habían interesado por aumentar la cooperación monetaria y financiera, mientras que sí habían mostrado más interés por la cooperación comercial, especialmente en el caso de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) (3), aunque sin desarrollar un entramado institucional como en el caso europeo. La crisis asiática de 1996-97 hizo que aumentara sustancialmente el interés por la cooperación monetaria y financiera, pues mostró la debilidad de las economías asiáticas ante las perturbaciones y la necesidad de disponer de apoyos regionales para mitigar su impacto.

La cooperación monetaria y financiera de países, en principio, tan heterogéneos, se presenta como un proceso arduo y de alcance limitado, sobre todo cuando se compara con la situación europea. Así, está lejos de plantearse de un modo serio la constitución de mecanismos de coordinación cambiaria, y la discusión sobre una posible unión monetaria se circunscribe al ámbito académico. Aun así, los miembros de ASEAN han ido dando pasos que no deben subestimarse, no sólo porque suponen avances en ese proceso,

(3) Los países que integran la ASEAN son Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam.

sino también por las consecuencias que puede suponer para el resto del mundo.

El grado de integración financiera es clave en los procesos de integración monetaria. Al facilitar la movilidad del capital, la integración financiera genera problemas crecientes para la gestión autónoma de las políticas monetarias y cambiarias, lo que favorece las iniciativas de coordinación monetaria y/o cambiaria entre países. Adicionalmente, la integración regional, especialmente del sector bancario, propicia la convergencia en el mecanismo de transmisión de las perturbaciones monetarias. Por último, la integración financiera regional puede reducir la dependencia del capital externo, que resultó ser extremadamente volátil durante la crisis asiática.

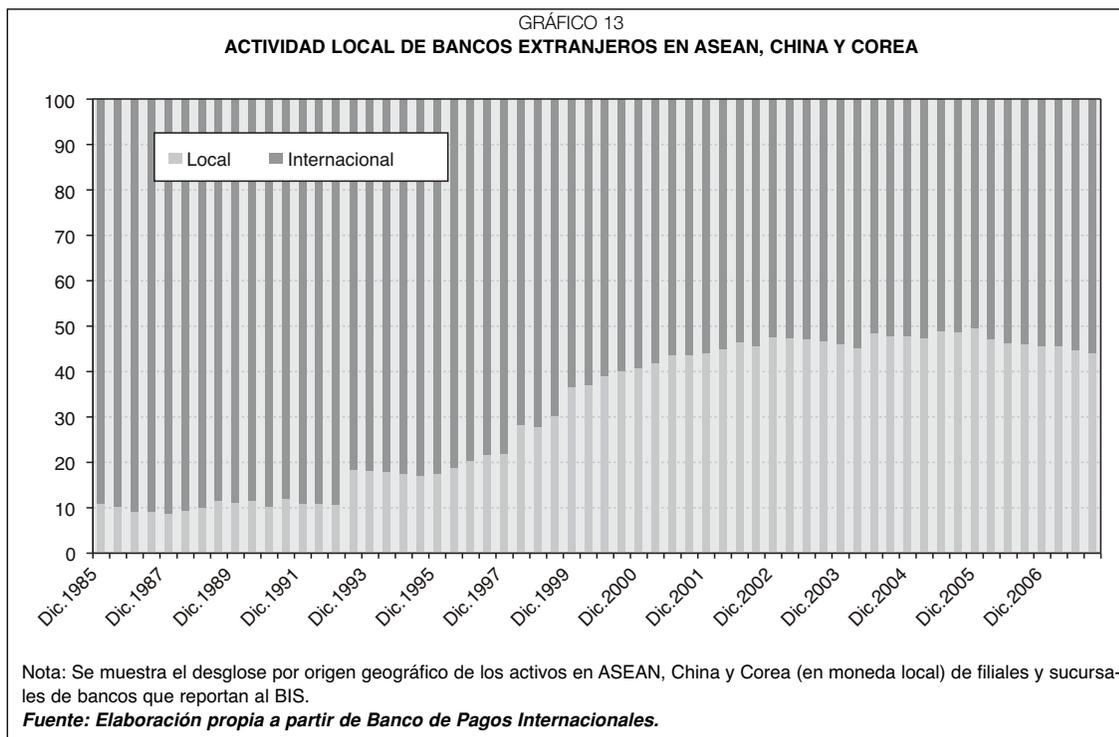
La mayoría de los estudios argumentan que el grado de integración regional de los mercados financieros asiáticos es aún escaso, especialmente si lo comparamos con Europa (4).

En cualquier caso parece interesante analizar cuáles pueden ser las diferencias en el grado de financiación según el tipo de flujo financiero del que hablemos. En primer lugar, el grado de integración regional es relativamente alto para la inversión directa extranjera (IDE), especialmente de Japón hacia Tailandia e Indonesia y de Hong Kong y Taiwán a China. En el caso de China, principal receptor de IDE de la región, en los últimos años se ha mantenido la proporción de la inversión procedente de ASEAN, Corea y Japón, aunque cae la proporción de IDE

(4) Park and Song (2001) y Park (2002) argumentan que es bajo, en la medida en que no encuentran una relación de cointegración de largo plazo en los precios de los activos financieros regionales. García Herrero y Woolbrige (2007) así como García Herrero, Woolbridge y Yang (2007) muestran lo baja que es la integración de los flujos de cartera (renta fija y variable) y argumentan que una de las principales causas es la falta de liquidez de estos mercados en Asia.



MONOGRÁFICO



procedente de Hong Kong. Este fenómeno puede obedecer a la pérdida de importancia del papel de intermediario que tradicionalmente ha desempeñado Hong Kong respecto a las inversiones internacionales con destino final en China.

En segundo lugar, la actividad bancaria intra-regional es una parte pequeña, aunque no desdeñable de la actividad de la banca extranjera en la región (Gráfico 13). El motivo fundamental de este retroceso han sido las pérdidas que sufrieron los bancos japoneses durante la crisis que, además, coincidieron con una situación muy difícil dentro del mercado doméstico.

Por último, la integración es mucho menor para los flujos de cartera. Aunque no existen datos de flujos bilaterales de cartera dentro de la región, la correlación entre los índices bursátiles y los tipos de interés de la deuda pública apunta a un aumento de la integración financiera regional. Así, la correlación de los índices bursátiles de los países integrantes de ASEAN+3 con el Nikkei japonés es ma-

yor, desde la crisis asiática, que con un índice bursátil global como puede ser el MSCI. También ha aumentado la correlación con los índices de Hong Kong y Singapur (Hang Seng y SGX, respectivamente) que se han convertido en plazas regionales. Además, se ha producido un acercamiento de los tipos a largo plazo, aunque el mismo fenómeno puede señalarse respecto a los tipos de interés europeos y norteamericanos. En otras palabras, este acercamiento puede deberse más a las fuerzas de la globalización que a la integración financiera regional.

Adicionalmente, se están produciendo dos avances que vale la pena destacar. En primer lugar, el mercado de bonos en moneda local no ha hecho más que aumentar aunque sigue sin alcanzar los niveles europeos: así, ha llegado al 19,4 por 100 del total de la financiación de las empresas de la región en 2004, respecto al 13,3 por 100 en 1997. Aunque el mayor crecimiento se ha producido en el mercado de bonos soberanos (27 por 100 de



crecimiento anual para el Este de Asia en su conjunto), también los corporativos han aumentado sustancialmente (un 18 por 100 anual).

Adicionalmente, se están dando pasos incipientes hacia la regionalización de los mercados de bonos nacionales, gracias a iniciativas como los llamados Fondos Asiático de Bonos I y II (ABF I y ABF II) que se discutirá a continuación.

Finalmente, se han adoptado políticas para mejorar la infraestructura de los mercados financieros, tales como el marco legal y el sistema contable y se han llevado a cabo esfuerzos para aumentar la transparencia con la que funcionan los mercados financieros de la región, tales como el pre-anuncio de las emisiones de bonos públicos para facilitar la creación de una referencia o *benchmark*. Por último, se ha reducido la fiscalidad de las ganancias por interés y de capital por la adquisición de bonos y se han tomado otras medidas para aumentar la base de inversores locales en el mercado de bonos.



MONOGRÁFICO

3.1. Los fondos ABF I y ABF II

Aunque la cantidad movilizada por estos fondos es reducida (el equivalente de 3.000 millones de dólares) tienen una gran importancia porque indican el interés de los países del Sudeste Asiático por integrar sus mercados de bonos. Así, estos fondos han permitido crear una cierta infraestructura del mercado de bonos (5), además de establecer un *benchmark* para la emisión de bonos y otros productos en la región.

El primer fondo que se constituyó fue el ABF1, en junio de 2003, cuando la

(5) Por ejemplo, la institución emisora del ABF2 es el primer no residente que tiene acceso al mercado interbancario chino de bonos.

EMEAP (6) (*Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks*) anunció su creación con los objetivos de: (i) promover el desarrollo de los mercados de bonos de la región (más liquidez, más profundidad, mayor número de emisiones, etcétera) y servir como catalizador de la inversión privada; (ii) diversificar las inversiones de los bancos centrales, altamente concentradas en activos europeos y americanos; (iii) aumentar la rentabilidad de dichas inversiones; y (iv) canalizar una parte de las enormes reservas internacionales de estas economías hacia inversiones en la región.

Para crear este fondo, los bancos centrales movilizaron 1.000 millones de dólares (7), que serían invertidos en una cesta de activos denominados en dólares, emitidos por agentes soberanos y cuasi-soberanos de las economías de EMEAP (salvo Japón, Australia y Nueva Zelanda). La gestión del ABF1 es pasiva, replicando un *benchmark* específico y está encomendada a la unidad de Gestión de Activos del Banco de Pagos Internacionales (BPI). Existe además un Comité de Vigilancia.

En abril de 2004, la EMEAP lanzó el segundo Fondo Asiático de Bonos (ABF2), con el fin de contribuir al desarrollo de nuevos fondos de inversión en la región y a la mejora de la infraestructura de los mercados de bonos. Se compone de dos subfondos, cada uno de los cuales está dotado con 1.000 millones de dólares: (i) el llama-

(6) La EMEAP agrupa a los bancos centrales y autoridades monetarias de 11 naciones de la región de Asia - Pacífico: Australia, China, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Japón, Corea, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur y Tailandia.

(7) De los cuales, Tailandia aporta 120 millones, Corea, más de 100, Japón, Singapur y Filipinas, 100 millones cada uno; Australia e Indonesia, 50 millones cada uno; Nueva Zelanda, 25 millones. No se dispone de desglose de las aportaciones restantes hasta completar los 1.000 millones de dólares.

do Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF), que invierte en una cesta de activos denominados en monedas locales y emitidos por agentes soberanos y cuasi-soberanos de las economías de EMEAP (salvo Japón, Australia y Nueva Zelanda). Cotiza en dólares en la Bolsa de Hong Kong y (ii) el llamado Fund of Bond Funds (FoBF), cuya dotación está invertida en ocho fondos de ámbito nacional. Cada uno de estos subfondos opera en una economía de EMEAP (salvo Japón, Australia y Nueva Zelanda), adquiriendo activos denominados en moneda local y emitidos por agentes soberanos y cuasi-soberanos de dicha economía. La estructura del ABF2 está diseñada para facilitar la apertura del PAIF y de los subfondos de ámbito nacional a otros organismos públicos, así como a inversores privados locales e internacionales, ofreciéndoles vehículos de inversión eficientes y diversificados. El PAIF y los ocho fondos nacionales son gestionados por entidades privadas, en estilo pasivo, replicando un conjunto de índices de referencia integrado por títulos de emisores soberanos y cuasi-soberanos de la región, y denominados en monedas locales.

4. Conclusiones

Los sistemas financieros de los principales países asiáticos eran ya relativamente grandes —para la renta per cápita de estos países— antes de las crisis asiáticas y han crecido aún más rápidamente en los últimos años. También se ha producido un mayor reequilibrio hacia los mercados de capitales y una reducción del peso relativo de la financiación bancaria. Esta evolución debería ser favorable en la medida en la que una estructura financiera más equilibrada tiende a fomentar el crecimiento.

La banca en Asia emergente no sólo tiene un tamaño muy considerable sino

que la intermediación ha mejorado en términos de eficiencia aunque la rentabilidad sigue siendo moderada. La solvencia, en términos de capitalización bursátil ha aumentado pero la calidad de los activos sigue siendo baja incluso cuando se la compara con otras zonas emergentes.

Los mercados bursátiles son los que han crecido más rápidamente, especialmente en los dos centros financieros internacionales de la región, Hong Kong seguido de Singapur, pero también en otros países como Malasia. Los mercados de renta fija han tenido una evolución más lenta, especialmente las emisiones del sector privado.

A la vez que los sistemas financieros asiáticos se desarrollaban se ha producido una apertura de los mismos y, así, una mayor integración con el resto del mundo. La integración financiera regional aún es escasa si se la compara con la de Europa y también si se tiene en cuenta el elevado grado de integración económica regional gracias al aumento del comercio y de la inversión directa entre países asiáticos. En aras a favorecer la integración financiera regional y, con ella, acelerar aún más la integración económica, las autoridades económicas de los países asiáticos han tomado una serie de iniciativas al respecto. Una de las más interesantes es la creación de dos fondos de renta fija por parte de los bancos centrales de los principales países de la región para fomentar la adquisición de bonos, en un primer momento en moneda extranjera con el primer fondo y después en moneda local con el segundo, por parte de residentes en otros países asiáticos. Aunque el tamaño de esos fondos es limitado, sí que han conseguido reducir las barreras a la adquisición de bonos locales por inversores de otros países asiáticos. En términos más generales, iniciativas de este tipo buscan que los ciudadanos asiáticos pue-



dan invertir en otros países de la región y, por tanto, diversificar el riesgo, sin que el ahorro tenga que salir fuera, lo que debería ayudar a contener el principal desequilibrio macroeconómico de la región que son los elevados superávits por cuenta corriente, más allá de fomentar la integración financiera regional.

Bibliografía

- [1] AYYAGARI, MEGHANA, ASLI DEMIGÜRC-KUNT y VOJISLAV MAKSIMOVI (2008): «Formal versus Informal Finance: Evidence from China» *Policy Research Working Paper World Bank*, enero WPS445.
- [2] BANCO MUNDIAL (2006): East Asian Finance - The Road to Robust Markets, septiembre. Editado por Swati Gosh.
- [3] BECK, LEVINE y LOAZYA (2000): «Finance and the sources of growth» *Journal of Financial Economics*.
- [4] BIS (2007): «Estabilidad Financiera y mercados de bonos en moneda local» *Comité sobre sistema Financiero Global*, nº 28.
- [5] CUADRO, L. y GARCÍA-HERRERO, A. (2008): «Finance for Growth: Does a Balanced Financial Structure Matter?», pendiente de publicación en *Revue Economique*.
- [6] DEMIRGUC-KUNT, ASLI y ROSS LEVINE (2002): «Bank-based and market based financial systems: cross country comparisons» NBER.
- [7] ITO y CHINN (2008): «East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment and Financial Development» NBER *Financial Sector Development in the Pacific Rim, East Asia Seminar on Economics*, vol. 18.
- [8] LEUNG, C. y UNTEROBERDOERSTER, O. (2008): «Hong Kong SAR as a Financial Center for Asia: Trends and implications» IMF WP/08/57.
- [9] LIU, LI-GANG y KURMANALIEVA, E (2008): «Impact of financial services trade liberalization on capital flows: The case of China's banking sector» en *China, Asia and the New World Economy*. Editores: Barry Eichengreen, Charles Wyplosz and Yung Chul Park.
- [10] MENDOZA, E., QUADRINI, V. y RÍOS RULL (2007): «Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances» *NBER Working Paper* 12909.
- [11] WORLD ECONOMIC OUTLOOK (2006): «How do financial systems affect economic cycles», capítulo 4, septiembre.



MONOGRÁFICO