

## LA ECONOMÍA CHILENA ANTE LOS DESAFÍOS DEL CAMBIANTE ENTORNO EXTERNO

Mario Marcel  
Presidente, Banco Central de Chile

*Moody's Inside LatAm Series: Conferencia 2018 en Chile*  
7 de agosto de 2018

Agradezco la invitación a participar en esta Conferencia, cuyo propósito es discutir más a fondo los fundamentos crediticios para distintos sectores de la economía chilena. Esta es una discusión necesaria en todo momento, pero especialmente bienvenida en la actual coyuntura.

Ayer el Banco Central dio a conocer el IMACEC para el mes de junio. Con esta cifra se completan cinco trimestres seguidos en que el crecimiento supera al del trimestre precedente. Al mismo tiempo, se observa una moderación de las expectativas de los agentes locales y preocupación por el panorama externo. En estas circunstancias es válido preguntarse cuán firmes son las bases de la economía chilena para continuar creciendo en un entorno menos favorable.

En esta presentación argumentaré que la positiva posición actual de la economía chilena no es fruto del azar ni de *animal spirits*, sino el producto de un largo proceso de aprendizaje, de perfeccionamiento de políticas macroeconómicas, de construcción de instituciones y desarrollo de mercados claves.

Este es al mismo tiempo un proceso que no concluye y donde las debilidades de una etapa sirven para identificar los mejoramientos necesarios para la etapa siguiente. Esto se refleja en la actualidad en el conjunto de iniciativas en las que se encuentran comprometidas las autoridades.

Hacer reformas en períodos de crisis es inevitable; hacerlas en períodos de expansión es mucho más efectivo y eficiente, pero requiere gran convicción y persistencia. El Banco Central que presido tiene esa convicción y cuenta con el mandato y los recursos para materializarla en su ámbito de responsabilidades.

### **Contexto internacional**

En los últimos meses se han producido cambios en la economía internacional que son relevantes para países emergentes.

Por una parte, el ciclo de recuperación posterior a la crisis financiera internacional y a la crisis de la zona del Euro parece estar concluyendo, con lo cual se ha ido también acercando el fin de las políticas monetarias altamente expansivas que los bancos centrales en el mundo desarrollado han aplicado por casi una década. Este proceso, que buscaba manejarse con cuidado, gradualidad y predictibilidad, se ha vuelto más incierto con la aplicación de una política fiscal procíclica en Estados Unidos. Ello ha reducido la sincronía con Europa y Japón, presionando precios claves, especialmente tipos de cambio.

De esta manera, aunque las expectativas de crecimiento y las condiciones financieras siguen siendo positivas, se van haciendo más escasas las sorpresas económicas positivas en países desarrollados, las bolsas experimentan mayor volatilidad, las percepciones de incertidumbre abandonan el piso

donde se ubicaron durante un largo período y las tasas de interés de mercado se van ajustando al alza.

Por otra parte, algunos riesgos importantes para la economía mundial, aunque sin materializarse plenamente, van tomando más forma. Entre estos destacan tres, de especial relevancia para economías emergentes: (i) una aceleración del proceso de normalización de la política monetaria en países desarrollados, motivado por cambios en el escenario de precios y sus determinantes; (ii) una descompresión de premios por plazo, asociados a cambios en las percepciones de riesgo; y (iii) el escalamiento de conflictos comerciales y su eventual contagio sobre los mercados financieros y de materias primas.

La relevancia de estos escenarios de riesgo se ha traducido en una mayor volatilidad de flujos de capitales al mundo emergente, con su correspondiente impacto sobre tipos de cambio, lo que ha sido suficiente para golpear a economías más vulnerables. Así, junto con las turbulencias vividas por Argentina en junio pasado, otros países emergentes han sufrido presiones de diversa magnitud, los que se han traducido en caídas de sus monedas, endurecimiento de condiciones financieras y cambio en las perspectivas de crecimiento.

Si bien es tradicional que los países emergentes se vean afectados por aumentos en las percepciones de riesgo, estos sin duda difieren en sus fundamentos económicos, sus fortalezas de largo plazo y su relación con la economía global. En esta etapa es crucial que los mercados sean capaces de identificar estas diferencias, acotando los riesgos y construyendo sobre los retornos de las economías más fuertes para prolongar el *momentum* del ciclo económico.

Para ello es necesario indagar más allá de datos generales, profundizando en los factores que determinan el potencial de crecimiento y resiliencia económica de los países. A veces este examen más a fondo revela debilidades ocultas en algunos países, pero también puede ayudar a construir confianza sobre bases más sólidas en otros.

### **El reciente episodio de volatilidad en perspectiva**

Aunque 2017 fue un año de crecimiento global rápido, balanceado y sincronizado, en países emergentes el panorama fue un poco más diverso, con China, India y el resto de Asia en el liderato y Latinoamérica rezagándose—o al menos—no sorprendiendo. A pesar de ello, las perspectivas mejoraron en la región, dado que Brasil y Argentina retomaron el crecimiento en el segundo semestre del 2017 y la inflación se estuvo reduciendo en diversos países. Esto allanó el camino para políticas monetarias más acomodaticias en varios de ellos.

El principal puzle hasta entonces fue la depreciación del dólar hasta entrado 2018, a pesar de fundamentos apreciativos por el lado fiscal y comercial. Durante abril pasado, esto se revirtió y el dólar volvió a su punto de partida de fines 2017. Sin embargo, el incremento en las percepciones de riesgo que se materializó en febrero no se había disipado completamente, cuando en junio el mercado comenzó a internalizar una trayectoria más acelerada de la tasa de política de la Fed.

Esto motivó una reversión en flujos de capitales hacia economías emergentes que fue especialmente fuerte en Latinoamérica. Las monedas locales se depreciaron contra el dólar, aumentaron los spreads, los precios accionarios cayeron, y las tasas de largo plazo aumentaron en los mercados de las seis economías más grandes de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile,

Colombia, México y Perú) en las cuatro semanas hasta el 21 de junio. El efecto en las tasas de mercado fue, en promedio, similar al episodio del *taper tantrum* del 2013, mientras que la caída de precios accionarios se pareció—de nuevo, en promedio—al episodio de volatilidad vinculado a China de enero de 2016. La depreciación de las monedas fue mucho más grande que en los episodios previos. Y todo a pesar de que en este *sell-off*, los mercados avanzados estuvieron considerablemente más calmados, y que los premios por riesgos se mantuvieron comprimidos.

Con todo, los promedios esconden considerables diferencias a través de los países en Latinoamérica. En particular, algunos de ellos presentaron depreciaciones de sus monedas de más de dos dígitos, aumentos de sus premios por riesgos (medido por EMBI) sobre 100 puntos base e incrementos relevantes de sus tasas locales de largo plazo.

De los seis países Latinoamericanos recién citados, Chile ha sido el menos afectado durante los tres últimos episodios de volatilidad. En particular, las tasas de largo plazo aumentaron 29bp durante el *taper tantrum*, permanecieron sin cambios durante la volatilidad en China, y aumentaron 29bp en el último episodio. En las semanas posteriores a este último, las salidas de capitales fueron moderadas, igual como lo fueron las entradas previas.

### **Fundamentos económicos y la resiliencia de la economía chilena**

¿Qué factores se encuentran detrás del mejor desempeño de Chile en los recientes episodios de volatilidad? ¿Por qué si la economía chilena es más abierta al exterior, esta parece más resiliente frente a *shocks* externos?

La investigación económica y la evidencia empírica sugiere profundizar sobre tres áreas: (i) los fundamentos macroeconómicos; (ii) el marco de política macroeconómica, y (iii) los mecanismos de transmisión de *shocks* externos hacia la economía local.

#### ***Fundamentos macroeconómicos***

A pesar del bajo ritmo de crecimiento de los últimos cuatro años, los fundamentos macroeconómicos de la economía chilena se mantienen sólidos. El déficit en cuenta corriente es menor al 2% del PIB, mientras que las reservas internacionales se han mantenido establemente en torno al 15% del PIB. Si a estas se agregan los fondos soberanos del gobierno y las inversiones en el exterior de inversionistas institucionales, se alcanza un volumen de activos financieros en el exterior del orden de 65% del PIB, similar al peso de la deuda externa. La importancia de los fondos soberanos también explica que la deuda neta del gobierno sea casi inexistente, a pesar del incremento de la deuda bruta en años recientes.

Por su parte, la inflación se ha mantenido bajo control, a pesar de las presiones derivadas de las amplias fluctuaciones del tipo de cambio desde 2014. Esto permitió que la política monetaria sostuviera una orientación acomodaticia, que el Banco Central actualmente espera mantener hasta que la tasa de inflación converja a su meta de política. La estabilidad del sector bancario doméstico ha permitido una adecuada transmisión de la política monetaria, mientras que el mercado del trabajo ha exhibido un alto grado de flexibilidad. Con ello, la política monetaria ha asegurado su efectividad, evitando tensiones con el sector real de la economía.

Todo esto llevó al Banco Central a argumentar repetidamente que no existían restricciones macroeconómicas a la recuperación del crecimiento. Esto se ha constatado a lo largo del último año, período en que la economía ha ido ganando dinamismo, sin generar presiones sobre los balances externos o los precios.

### **Marco de política macroeconómica**

La política macroeconómica chilena se apoya en tres pilares: (a) una política monetaria de metas de inflación; (b) una política fiscal basada en el concepto de balance estructural, y (c) un tipo de cambio flexible. Las políticas en estos tres frentes acumulan casi 17 años de aplicación ininterrumpida, pese a los cambios en el ciclo económico y político.

La política monetaria se expresa en una meta de variación anual del IPC de 3% en un horizonte de 24 meses, con un rango de tolerancia de  $\pm 100$ pb para la inflación en el corto plazo. Para sus decisiones de política, el Banco Central actualiza regularmente sus proyecciones de mediano plazo y sus comunicaciones al mercado son consideradas las mejores de la región (FMI, 2018). La aplicación consistente de este marco desde 1999 ha asegurado un alto grado de credibilidad, lo que se traduce en la persistente estabilidad de las expectativas de inflación en torno a la meta de política. Recientemente, el Banco Central realizó ajustes a su proceso de política monetaria con el objeto de fortalecer su proceso de decisiones y mejorar la comunicación de las mismas.

La política fiscal se formula desde 2001 en términos de un balance cíclicamente ajustado (o estructural), que busca conciliar una consolidación fiscal en el mediano plazo con la operación de los estabilizadores automáticos del presupuesto de acuerdo al ciclo en la actividad y las fluctuaciones del precio del cobre en el corto plazo. A pesar de la dificultad para el cumplimiento de las metas estructurales en algunos años, el concepto de balance estructural sigue siendo el referente para formular, monitorear y evaluar la política fiscal, mientras que la institucionalidad desarrollada para fijar los parámetros estructurales, rendir cuentas por la gestión presupuestaria y administrar los excedentes fiscales contribuyen a fortalecer la transparencia fiscal.

El régimen de tipo de cambio flexible ha acompañado a la política monetaria desde 1999. En este período sólo se han registrado cuatro intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario, la última de ellas en 2012. La aplicación consistente de esta política durante un prolongado período de tiempo, apoyado por la profundización del mercado de capitales y ajustes regulatorios, ha incentivado el desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria más efectivos que el imperfecto seguro ofrecido por la intervención pública en el mercado. Esto ha terminado por disipar en Chile el llamado “miedo a flotar”, como se ha podido constatar en el actual ciclo económico. Con ello, las fluctuaciones de la moneda local ante cambios en la situación externa no son expresión de “problemas”, sino de que los mecanismos de adaptación a nuevas condiciones externas están operando.

La aplicación de este marco de política ha sido particularmente exitosa para enfrentar diversos *shocks* externos en los últimos 18 años. En este período, *shocks* que en otras condiciones podrían haber sumido al país en una recesión, se han traducido en ajustes cada vez más acotados.

El ajuste del país al fin del ciclo de los precios de materias primas es un buen ejemplo de ello. En efecto, entre finales del 2012 y finales del 2015 el país experimentó un significativo deterioro de 10% en sus términos de intercambio, liderado por una caída de 38% en el precio del cobre. La principal respuesta de la economía chilena a este escenario fue una depreciación nominal del peso

de 46%. Esto generó una indudable presión sobre la inflación, que pasó de 1,5 a 4,4% en igual período. Sin embargo, el Banco Central, reconociendo el impacto contractivo del *shock* externo, actuó de manera contracíclica, reduciendo—en lugar de elevando—su tasa de instancia monetaria, permitiendo que la economía chilena siguiera creciendo, aunque a un ritmo menor. De este modo, lo que de otra época o lugar se habría expresado como una recesión, con quiebras y despidos masivos, se tradujo en un período de bajo crecimiento que poco a poco ha ido creando atrás.

La efectividad de este marco de política, particularmente expresado en la capacidad del tipo de cambio para absorber *shocks* externos, tanto en el ámbito financiero como comercial, se encuentra fundamentado en la literatura y la evidencia empírica disponible. Esta indica que economías que cuentan con regímenes cambiarios flexibles tienden a reaccionar a *shocks* globales con efectos más atenuados en sus mercados financieros<sup>1</sup>. En contraste, los países que contienen las variaciones cambiarias acentúan las fluctuaciones en los flujos de capitales y las trasladan al mercado financiero doméstico, con probables impactos mayores sobre la inversión. Las tasas de interés de largo plazo en Chile se han mantenido considerablemente más estables tanto respecto de países que intervienen regular u ocasionalmente sus monedas como de aquellos que dominan los mercados financieros internacionales.

El funcionamiento de la política macroeconómica en Chile se apoya adicionalmente en una firme base institucional. En particular, la credibilidad de la política monetaria se apoya en la autonomía del Banco Central, que a lo largo de casi 30 años ha aplicado sus recursos y competencias al logro de sus objetivos institucionales de control de la inflación y estabilidad financiera. Esto ayuda a “anclar” las expectativas de los agentes económicos en torno a la meta de política monetaria, a pesar de las fluctuaciones de la inflación en el corto plazo.

### ***Transmisión de shocks externos a la economía doméstica***

Un régimen de flotación cambiaria no asegura por sí solo la resiliencia de una economía emergente. Para que éste actúe efectivamente como amortiguador de *shocks* externos es esencial que los agentes económicos—instituciones financieras, empresas y hogares—estén razonablemente protegidos frente a riesgos financieros y cambiarios.

En cuanto al nivel y composición del endeudamiento de las empresas, al primer trimestre de este año, la deuda total de las firmas alcanzaba un 109% del PIB. Una fracción significativa de las emisiones de bonos registradas en los últimos años ha sido utilizada para refinanciar pasivos. Por su parte, los descalces cambiarios se han mantenido relativamente bajos, registrándose en el agregado una posición neta activa en dólares. De esta forma, las firmas tienen baja exposición a riesgos financieros asociados a aumento del costo de financiamiento o depreciación del peso, lo que se corrobora con los ejercicios de tensión que el Banco Central aplica al sector y que se publican en su *Informe de Estabilidad Financiera*.

Esta visión se refuerza especialmente cuando se considera que el aumento del endeudamiento corporativo en dólares en años recientes se explica fundamentalmente por dos factores; (i) el endeudamiento de filiales locales de compañías mineras multinacionales con sus casas matrices, y (ii) el endeudamiento de compañías chilenas para financiar inversiones en el exterior. Esto limita considerablemente la vulnerabilidad de los balances.

---

<sup>1</sup> Véase Blanchard *et al.* (2015), Albagli *et al.* (2018) y Obstfeld *et al.* (2018).

En el caso de los hogares, la exposición a *shocks* financieros es baja. Por un lado, ellos no cuentan con pasivos en moneda extranjera y, por otra parte, los créditos a tasa flotante representan una fracción baja de los créditos otorgados por la banca. Prácticamente todo el crecimiento del crédito a hogares en los últimos años se explica por la expansión del crédito hipotecario, el que casi en su totalidad se pacta a tasa fija y denominación en UF. Esta unidad de cuenta indexada a la inflación ha contribuido en buena medida a la desdolarización de la economía en un contexto de convergencia inflacionaria.

Por último, para el sector bancario, los ejercicios de tensión dan cuenta que el impacto de los riesgos de mercado asociados a alzas en tasa de interés y depreciación del peso son bajos. Las regulaciones y los comportamientos de los actores de este mercado respecto al riesgo cambiario son en buena medida un legado de la profunda crisis financiera de 1982-83.

Un factor crucial para la reducción de la exposición de los agentes a riesgos financieros y cambiarios ha sido el contar con un mercado de capitales relativamente profundo, con una fuerte presencia de inversionistas institucionales a través de distintas clases de activos. Esto permite que las empresas, hogares, bancos y gobierno puedan obtener financiamiento en moneda local a tasas de interés relativamente bajas y lazos adecuados así como cubrir exposiciones a riesgos financieros a través de instrumentos derivados.

El crédito como proporción del PIB es en Chile similar al de países con mayor grado de desarrollo, como España, lo que garantiza un adecuado grado de inclusión financiera y una transmisión eficiente de la política monetaria. En comparación a otras economías emergentes, el tamaño de la deuda del mercado de renta fija es todavía bajo, mientras que el mercado bursátil se encuentra en la media de una amplia muestra de países. La participación de inversionistas no residentes en el mercado local se ha tornado más relevante en el último año, particularmente en bonos soberanos, pero se ubica por debajo de la de países como México y Colombia, limitando la influencia de estos inversionistas sobre la volatilidad del mercado doméstico.

El mercado de derivados se destaca por su profundidad. Esto se asocia en gran medida a la fuerte presencia de los Fondos de Pensiones, quienes por normativa deben cubrir parte de sus posiciones en el exterior y son la contraparte natural de firmas que tienen pasivos en moneda extranjera y que tienen incentivos a cubrir los riesgos de moneda en un ambiente de política cambiaria flexible.

## **Desafíos futuros**

El actual momento de la economía internacional no admite complacencia. Aun reconociendo que las condiciones externas siguen siendo favorables en un contexto histórico, debemos considerarlas como una oportunidad para fortalecer las bases del crecimiento y prepararse para tiempos más difíciles.

En el caso de Chile, esto significa, en primer lugar, recuperar algunas de las holguras que se utilizaron para apoyar la gestión macroeconómica en los últimos años.

Muy importante en este sentido es fortalecer la posición fiscal. Para ello el gobierno ha comprometido una reducción gradual del déficit estructural. La fijación de una trayectoria de convergencia con metas fijas anuales y la creación de un Consejo Fiscal Autónomo, con facultades para verificar el cumplimiento de las mismas, contribuyen a darle credibilidad a este compromiso.

Del mismo modo, la próxima aprobación del proyecto de nueva Ley General de Bancos, permitirá adoptar los estándares de solvencia de Basilea III, elevando la solidez del sistema financiero y la estabilidad del crédito en el ciclo económico. Una vez aprobado este marco legal, se deberá recorrer un largo camino de desarrollo de regulación que involucra al supervisor bancario. El Banco Central actuará complementariamente en la definición de estas regulaciones y directamente en la administración del *buffer* contra cíclico.

Por su parte, el Banco Central está finalizando la implementación de recomendaciones de Basilea III sobre gestión de liquidez, incluyendo establecer un aumento gradual de límite cuantitativo de corto plazo (LCR). La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), por su parte, se encuentra actualizando sus regulaciones sobre provisiones.

La integración de la SBIF en la Comisión para el Mercado Financiero, prevista en el proyecto de nueva Ley General de Bancos, puede contribuir significativamente a mejorar los procesos de supervisión especialmente a través de un gobierno corporativo más sólido, y de una visión integrada sobre los conglomerados financieros. También implica grandes desafíos para su puesta en marcha.

Las autoridades se encuentran asimismo trabajando para conseguir la mayor convergencia posible con principios internacionales en el funcionamiento de infraestructuras financieras (PFMIs). De acuerdo a algunas de las recomendaciones surgidas de un *Review of Standards and Codes* (ROSC, 2016) del FMI y Banco Mundial en 2015, el Banco Central y la CMF establecieron durante 2018 nuevas regulaciones que han permitido un mejoramiento significativo de las evaluaciones de *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO, 2018) sobre el cumplimiento de estos principios.

En efecto, en una reciente evaluación de este organismo se obtuvo una calificación máxima, tanto para sistemas de pago de alto valor como para entidades de contraparte central, cámaras de compensación y liquidación de valores y depositarios de valores.

Un tema pendiente es avanzar en el desarrollo de un marco de regulación para establecer repositorios de transacciones de derivados en Chile. El Banco Central está buscando contribuir en este ámbito, en el marco de sus atribuciones. El desarrollo de este tipo de infraestructuras es fundamental en relación al importante rol que cumple el mercado de derivados en nuestro país. En este sentido, se debe seguir avanzando hacia un mercado de derivados más profundo, competitivo y transparente.

Diversas evaluaciones internacionales han advertido la necesidad de desarrollar un marco de resolución bancario más avanzado. Una vez aprobado el Proyecto de Ley General de Bancos, que consigue un primer avance en esta dimensión, será necesario considerar herramientas complementarias más avanzadas. Esta discusión se relaciona con la necesidad de desarrollar una institucionalidad de seguro de depósitos en Chile.

## Palabras finales

Desde hace seis meses el Banco Central viene incluyendo en sus informes un balance de riesgos sesgado a la baja en el sector externo. Dado que el objetivo de nuestras proyecciones no es meramente analítico, sino que busca enmarcar las decisiones de política monetaria y financiera, esto se traduce en buscar los medios para estar mejor preparados para el caso en que se materialice un escenario de este tipo.

La solidez y resiliencia de un país frente a cambios en las condiciones externas no se mide por su grado de apertura, sino por la efectividad de su política macroeconómica. La experiencia de Chile en los últimos 30 años muestra que una economía pequeña y abierta puede aprovechar las oportunidades que ofrecen los mercados en los buenos momentos y limitar el impacto de los malos en la medida que cuente con una política macroeconómica capaz de estabilizar la economía y reducir la incertidumbre de los agentes económicos. A su vez, la efectividad de la política macroeconómica no se define en un pizarrón ni se dicta por decreto, sino que se construye en la práctica a través de los años, perfeccionando su instrumental y alimentando su credibilidad con una aplicación consistente a través del tiempo y profundizando sus bases institucionales y financieras.

Desde 1989, el Banco Central de Chile ha utilizado las facultades que le otorga su estatuto de autonomía institucional para contribuir al desarrollo de una política macroeconómica eficaz, capaz de reducir la inflación y estabilizar la economía en el ciclo, generando con ello las bases para un crecimiento más sólido en el largo plazo. En este tiempo, el Banco Central ha sido capaz de aprender de sus errores y articular soluciones a nuevos problemas y desafíos.

El momento actual no es distinto. Mientras la economía entra a una fase más positiva del ciclo, el Banco se encuentra implementando ajustes al proceso de política monetaria, preparando la aplicación del instrumental macroprudencial contenido en el proyecto de Ley General de Bancos, estudiando mecanismos para mejorar la comunicación de sus decisiones, apoyando la modernización de los servicios financieros, desarrollando su instrumental analítico y la calidad de sus estadísticas, y generando propuestas para fortalecer las infraestructuras financieras y desarrollar los mercados de derivados.

No vemos esto como una tarea para cumplir aisladamente. Para nosotros es fundamental la coordinación con el gobierno, la rendición de cuentas ante la ciudadanía y el diálogo con los agentes económicos.

No esquivamos las evaluaciones externas. Las promovemos y escuchamos, buscando ideas para mejorar la sustancia y el conocimiento de las políticas públicas. A cambio, esperamos que esas evaluaciones sean informadas, profundas e inspiradoras.

Agradecemos esta oportunidad para compartir con ustedes nuestro diagnóstico y nuestra agenda y esperamos continuar enriqueciendo este diálogo en el futuro.

Muchas gracias.



## Referencias

- Albagli, E., L. Ceballos, S. Claro y D. Romero (2018), "Channels of US Monetary Policy Spillovers into International Bond Markets," por aparecer, *Journal of Financial Economics*.
- Blanchard, O., G. Adler, e I. de Carvalho Filho (2015), "Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks?" Working Paper 21427, National Bureau of Economic Research.
- Fondo Monetario Internacional (2018), *Credibility, Communication, and Monetary Policy Pro-cyclicality in Latin America*, en *Regional Economic Outlook: Seizing the Momentum*, Capítulo 3, Mayo 2018.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2018), "Implementation Monitoring of PFMI: Fifth Update to Level 1 Assessment Report," Banco de Pagos Internacionales, disponible en: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d179.htm>.
- Obstfeld, M, J. Ostry y M. Qureshi (2018), "A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies," por aparecer, *Review of Economics and Statistics*.
- Review of Standards and Codes (ROSC) WB/IMF (2016), *Chile: Detailed Assessment Report of the Responsibilities of the Authorities*, disponible en: [http://www.bcentral.cl/documents/20143/32019/bcch\\_archivo\\_170239\\_es.pdf/98c30d5e-0f66-7643-4dff-afa8aded6918](http://www.bcentral.cl/documents/20143/32019/bcch_archivo_170239_es.pdf/98c30d5e-0f66-7643-4dff-afa8aded6918).