



DESAFÍOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA EN CHILE*

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
Marzo 2013

* Presentación efectuada por el Presidente del Banco Central de Chile en el 1er Seminario de Políticas Públicas Santander “Mercado de Capitales: Nuevas Reglas Nuevo Juego” realizado el día 21 de marzo de 2013. Mis agradecimientos a Gabriel Aparici y Kevin Cowan por su valioso aporte a esta presentación.

Muy buenos días.

Quisiera tomar la oportunidad que se me da en este seminario para discutir lo que me parece son tres lecciones fundamentales que como banqueros centrales hemos aprendido de la crisis financiera global de 2008. A su vez, en el contexto de estas lecciones, contarles lo que ha estado haciendo en el último tiempo el Banco Central de Chile en materia de estabilidad financiera, así como lo que creo debiesen ser algunas prioridades para los próximos años en materia de regulación financiera en nuestro país.

Creo que este tipo de reflexión es importante, en especial porque existe el riesgo de que en Chile seamos autocomplacientes, dada la resiliencia del sistema financiero local a los eventos que culminaron en la crisis internacional de 2008, y a nuestra rápida recuperación económica posterior.

Hay lecciones que uno debe asimilar, a modo de evitar que en nuestro sistema se generen el tipo de vulnerabilidades que se han dado en otras partes del mundo. Por otro lado, nuestro alto grado de integración financiera obliga a que nuestra regulación esté relativamente alineada con los estándares internacionales. Esto, sin embargo, no implica adoptar sin mayor reflexión, sino más bien adaptar dichos estándares a las realidades locales y a un marco de regulación que en lo general ha funcionado bien.

Déjenme comenzar entonces por listar las 3 lecciones que quiero discutir con ustedes hoy:

- 1) **La toma de riesgos en el sistema financiero varía en el tiempo, e interactúa con los ciclos económicos y financieros.**
- 2) **Es crucial un monitoreo amplio del sistema financiero, y en particular de las interconexiones de diversos agentes con la banca.**
- 3) **La regulación financiera debe abordar explícitamente los riesgos que generan los agentes financieros sistémicos.**

Lección 1: La toma de riesgos en el sistema financiero varía en el tiempo, e interactúa con los ciclos económicos y financieros.

Un ejemplo muy claro de este fenómeno dice relación con las interacciones que se originaron en varios países de Europa periférica entre el otorgamiento de crédito y la actividad económica. Por un lado el crecimiento del empleo, salarios y los valores de los inmuebles impulsaron la demanda y oferta de crédito a hogares y empresas. Por otro, este crédito daba un fuerte impulso a la demanda agregada, y por tanto al empleo, salarios y precios de activos. En la fase de boom muchos de los indicadores tradicionales de riesgo del sistema se mostraron estables o mejoraron, hasta que el shock financiero proveniente de EEUU gatilló la corrección de la actividad y los precios, llevando a la crisis fiscal y financiera por la cual aún están pasando varios de estos países

Dado lo anterior se ha generado una amplia discusión sobre la necesidad de implementar regulación financiera que reconozca las interacciones entre la actividad, los precios financieros y la toma de riesgos, y en particular en las fases expansivas del ciclo. El objetivo de esta regulación “macroprudencial” sería de compensar la toma de riesgos en las fases expansivas, aumentando la resiliencia del sistema financiero a shocks negativos.

Si bien la regulación macro-prudencial es teóricamente atractiva, su aplicación como una herramienta de política habitual reviste una serie de desafíos:

- a. Identificar adecuadamente las fases del ciclo en las cuales se implementan este tipo de medidas, evitando los riesgos de adelantar o retrasar su aplicación. Si bien algunas de las regulaciones propuestas tienen gatillos automáticos, tales como la normativa de provisiones que se ha introducido en Perú en la mayoría de los casos implementar este tipo de normativa requiere de un adecuado monitoreo de los riesgos y un juicio sobre el momento y necesidad de su aplicación. Un buen ejemplo de esto es la evolución del crédito en economías en vías de desarrollo, donde es muy complejo separar un crecimiento “excesivo” del crédito de un sano proceso de profundización financiera. En rigor este tipo de dilema está presente en la implementación de cualquier política contracíclica.
- b. Calibrar adecuadamente los efectos de estas medidas. Si bien algunos países han adoptado este tipo de políticas (por ejemplo España, Honk Kong, Brasil y China), la historia disponible sobre su aplicación es reciente (posterior a 2005 en la mayoría de los casos) y la literatura que busca determinar la magnitud de sus efectos es aún incipiente²
- c. Resolver la convergencia entre objetivos macro y micro prudenciales. Aún solucionando los problemas anteriores y llegándose a la conclusión de que es necesario modificar una determinada herramienta microprudencial con el objetivo de atenuar riesgos para la estabilidad financiera en su conjunto, puede ocurrir que para determinados intermediarios financieros ello tenga costos no deseados. Esto es particularmente cierto en el caso de herramientas macroprudenciales “amplias” como el requerimiento de capital anticíclico contemplado en Basilea II.
- d. Resolver las interacciones entre política monetaria y regulación macroprudencial. Tal como hemos dicho en diversos documentos y presentaciones³, la tasa de interés es muchas veces un instrumento demasiado grueso para objetivos macroprudenciales.
- e. Y, finalmente, definir un diseño institucional apropiado para su implementación. El desafío surge pues se requiere coordinar a los bancos centrales, que tienen experiencia y algunas ventajas relativas en monitorear riesgos agregados del sistema financiero, con el accionar de los supervisores financieros sectoriales.

Dado lo anterior, en el corto plazo creo conveniente perfeccionar la forma más tradicional de hacer frente a riesgos financieros sistémicos, que consiste en la incorporación de dichos riesgos en la supervisión y el diseño de regulación micro-prudencial. De esta manera, se puede corregir la toma excesiva de riesgo por parte de algunos intermediarios, y reducir así la probabilidad o el costo de una corrección posterior. En Chile, en el pasado, el supervisor bancario ha expresado preocupación por temas con alcances sistémicos en varias oportunidades. Por ejemplo en los años 90, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) dictó una normativa que exigía constituir provisiones para los créditos de consumo en base a su comportamiento de pago en todo el sistema bancario⁴. A principios de los años 2000, la SBIF

² Ver recuadro “Evidencia internacional de políticas macroprudenciales vinculadas al sector inmobiliario”, Informe Estabilidad Financiera Junio 2012.

³ Para una discusión del rol de la tasa de política monetaria en el objetivos de estabilidad financiera ver Vergara (2012) “Estabilidad Macroeconómica y Financiera: Desafíos para la Política Monetaria, discurso inaugural de la XVI Conferencia Anual del Banco Central de Chile.

⁴ Ver Marshall 2012, “Implementación de Políticas Macroprudenciales en Chile”, Documentos de Política Económica N°44.

impartió instrucciones a los bancos para que sus evaluaciones de riesgo – y por consiguiente sus políticas de provisiones – considerasen cuidadosamente el descalce cambiario de sus clientes.

Cabe destacar que incluso esta forma tradicional de abordar los riesgos macro-financieros, requiere de un alto nivel de coordinación entre quien monitorea los riesgos sistémicos y el supervisor micro-prudencial. Este es el esquema que se ha ido consolidando en Chile, con un monitoreo de riesgos sistémicos por parte del Banco Central, y mecanismos de coordinación entre el Banco, los supervisores financieros y el Ministerio de Hacienda. Esta coordinación se materializa en mecanismos de consulta cruzada, en el recientemente creado Consejo de Estabilidad Financiera y mediante cooperación bilateral.

¿Que hemos estado haciendo en el Banco Central en los últimos años en el ámbito de monitoreo de riesgos sistémicos y su mitigación?

Un buen monitoreo de riesgos debe evaluar la resiliencia del sistema financiero a situaciones de stress -- de caídas en el precio de activos, de mayor desempleo o menores niveles de ingreso disponible, o de cierre de financiamiento externo. En este contexto estamos trabajando en mejorar los ejercicios de tensión de la banca, que compartimos con la SBIF y luego publicamos en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF). Como mencioné antes, en ciclos favorables los indicadores de intermediarios financieros, empresas y hogares tienden a verse saludables. Por ello es crucial tensionar dichos indicadores financieros ante escenarios de riesgo plausibles. Las mejoras en dichos ejercicios van hacia introducir mecanismos de interconexión al interior de la banca tanto por exposiciones cruzadas en el balance como por participación en mercados financieros comunes. Por ejemplo, no es lo mismo liquidar papeles públicos ante un shock idiosincrático (donde se sale a vender solo) a liquidar un activo en una venta generalizada ("*fire sale*"). En esta misma línea hemos estado trabajando en modelos de stress test de liquidez -- partiendo con la metodología elaborada a raíz del Financial System Assesment Program (FSAP) de Chile de 2011⁵.

Una segunda línea de mejoras apunta a incorporar interacciones más realistas entre el sector financiero y la macroeconomía, tanto en los modelos usados en los stress test como en los modelos usados en la política monetaria. El uso de modelos macroeconómicos que asumen sistemas financieros demasiado simples es una deficiencia ampliamente reconocida por economistas y banqueros centrales.

Por otra parte, estamos haciendo un esfuerzo importante por generar datos para el análisis de riesgos financieros sistémicos. Desde 2011 publicamos las cuentas por sector institucional en forma trimestral -- lo que nos permite a nosotros y al mercado mejorar el seguimiento de las fuentes de financiamiento del consumo y la inversión, y de los niveles de apalancamiento de hogares y empresas. Estas estadísticas han servido, además como base para la participación de Chile en los ejercicios de monitoreo de "intermediarios financieros no bancarios" realizado por el Financial Stability Board (FSB), anualmente.

Por otra parte, desde el 2007 hemos levantado la Encuesta Financiera de Hogares, que busca capturar un conjunto amplio de información sobre la situación financiera de hogares de distintos estratos socioeconómicos -- complementando la información disponible en la Encuesta de Protección Social y la CASEN. La ojalá pronta aprobación del proyecto de ley del Sistema de Obligaciones Económicas (SOE) debiese aportar en esta dirección⁶. Por otra parte, en el IEF hemos reportado índices de precios para la

⁵ Financial Sector Assessment Program realizado por el FMI y el Banco Mundial.

⁶ Ver recuadro "Potenciales efectos del proyecto de ley sobre tratamiento de información sobre obligaciones financieras y económicas", Informe de Estabilidad Financiera Diciembre 2011.

vivienda basados en el universo de transacciones efectivas de casas y departamentos, que mejoran considerablemente la información disponible en materia de precios en este sector.

Finalmente, se ha hecho un esfuerzo importante a nivel de todos los reguladores, supervisores y el Ministerio de Hacienda de fortalecer la coordinación en pos del análisis de riesgos sistémicos. Esta coordinación, que se materializa en las sesiones y grupos de trabajo del CEF, permite complementar la visión agregada del Banco Central con el análisis sectorial de cada una de las tres superintendencias financieras. Y, lo que es más importante, proveer el marco para coordinar la toma de decisiones en aquellos casos en que se detecten riesgos al sistema financiero, potenciando la forma “tradicional” de la regulación macro financiera que mencioné anteriormente. El envío de un proyecto de ley que valida este esquema debiese servir para consolidar los avances en años recientes.

Paralelo a lo anterior, hemos buscado fortalecer nuestra participación en foros globales de análisis y discusión de riesgos financieros sistémicos, en el grupo de trabajo de vulnerabilidades del FSB y como co-chair regional del grupo de las Américas del FSB.

Antes de pasar a la segunda lección de la crisis financiera global quisiera detenerme en el tema de los precios financieros y el rol que le cabe al Banco Central en su monitoreo. Como mencioné recién, un adecuado monitoreo de riesgo sistémico debe considerar las interacciones entre precios financieros, la macroeconomía y el sector financiero. Es en este contexto que se hace importante monitorear ciertos precios claves del sistema financiero, como los de los bienes inmobiliarios. Un desalineamiento de dichos precios respecto a sus fundamentales puede generar problemas de asignación de recursos, pero el escenario complejo surge cuando este desalineamiento coincide con un aumento en el endeudamiento de hogares, empresas y los intermediarios financieros.

Lección número 2: Es crucial que las autoridades realicen un monitoreo amplio del sistema financiero, y en particular de las interconexiones de diversos agentes con la banca.

En parte, la tardía reacción de reguladores y supervisores en algunos países desarrollados a la gestación de vulnerabilidades se debe a una comprensión parcial del sistema financiero, excesivamente focalizada en la banca. Esta comprensión parcial, que llevó a ignorar una parte importante del sistema financiero y de sus interconexiones con la banca, se basaba en dos premisas erradas. En primer lugar, que fuera del *centro* del sistema financiero los mercados operaban casi siempre en forma eficiente. Y segundo, que las desviaciones de este comportamiento podrían corregirse ex post con políticas expansivas (el llamado Greenspan *put*). Un ejemplo claro de esta omisión fue el escaso monitoreo que se realizó del proceso de securitización de créditos hipotecarios en Estados Unidos, que ocurría en parte fuera del sector bancario tradicional.

Un adecuado monitoreo de riesgos financieros sistémicos requiere ampliar el perímetro que tradicionalmente miran los bancos centrales y supervisores. Se requiere, asimismo, entender las conexiones de esta "periferia" financiera con la banca y los otros entes más regulados como las compañías de seguro de vida. Por último, se debe entender y monitorear los riesgos que enfrentan estos agentes en la periferia, en especial los agentes apalancados con descalces de plazo. Hace tiempo aprendimos que los bancos –también agentes apalancados que transforman liquidez-- son vulnerables a cambios en el valor percibido de sus activos o a comportamientos de manada de sus fuentes de financiamiento. Esta es la

clave que lleva a entender el rol de prestamista de última instancia de los bancos centrales, las normativas de liquidez y los seguros de depósito estatales.

Este monitoreo no es trivial, en parte porque la información no siempre está disponible en forma oportuna, en parte por la velocidad con la cual se desarrollan los mercados financieros.

Debo ser claro en esta materia. No estoy sugiriendo que debamos tratar a todos los agentes financieros como bancos, sino más bien de tener particular cuidado cuando otros agentes comienzan a jugar un rol importante en la provisión de servicios financieros, o cuando las interconexiones con el centro del sistema financiero se vuelven relevantes. Si se detectan dichos riesgos se hace necesario fortalecer o adecuar la regulación de los agentes que están fuera del centro del sistema financiero, y/o reducir la exposición de los bancos y compañías de seguros a estos agentes.

Hay una extensa agenda internacional que busca robustecer el funcionamiento de ciertos mercados e intermediarios que pudiesen llegar a ser un riesgo para el sector bancario u otros intermediarios al centro del sistema financiero. De esta manera se ha estado trabajando en varios foros internacionales, así como en países específicos, en reducir la vulnerabilidad de los fondos mutuos monetarios a shocks de liquidez, fortalecer los mercados de repo y préstamos de valores estableciendo estándares adecuados de colateral, promoviendo la autorregulación para evitar potenciales riesgos asociados a algunas variedades de Fondos Transados en Bolsa (ETF), robusteciendo los mecanismos de securitización para evitar una excesiva toma de riesgos, y robusteciendo los mercados de derivados transados fuera de bolsa, o OTC. Varios de estos mercados e intermediarios son relevantes en Chile hoy, otros se están desarrollando en este momento, algunos más probablemente lo serán en años venideros.

En el Banco Central hemos estado trabajando en varias iniciativas en este contexto.

En primer lugar, el año 2010 tuvimos un proceso de discusión técnica con la Superintendencia de Valores y Seguros respecto a los riesgos del antiguo esquema de valorización de los fondos mutuos monetarios en Chile a costo histórico amortizado. Creemos que el avance hacia un esquema de valorización de mercado tomado por la SVS fue un paso importante en reducir los riesgos de fondeo de la banca así como de las empresas y hogares que ahorran vía fondos mutuos⁷. Nuestra apreciación es que ello ha sido bien asimilado por el mercado.

Por otra parte, nuestra preocupación en cuanto a los Fondos Transados en Bolsa (ETFs por sus siglas en inglés) se refiere a la importancia de incorporar las mejores prácticas globales al diseño de éstos en Chile, en particular en lo que concierne a ETFs sintéticos y préstamos de valores asociados a los ETFs. En el caso del ETF sintético, la preocupación es por el riesgo de contraparte que surge por los swaps de retornos que se incluyen en el ETF; en el caso de los préstamos de valores la preocupación es por tener estándares razonables en los colaterales que respaldan estas operaciones.

Asimismo, hemos estado trabajando en conjunto con la SBIF en la nueva norma sobre tarjetas de crédito no bancarias. Dado el mandato del Banco Central, el principal objetivo de la norma es lograr seguridad en los medios de pago, lo que implica que al comercio se le pague en forma cierta y oportuna, y que el tenedor del medio tenga seguridad de su aceptación en los comercios afiliados. Creemos que la nueva

⁷ Ver recuadro “Nueva norma de valorización de los fondos mutuos tipo 1”, Informe de Estabilidad Financiera Diciembre 2010.

normativa que fue puesta en consulta, en la medida que fortalece los requisitos de capital, liquidez, gestión de riesgos y precisa el alcance de la supervisión de la SBIF, cumple con este objetivo. Como complemento a la supervisión directa de la SBIF, la normativa fortalece los requisitos de información que los emisores deben entregar al público. Esta mayor información, en conjunto con los mayores requisitos de información que la SVS ya ha solicitado de aquellos emisores que emiten instrumentos públicos, fortalece las herramientas de gestión de riesgo de bancos, compañías de seguro de vida y AFPs que prestan o son tenedores de títulos de los emisores, aumentando su resiliencia a eventuales problemas en este sector.

En materia de medios de pago aprovecho la ocasión para reiterar lo que hemos planteado en el IEF, en cuanto a apoyar la idea de ampliar, con la debida regulación, la participación de entidades no bancarias en la emisión de instrumentos de pre-pago minoristas.

En el contexto de fortalecer la regulación ante "shocks" que pudiesen venir de fuera del sistema financiero chileno, cabe destacar también la normativa que publicó recientemente la SBIF, previa consulta del Banco Central, sobre los límites de concentración de depósitos en el exterior. Dado el mayor riesgo de la banca externa como consecuencia de las vulnerabilidades aún presentes en el sistema financiero global resultaba importante cerrar una asimetría existente entre el tratamiento de la concentración de créditos y depósitos en el exterior.

Por cierto que generar mercados de derivados OTC (*over the counter*) robustos también es una prioridad. Volveré sobre este tema más adelante.

Lección 3: la regulación debe abordar explícitamente los riesgos que generan los agentes financieros sistémicos. La crisis financiera global ha mostrado que la existencia de agentes financieros "demasiado grandes para quebrar" (en inglés, *too big to fail*) lleva a una mayor toma de riesgo ex ante y a costosos rescates ex post. La reticencia de las autoridades en Europa y Estados Unidos de dejar caer cualquier institución financiera relevante luego del caos que generó la quiebra de Lehman Brothers es la consecuencia directa de la preocupación por las consecuencias sistémicas de dicha caída.

Esto ha llevado a una activa discusión global sobre cómo abordar el *too big to fail* tanto a través de la regulación financiera prudencial, limitando el tamaño o complejidad del ente o aumentando su resiliencia, como en mejores mecanismos de resolución en caso de verse enfrentado a problemas financieros. A nivel global la agenda prudencial ha avanzado en dos direcciones: limitando directamente el tamaño e interconexiones de los intermediarios mediante regulación estructural (como en la regla de Volcker en EE.UU. o en las propuestas de la comisión Vickers en el Reino Unido) o mediante requisitos regulatorios y de supervisión más estrictos para aquellos entes definidos como sistémicos (tales como el capital sistémico que se define en Basilea III).

En Chile ya existe normativa en este ámbito (al menos para bancos). La Superintendencia de Bancos (previa consulta al Banco Central) tiene la facultad de limitar fusiones o exigir más capital a entes bancarios que post fusión tengan una participación de mercado significativa.

Sin embargo esta norma es insuficiente porque limita el accionar de la SBIF a fusiones en Chile, ignorando tanto el crecimiento orgánico o las fusiones en el exterior. Una limitación adicional es que acota la definición de sistémico a participación de mercado, ignorando aspectos como las interconexiones con el resto del sistema.

Posiblemente el Superintendente va a entrar en más detalle en este tema, pero quisiera adelantar un par de ideas sobre una eventual reforma a la Ley General de Bancos. En Chile, tenemos una muy buena ley. Ello se ha probado en la práctica. De hecho tiene varios componentes que habían sido descartados en los estándares de Basilea II-- pero que han vuelto a ser estándares internacionales en Basilea III -- como una razón de apalancamiento total, y una baja dependencia de agencias clasificadoras externas. Sin embargo, hay aspectos que sí deben perfeccionarse para acercarse a los nuevos estándares globales. El nivel y definición de capital debe acercarse al de Basilea III. Debe incorporarse el riesgo de mercado en los requisitos de capital. Y por cierto, deben perfeccionarse los recargos de capital para entes sistémico en la dirección que les acabo de mencionar. Por otra parte, y entendiendo que esto es materia de competencia del Ejecutivo, no puedo dejar de plantear la conveniencia de que este tipo de modificaciones se haga en un ciclo expansivo, a modo de evitar la compleja dinámica que enfrentan hoy varios países al estar robusteciendo estándares de capital para la banca en el medio de una recesión.

Aprovecho también de mencionar que estamos trabajando en forma coordinada con la SBIF en un análisis de la normativa de liquidez, evaluando la necesidad de introducir cambios en línea con la Razón de Cobertura de Liquidez propuesta en Basilea III, pero teniendo en cuenta las particularidades de nuestros mercados financieros y el hecho de que (a diferencia de muchas economías desarrolladas) ya tenemos una norma de liquidez cuantitativa.

Una segunda prioridad en el ámbito de entes sistémicos está en el desarrollo de una mejor infraestructura para compensar derivados OTC. Tal como describimos en un reciente documento de política, el mercado de derivados en Chile es exclusivamente OTC. Esta estructura aumenta fuerte e innecesariamente el grado de interconexión entre los agentes del sistema financiero, incrementando el impacto sistémico de problemas en cualquier banco u otro intermediario partícipe. En este contexto la solución óptima sería que parte de estas operaciones pase a un mercado de derivados transados en bolsa y compensados vía una Entidad de Contraparte Central (ECC)⁸. En un esquema de ECC, el riesgo se mitiga a través de un adecuado mecanismo de provisión de colaterales/garantías. Por otra parte, las transacciones en bolsa harían más transparente la formación de precios en este mercado. En ausencia de esta solución óptima vemos en forma muy favorable el desarrollo de plataformas alternativas que logren los mismos resguardos en temas de compensación y de información para el mercado y los supervisores, incluso si las transacciones siguen siendo OTC.

Una tercera prioridad en el ámbito de las instituciones sistémicas es que el Comité de Superintendentes siga avanzando con su labor de monitoreo de los conglomerados financieros. En el último año se han logrado avances sustanciales en esta área. Cabe destacar que este monitoreo no corresponde a un proceso de supervisión consolidada de conglomerados financieros, sino a un paso intermedio que le permite a las Superintendencias mejorar su supervisión y al Banco Central tener un mapa de entes que pudiesen eventualmente ser sistémicos.

Por otra parte, y mientras en Chile no exista supervisión consolidada de conglomerados financieros, es importante que las exposiciones cruzadas de instituciones del mismo grupo estén limitadas. En esto, consideramos clave seguir avanzando en reducir las exposiciones a agentes relacionadas en las compañías de seguros, tal como está planteado en el Proyecto de Ley que se encuentra en discusión en el Congreso.

Quisiera cerrar con un par de reflexiones generales sobre la situación del sector financiero chileno.

⁸ Ver recuadro “Infraestructura de Derivados OTC en Chile”, Informe de Estabilidad Financiera Junio 2012.

Tal como lo planteamos en nuestro Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2012, nuestra visión general del sistema financiero es positiva. La deuda de los hogares ha seguido creciendo en línea con su ingreso disponible. Por su parte, la deuda de las empresas ha crecido algo por sobre el PIB, impulsada por el dinamismo del crédito bancario local y el financiamiento externo vía bonos, pero en un contexto de alto dinamismo de la inversión. En tanto, la banca mantiene niveles de capital por sobre los niveles regulatorios, una base de financiamiento externo más diversificada y una posición de liquidez estable.

No obstante lo anterior, por una parte la situación financiera y fiscal en Europa está lejos de normalizarse. Por otra parte, la tasa de interés libre de riesgo en los principales países sigue en niveles históricamente bajos.

En un contexto de abundante financiamiento externo es particularmente relevante estar atento a que no se incuben vulnerabilidades financieras, debido a un mayor apalancamiento de hogares, empresas e intermediarios financieros, y a mayores descalces cambiarios y de liquidez. También es importante seguir monitoreando la evolución de precios financieros claves y su interacción con el endeudamiento en bancos y otros agentes financieros locales.

Muchas gracias.