

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



Regulación Macroprudencial, Estabilidad Financiera y Flujos de Capitales

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile

N.º 37 - Septiembre 2010

ECONOMIC POLICY PAPERS
CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL, ESTABILIDAD FINANCIERA Y FLUJOS DE CAPITALES

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Septiembre 2010

Resumen

En un escenario post-crisis, la economía mundial ha entrado en un episodio de recuperación gradual marcado, en parte, por distintas velocidades de crecimiento y por los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Tal situación mundial ha abierto un debate en torno a la regulación macroprudencial, la estabilidad financiera y el flujo de capitales. En este documento destaco la importancia de este último aspecto, en particular en economías emergentes donde los manejos macroeconómicos y financieros prudentes han sido factores cruciales en la solvencia fiscal y en el equilibrio externo. En relación a la banca y a la estabilidad financiera, la regulación prudencial juega un rol central. Los flujos brutos de capitales no están exentos de riesgo de financiamiento y de riesgo de crédito. En consecuencia, la salud del sistema bancario puede ser beneficiada con normas adecuadas que apunten a asegurar requisitos generales de liquidez y a evitar descálces de monedas. Por consiguiente, las autoridades deberían prestar su atención en dirigir la regulación financiera en esta dirección. Por otro lado, el reciente acuerdo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, ha avanzado positivamente en reforzar la solidez del sistema bancario. Sin embargo, aun quedan por enfrentar algunos riesgos tales como los que imponen instituciones de importancia sistémica.

Recientes discusiones sobre políticas macro y financieras han analizado las causas, consecuencias e implicancias de la crisis financiera que vivimos a fines del 2008 y comienzos del 2009, así como la Gran Recesión que la siguió. Este panel tiene un título elocuente: “¿Para dónde ahora?”

Me voy a enfocar en dos temas: en la entrada de capitales, asunto muy importante en las economías emergentes, y en el reciente acuerdo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Con ese objetivo comenzaré con una breve revisión de algunos

* Presentado en la 13ª Conferencia Anual sobre Banca Internacional de la Reserva Federal de Chicago, realizada el 23-24 de septiembre. Agradezco los valiosos y útiles comentarios de Gabriel Aparici, Herman Bennett, Kevin Cowan y Pablo García.

aspectos de la entrada de capitales para luego comentar las opciones de políticas con que contamos para tratarlas. Partiré mirándolas desde una perspectiva macro y seguiré con el punto de vista de la estabilidad financiera. Terminaré tocando algunos puntos de los acuerdos de Basilea, con la atención puesta en el sistema bancario chileno y su marco de regulación financiera.

Evidencia y Factores Relativos a la Reanudación de los Flujos de Entrada de Capitales

Existe preocupación en las economías emergentes sobre la reanudación de los flujos hacia sus mercados y los desafíos que plantea a la política monetaria. Me referiré a continuación a algunos hechos estilizados y factores que han estado tras la última oleada de capitales, para luego detenerme en los desafíos de política.

En el mundo desarrollado, la política monetaria tuvo que hacerse cargo de los paquetes de estímulo cíclico. En consecuencia, las economías más ricas han mantenido bajas sus tasas de interés por más tiempo del que se esperaba a fines del año pasado, y de hecho varios bancos centrales han reforzado su política monetaria tradicional con medidas no convencionales. La discusión sobre estrategias de salida ha derivado en estímulos adicionales en los balances, y los mercados están reflejando en sus precios que las medidas monetarias seguirán activas hasta bien entrado el 2011.

Al contrario de las grandes economías desarrolladas, las emergentes y algunas desarrolladas financieramente estables han avanzado hacia una rápida fase de recuperación, con crecimiento por sobre la tendencia y un rápido cierre de holguras en algunos casos. Las políticas macroeconómicas han respondido en consecuencia, primero normalizando sus medidas excepcionales de provisión de liquidez y de estabilidad financiera, luego moderando los impulsos fiscal y monetario. Por tanto, en las economías emergentes las tasas de interés han comenzado a subir y, según las expectativas de la mayoría de los agentes, seguirán subiendo en el curso de los próximos años.

Estas tendencias de política monetaria han dado lugar naturalmente a discusiones sobre las implicancias para los flujos de capital, las cuentas corrientes, el crecimiento económico y los tipos de cambio real. En particular, se han manifestado inquietudes sobre el riesgo de regresar a una situación parecida a la de mediados de los años 2000, en que las bajas tasas de interés del mundo desarrollado generaron una avalancha de fondos hacia las economías emergentes. Con el objeto de aumentar sus salvaguardas de liquidez y estabilizar los tipos de cambio, las reservas oficiales de las economías emergentes —acumuladas a través de intervenciones esterilizadas— impidieron el ajuste de las cuentas corrientes, estimulando el crecimiento del sector transable en forma artificial. De ahí se pasó a los desequilibrios globales que facilitaron (hasta pueden haber causado) las turbulencias financieras globales.

Este argumento depende de si el motor principal de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, que fueron verdaderamente abundantes en 2006-2008 (gráfico 1), son los diferenciales de tasas de interés o las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Vale la pena observar cómo han evolucionado estos diferenciales de tasas en el tiempo. El gráfico 2 muestra un promedio simple de las tasas de política monetaria en un grupo de economías desarrolladas, emergentes, y en Chile. Llama la atención que, mientras entre enero del 2006 y julio del 2008 su promedio fue de 440 puntos base (pb), hoy día es apenas 50pb menos (390pb). Curiosamente, las expectativas del mercado respecto de los diferenciales de tasas de interés andan por los 400 a 450pb para el próximo año. Haría falta mucha sensibilidad a estos diferenciales para sostener que son estos los causantes principales de los flujos de capitales. Más aun, la década de 1996 a 2005 presencié un diferencial de más de 1000pb, obviamente afectado por los premios por riesgo, pero aun así indica que los diferenciales de tasas de interés de corto plazo no bastan para determinar por sí solos grandes entradas de capitales.

En términos de perspectivas de crecimiento, el cuadro cambia mucho. El gráfico 3 presenta datos históricos y proyecciones del FMI sobre crecimiento en economías desarrolladas y emergentes. Queda claro que, entre los años 2000 y 2010, el diferencial de crecimiento entre unas y otras se agrandó en forma significativa, hasta cerca de 5,5% del 2007 al 2010. Se ve que la Gran Recesión no tuvo un efecto significativo en este diferencial de crecimiento, y las perspectivas para el futuro cercano también indican que las economías emergentes superarán a las desarrolladas en materia de crecimiento, pero a una tasa (4-4,5%) no tan distante del promedio entre el 2003 y el 2005.

Una mera observación de los datos sugiere, por tanto, que para determinar la entrada de capitales son más importantes los diferenciales de crecimiento que los de tasas de interés. Estos últimos diferenciales se han mantenido bastante estables por varios años, y el principal hecho estilizado de la última década y media ha sido la contracción de las tasas de interés de corto plazo en las economías emergentes. Una interpretación más sugerente de estas grandes tendencias de mediano plazo es que el alto crecimiento de las economías emergentes atrajo capitales del exterior. El manejo macroeconómico prudente de las economías emergentes (en especial comparado con décadas anteriores), permitió mejorar la solvencia externa y la solvencia fiscal, de la mano de presiones hacia la apreciación. Estos factores permitieron implementar las tasas de interés más bajas. Este telón de fondo macroeconómico distinto ha implicado también que hoy por hoy los saldos de la cuenta corriente de las economías emergentes no muestran los importantes déficits que veíamos cuando se estaban incubando las crisis de los ochenta y noventa (gráfico 4). El que no hayan aumentado de manera significativa los déficits de cuenta corriente también debería indicarnos que la actual preocupación relativa a los flujos (netos) de capital hacia las economías emergentes podría ser prematura, si bien en algunos países podría estar planteando desafíos de política más inmediatos.

Cómo Tratar los Flujos de Capitales

Tradicionalmente, la preocupación principal de las economías emergentes frente a grandes entradas de capitales ha sido que puedan estar financiando un déficit insostenible en la cuenta corriente que podría derivar en una parada abrupta de influjos. Un escenario de sudden stop es particularmente costoso ya que exige hacer una dolorosa reestructuración de la economía desde bienes no transables a transables, y una importante corrección en el tipo de cambio con la posibilidad de grandes efectos en los balances, lo que podría acarrear alta volatilidad y pérdidas de producto. Esta forma de ver las avalanchas de fondos tiene su base en crisis de cuenta corriente como las de México y del Este Asiático en los años noventa. Como indica la evidencia que les he mostrado, la cuenta corriente de las economías emergentes todavía ostenta, en promedio, un superávit. Por lo tanto, actualmente no representa una amenaza de cuidado, pero es necesario examinar las implicancias de política de una afluencia grande de capitales.¹

En muchas experiencias, las entradas de capitales se han visto exacerbadas por medidas de política. Cabe subrayar los intentos de la autoridad de defender una moneda artificialmente débil. Las expectativas de una apreciación que esta política genera aumentan los incentivos a ingresar capitales. Por esto, la primera línea de defensa debería ser un tipo de cambio flexible. Esto es coherente también con una autoridad monetaria autónoma, pero, como comentaré, puede no ser suficiente para asegurar la estabilidad macroeconómica.

La política monetaria en el contexto de metas de inflación también contribuye a la estabilidad, por la postura conocida en la profesión como *leaning against the wind*, que equivale a nadar a contracorriente. Los flujos de capitales que detonan una apreciación de la moneda reducen las presiones inflacionarias y permiten bajar la tasa de interés, lo que a su vez reduce los incentivos a internar capitales y quita presión a la moneda.

Este fenómeno se vivió en Chile recientemente. En las últimas semanas el peso se ha apreciado de manera importante. Al mismo tiempo, la economía ha estado creciendo con vigor: a pesar del terremoto y maremoto de principios de año, esperamos crecer en el rango de 5 a 5,5% este año y entre 5,5 y 6,5% el año próximo. Aunque dijimos en el último IPoM que el Banco continuará retirando el significativo estímulo monetario, sin el fortalecimiento de nuestra moneda este retiro sin duda podría hacerse más rápido.

Sin embargo, estas medidas de política macro pueden ser insuficientes, en particular si la entrada de capitales es una fuente de burbujas de precios en los activos internos. De hecho, en las economías emergentes las burbujas por lo general toman la forma de apreciación cambiaria. Así, todos los activos terminan sobreapreciados, y no

¹ Aquí comentaré brevemente las principales herramientas macroeconómicas. Para profundizar sobre estas opciones de política, véase De Gregorio (2010a).

necesariamente porque su precio sea más alto en moneda local, lo que también puede ser, sino por el mayor valor de la moneda.

Ha habido mucho debate en los países industrializados sobre si una política monetaria contractiva puede ayudar a romper una burbuja de precios de activos. Aunque, en general, pienso que la política monetaria no debería ocuparse de los precios de activos, ni tendría que utilizarse como herramienta para manejar los precios de estos, el problema es más agudo cuando se trata de la entrada de capitales. Si los capitales que ingresan inflan una burbuja en el tipo de cambio, una política monetaria contractiva los fomentará. Paradójicamente, una política monetaria más expansiva puede ayudar a estabilizar la economía y desacelerar el alza de precios de los activos.²

Un tipo de cambio desalineado, en particular en el contexto de grandes entradas de capitales, puede ser el preludio de problemas, que en el extremo pueden llegar a un colapso monetario o financiero. Por tal motivo, no se pueden descartar otras herramientas, como una intervención cambiaria. Para evitar el peligro de introducir rigideces en el régimen cambiario, una intervención debería ser claramente una excepción y no apuntar a un valor concreto para el tipo de cambio. En consecuencia, no se reduce artificialmente la volatilidad del tipo de cambio y no se introducen expectativas de apreciación. Si la moneda está desalineada con sus fundamentos, la intervención puede conseguir realinearla. Si no, lo más probable es que una intervención esterilizada no surta ningún efecto, por lo que es importante tener la convicción de que la moneda se desvió de sus fundamentos antes de entrar en escena.³ Además, una intervención cambiaria permite a la autoridad aumentar la posición de liquidez internacional del país de manera de asegurar la economía contra una futura escasez de capitales.

Naturalmente, una economía pujante, con un déficit de cuenta corriente en aumento, una persistente apreciación y baja inflación puede requerir de una medida estabilizadora si se evalúa que tal expansión es insostenible. Una política fiscal podría ayudar, pero desafortunadamente no siempre es posible, en particular en los países con una historia fiscal débil. Otra herramienta, cuya eficacia no está probada, son los controles al capital.⁴ Eficaces o no, pueden esconder distorsiones de política. Por ejemplo, si la autoridad piensa que sirven para aislar la economía de los fondos que entran, puede contraer la política monetaria para frenar la expansión, y conseguir el efecto contrario induciendo una mayor entrada de capitales que encuentran resquicios por donde evitar los controles. Por esto prefiero prestar atención al impacto

² Para un debate sobre el uso de la política monetaria para incidir en los precios de activos, en particular en el contexto de metas de inflación en economías abiertas, véase De Gregorio (2010b).

³ En las economías con metas de inflación es importante que la intervención sea coherente con el panorama inflacionario para proteger la credibilidad. Una intervención también puede ser parte de políticas no convencionales para lograr la meta de inflación cuando las tasas de interés están cerca de su límite inferior de cero.

⁴ La evidencia existente para el caso chileno no muestra efectos significativos sobre la entrada de capitales o la tasa de interés real, y efectos acotados en la composición de los flujos de capitales (Cowan y De Gregorio, 2007). Véase Ostry et al. (2010) para una discusión sobre controles al capital y condiciones para su uso.

de los capitales externos sobre la estabilidad financiera. De hecho, muchos de los booms de precios de activos y la actividad que acompañan la entrada de capitales son causados y magnificados en el sistema financiero.

Entrada de Capitales y Estabilidad Financiera

Desde un punto de vista macro, he enfatizado el riesgo cambiario asociado a la entrada de capitales. Un tipo de cambio flexible debería ayudar a mitigar este riesgo. Por otra parte, el desarrollo del mercado de derivados externos debería permitir a los agentes privados cubrirse contra el riesgo cambiario. Además, los flujos de capitales pueden estar tras la formación de burbujas en los precios de activos locales, y para eso también existen herramientas macro.

Pero también hay que considerar otros riesgos, los que tienen implicancias en la regulación macroprudencial. Estos riesgos pueden ser importantes aun con flujos netos de capitales limitados. En consecuencia, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, los flujos brutos son fuentes importantes de fragilidades. Estos riesgos asociados a los flujos de capitales son: el riesgo de financiamiento y el riesgo de crédito.

En cuanto al primero, un flujo abundante de capitales en la forma de préstamos de corto plazo a los bancos locales tenderá a aumentar la dependencia de la banca respecto de esta fuente externa de financiamiento, lo cual ha mostrado ser una fuente de financiamiento volátil. Desde la perspectiva de los bancos centrales, la acumulación de reservas puede aminorar las consecuencias de este riesgo que abarca a la economía entera, pero es necesario proteger la salud del sistema bancario con las normas adecuadas.

En cuanto al riesgo de crédito, un flujo abundante de capitales en la forma de préstamos a los bancos locales y una cartera de certificados de deuda puede derivar en un aumento de la oferta de crédito ya que los intermediarios y empresas locales obtienen acceso a fuentes más elásticas y con frecuencia más baratas de financiamiento (aparte del riesgo cambiario). Esta mayor oferta de crédito en la economía local puede alimentar un auge crediticio, el que a su vez puede producir un apalancamiento excesivo en la economía y un aumento del riesgo de crédito de la banca. Más aun, filtrar por prestamistas externos puede resultar más imperfecto que hacerlo entre locales, lo que puede llevar a un sobreendeudamiento de las empresas nacionales, aumentando el riesgo de crédito de los intermediarios locales que ya han prestado a estas empresas.

Estos riesgos deben ser tratados con regulación prudencial. Son materias esenciales los requisitos generales de liquidez, en particular los asociados al financiamiento externo de corto plazo, las políticas de provisión de liquidez para enfrentar el riesgo de crédito asociado a la entrada de gran cantidad de capital y las restricciones al descalce de monedas, y aquí es donde la autoridad debe poner su atención.

En la medida en que los bancos son la principal fuente de intermediación financiera local, la regulación prudencial tiene la virtud de atacar el problema directamente, esto es, apunta a los intermediarios financieros donde se están incubando los riesgos de financiamiento y de crédito. Sin embargo, en el diseño de la normativa, se debe considerar que al poner el foco en la regulación prudencial del sistema bancario se puede incentivar una desintermediación bancaria a favor de otros intermediarios financieros menos regulados, lo que ciertamente se opone al espíritu de las medidas macroprudenciales. En efecto, la crisis financiera global nos mostró los peligros de generar un sistema bancario paralelo menos regulado y se deben tomar medidas para limitar esta conducta propensa al riesgo, aumentando el alcance de la regulación y restringiendo la extensión de las actividades bancarias.

Un aspecto importante de esta regulación es definir si debería ajustarse según la disponibilidad de capitales, o si debería ser invariante en el tiempo. Permítanme compartir con ustedes algunas ideas al respecto.

Antes que nada, la regulación macroprudencial debería tener como objetivo impedir que se generen riesgos que pudieran llevar a episodios de inestabilidad financiera sistémica. No es una herramienta macroeconómica contracíclica. El manejo de la tasa de interés debería ser el principal instrumento contracíclico de los bancos centrales. Dicho esto, la regulación no debería introducir prociclicidad adicional en el sistema financiero. En Chile, por ejemplo, las provisiones se basan en la probabilidad de pérdida durante la vigencia del crédito. Esto es poco frente a la regla de provisiones dinámicas del Banco de España, pero reduce el impacto procíclico de la regulación, en especial si se compara con el método de constituir las provisiones sobre la base de las pérdidas efectivas.

También, si bien me parece deseable desde varios frentes, creo que la estabilidad financiera (y la generación de riesgos) es un concepto tan multidimensional que o impide adoptar políticas macroprudenciales basadas en reglas o las limita a algunos aspectos (por ejemplo, las provisiones dinámicas), y hay que complementarlas con otras medidas discrecionales. Esto implica que los bancos centrales (o quien sea responsable de la estabilidad sistémica) tienen que tener las herramientas regulatorias a su disposición, o contar con los canales adecuados para transmitir estos riesgos a las instituciones que en efecto tienen la discreción para regular. En Chile, por ejemplo, si bien existe una superintendencia de bancos independiente (la SBIF), el Banco Central tiene la autoridad para normar varios aspectos relativos a la estabilidad financiera sistémica. En la banca, estos tienen que ver con la autorización para usar productos derivados y con regulaciones sobre el riesgo de mercado y el riesgo de liquidez, entre otros. En otras áreas, el Banco Central también tiene derecho a opinar sobre regulaciones “sistémicas” tales como límites generales aplicables a los fondos de pensiones. Este esquema le hace un lugar a las recientes preocupaciones de la autoridad, pues evita el conflicto de intereses que se genera al juntar al supervisor micro con la autoridad monetaria, al tiempo que protege una institución que tiene una mirada amplia sobre la estabilidad del sistema financiero. Pero aun así, está la necesidad de continuar fortaleciendo las instancias de coordinación con otros

reguladores. En este sentido, creo que el establecimiento de un Comité de Estabilidad Financiera, muy en la línea del que tienen aquí en Estados Unidos, es un camino que promete.

“Basilea III” y el Sistema Bancario Chileno

Al hablar de estabilidad financiera en estos días uno no puede dejar de pensar en los recientes acuerdos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Estos acuerdos son un positivo paso adelante para reforzar el sistema bancario. Sin embargo, quisiera destacar que muchas economías emergentes ya cumplen con la mayoría de los requisitos establecidos para comienzos del año 2019. Este hecho es importante a la hora de explicar por qué, a diferencia de muchos otros episodios de crisis internacionales, en esta ocasión los sistemas financieros de las economías emergentes mostraron una enorme resiliencia frente a la crisis global, y las políticas monetarias expansivas han sido muy eficaces gracias al buen funcionamiento de sus sistemas financieros. Ilustraré estos puntos refiriéndome al caso de Chile.

Aunque los requisitos de capital de la banca chilena todavía siguen el acuerdo de Basilea I (sólo activos ponderados por riesgo de crédito), es posible deducir que los nuevos requisitos de capital del BIS no parecen ser restrictivos. De hecho, considerando los cargos estimados de capital debidos a riesgo de mercado y riesgo operacional, los indicadores Nivel 1 y Capital Total están muy por sobre los mínimos del BIS para el 2019 (tabla 1). Esta holgura de capital permite cubrir el buffer conservador y también el buffer contracíclico.

En cuanto al patrimonio común, se necesita más precisión. En su definición más ácida, el patrimonio común equivale al “capital pagado”, que representa cerca del 65% del capital Nivel 1. En una definición más amplia, las utilidades retenidas se pueden contabilizar como patrimonio común, y capturar tanto como un 70% del capital Nivel 1. En cualquier caso, limitar el patrimonio común a los activos ponderados por riesgo (APPR) no debería significar una gran restricción. Además, el ratio de apalancamiento del Nivel 1 para la banca chilena es de aproximadamente 7%, o sea que más que duplica la sugerencia preliminar del BIS. La buena situación de capital del promedio de la banca se refleja a nivel de banco individual (gráfico 5).

No se especificó el indicador de liquidez, pero hubo acuerdo en establecer un estándar mínimo para el 2015. No obstante, el marco regulatorio chileno relativo a la liquidez bancaria considera límites cuantitativos al descalce de plazos sobre períodos de 30 y 90 días en moneda local o extranjera, lo que debería constituir un punto de partida razonable para la aplicación de nuevos requisitos del BIS a mediano plazo.

A pesar del promisorio comienzo, está claro que quedan muchos aspectos que necesitan de una reforma. Un ejemplo son los riesgos que imponen instituciones de importancia sistémica. Parece obvio a estas alturas que las instituciones sistémicas deberían estar sujetas a una supervisión y regulación más estricta. Más aun, hay cantidad de trabajos recientes dedicados a determinar qué instituciones son las

verdaderamente “sistémicas”.⁵ Lo que ha quedado al margen, sin embargo, es una discusión más profunda sobre una regulación que limite directamente el tamaño de las instituciones. En Chile, por ejemplo, después de una grave crisis financiera en 1983, en que el producto cayó cerca de 15%, se promulgó una importante ley, que se ha ido mejorando a través del tiempo. Existen varias normas diseñadas para evitar o reducir el impacto de turbulencias financieras en las instituciones financieras grandes. Una de las medidas más importantes tiene que ver con las operaciones y transacciones que pueden derivar en que un banco aumente significativamente su participación de mercado. Tales operaciones requieren de la autorización de la SBIF, la que puede poner condiciones para otorgarla.⁶ Por ejemplo, puede exigir que el patrimonio neto del banco o bancos involucrados esté entre 8 y 14% de sus activos ponderados por riesgo; o que se rebaje el límite a los préstamos que un banco otorga a otra institución financiera a un 20% del patrimonio neto efectivo (sección 35 de la Ley de Bancos).

Comentarios Finales

Los desafíos que enfrentan las economías emergentes no son los mismos que enfrentan los países industrializados. Mientras estos últimos luchan para asegurarse una recuperación sostenida tras la Gran Recesión, las economías emergentes tienen que administrar un saludable y vigoroso proceso de crecimiento, al que no le faltan tensiones. La necesidad del mundo de rebalancear el ahorro y la inversión entre países tendrá como contrapartida ajustes de los flujos de capitales. La flexibilidad del tipo de cambio, mientras se evitan grandes desalineamientos, debería suavizar este proceso.

Resulta tentador pensar que los países emergentes se salvaron de la crisis financiera porque tenían un marco regulatorio mejor que el de los países industrializados. Sin embargo, la cosa no es tan simple. Hasta cierto punto, las economías emergentes también contaron con sistemas financieros más pequeños y con menos complejidades. Para el actual nivel de desarrollo y el tamaño del sistema financiero, nuestra normativa parece haber funcionado correctamente. Pero el desafío ahora es continuar con el desarrollo financiero en el contexto de un sistema sólido. Por este motivo es muy importante aprender de los errores de mercados más maduros y participar en los cambios que se ven venir en el panorama financiero global y analizar sus alcances.

⁵ Véase IMF (2010), capítulo 2, y las referencias del mismo para una discusión sobre hojas de balance y movimiento de activos para determinar instituciones sistémicas.

⁶ De hecho, la SBIF puede denegar la autorización a cualquier fusión de bancos, a la adquisición de los activos de un banco por parte de otro, o la toma de control de dos o más bancos existentes por una misma persona o grupo, o a un aumento sustancial del control existente si el banco comprador que realiza la fusión o adquisición, o si el grupo de bancos resultante consigue una participación de mercado significativa. Para denegar la autorización, la SBIF requiere la aprobación del Consejo del Banco Central, representado por la mayoría de sus consejeros.

Referencias

Cowan, K. y J. De Gregorio (2007), “International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile”. En S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, NBER y University of Chicago Press.

De Gregorio, J. (2010a), “Tackling the Capital Inflow Challenge”. Documento de Política Económica N°35, Banco Central de Chile.

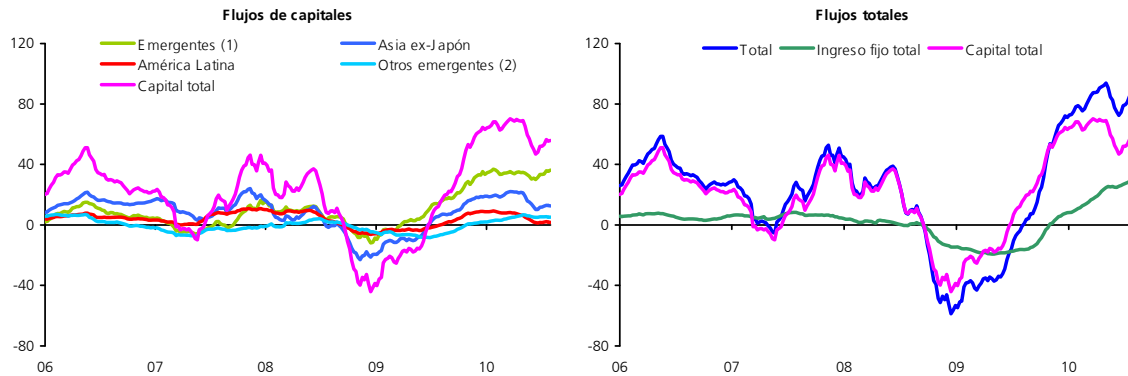
De Gregorio, J. (2010b), “Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective”. *International Finance* 13(1): 141-156.

IMF (2010), *Global Stability Report*, abril, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.

Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi y D. Reinhart (2010), “Capital Inflows: The Role of Controls”. IMF Staff Position Note, SPN/10/04.

Gráfico 1

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes.
(miles de millones de dólares acumulados en doce meses móviles, datos mensuales)

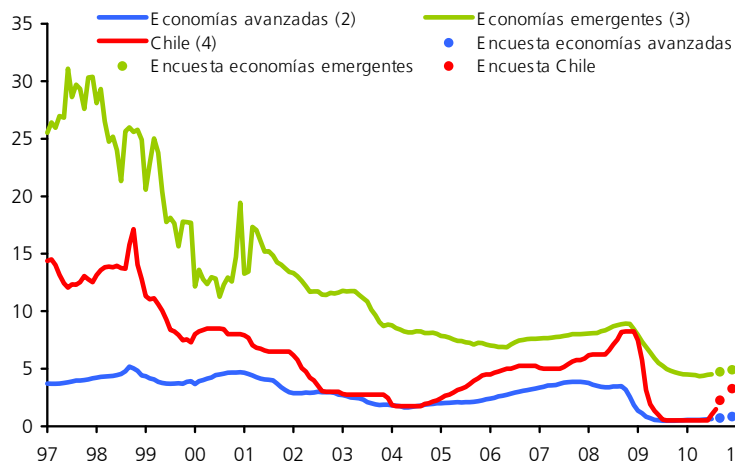


(1) Mercados Emergentes Globales (MEG).
(2) Medio Oriente, Europa Emergente y África.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico 2

Tasas de política monetaria (1)
(percentage)



(1) Las líneas sólidas muestran el promedio simple de las tasas de referencia de cada grupo de países. Los puntos son las respuestas promedio de la encuesta de analistas realizada por Bloomberg durante Julio del 2010, en relación a las expectativas para Septiembre y Diciembre del 2010, y Marzo y Junio del 2011.

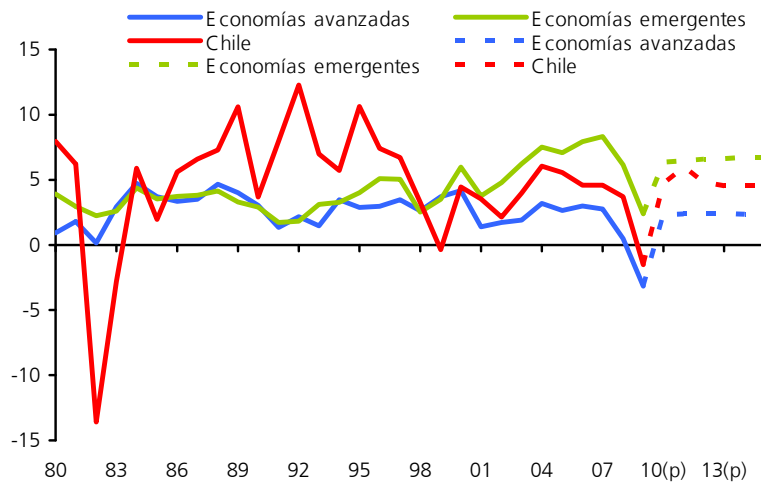
(2) Incluye Canada, Zona Euro, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, el Reino Unido y Estados Unidos.

(3) Incluye Brasil, Colombia, China, República Checa, Hungría, Mexico, Polonia, Perú, Sud Africa, Corea del Sur y Turquía.

(4) Datos anteriores a la nominalización de la tasa de referencia (Agosto del 2001), considera la tasa de inflación efectiva. Posteriormente, se considera la tasa efectiva de política monetaria.

Gráfico 3

Crecimiento económico
(cambios anuales, porcentaje)

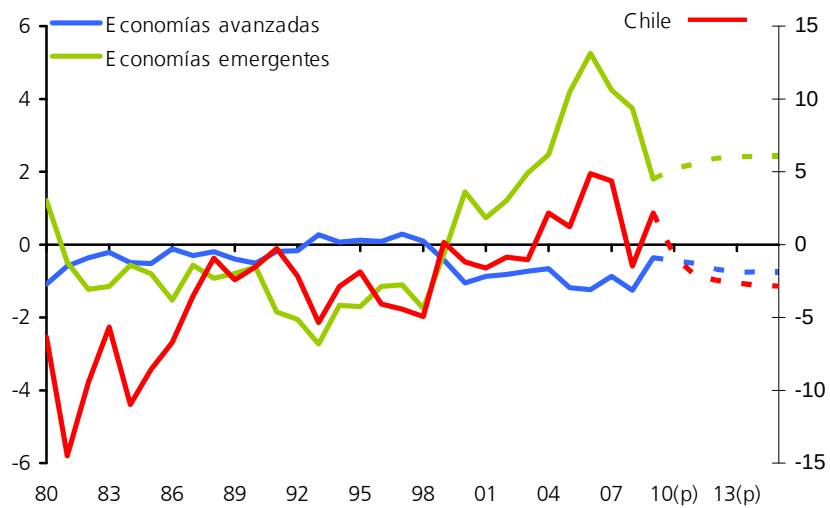


(p) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO, Abril 2010).

Gráfico 4

Cuenta corriente
(porcentaje del PIB)



(p) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO, Abril 2010).

Gráfico 5

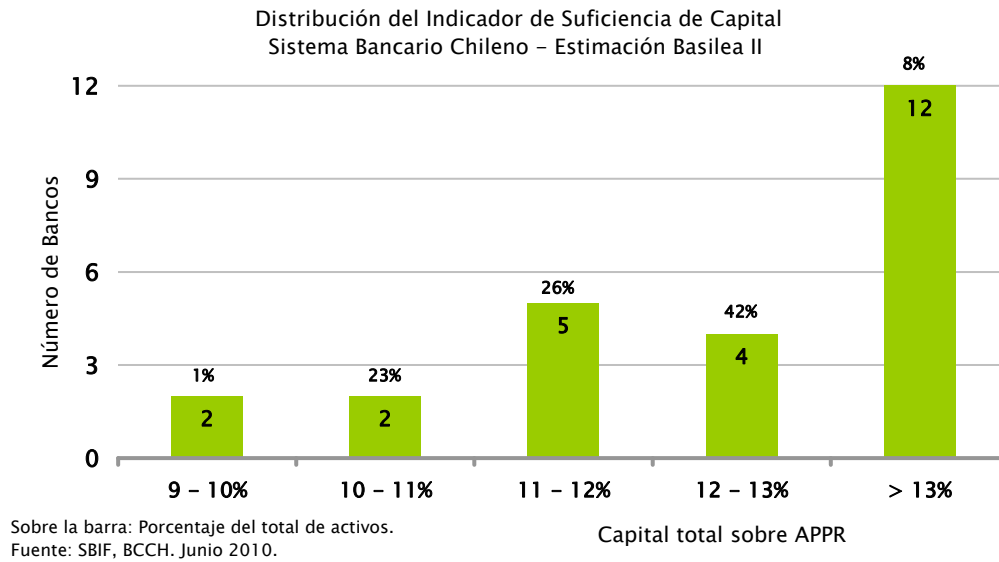


Tabla 1: Situación actual de capitales de la banca chilena

Ratios mínimos*	2019	Chile, junio 2010	
		Sólo riesgo de crédito (Basilea I)	Más riesgo de mercado y operacional (Basilea II)
Nivel 1	6,0%	10,1%	8,9%
Buffer conservador (cb)	2,5%	-	-
Capital total	8,0%	13,9%	12,4%
Capital total + cb	10,5%	-	-
Buffer contracíclico	0-2,5%	-	-

*Como porcentaje de los activos ponderados por riesgo. Fuentes: BCBS, comunicado de prensa BIS 35/2010, SBIF y BCCH.