

Documentos de Trabajo

Número 11/07
Madrid, 8 de marzo de 2011

Análisis Económico

Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes

María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo



Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes

María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo*

8 de marzo de 2011

Resumen

Este artículo analiza el impacto potencial de un mayor nivel de capital y liquidez bancaria sobre la penetración del crédito y el desarrollo económico en los países emergentes. Con este fin, se realiza un ejercicio econométrico en dos etapas. En la primera etapa se estima el impacto del capital y la liquidez sobre la cantidad y el precio del crédito. En la segunda etapa se cuantifica el impacto de estas últimas variables sobre el PIB per cápita. De tal forma que el impacto de la regulación sobre el producto se estima mediante una regla de cadena. El artículo muestra que en general los efectos del capital y la liquidez son mayores en los países emergentes en términos de penetración bancaria y PIB per cápita.

JEL: G21, G28

Palabras clave: Basilea III, capital, liquidez, penetración bancaria.

* Agradecemos a Tatiana Alonso, Saïfeddine Chaïbi y Victoria Santillana sus comentarios y ayuda en la preparación de este documento de trabajo.

1. Introducción

El propósito de esta nota es analizar el potencial impacto de los cambios en la regulación financiera que se viene discutiendo sobre los países emergentes. Esto es de particular importancia porque los países emergentes no están presentes en el debate y han adoptado una posición más pasiva, observado desde fuera las discusiones en Estados Unidos y en Europa.

Si bien es cierto que existe necesidad de implementar cambios en la regulación financiera, éstos deberían realizarse en función de buscar en equilibrio entre el crecimiento sano del crédito, fundamental para la recuperación y el crecimiento de largo plazo y la estabilidad financiera global.

Sin embargo, la actual discusión no está encaminada en la dirección correcta. Primero porque desconoce el rol desestabilizador las políticas macroeconómicas en la generación de las condiciones propicias para que se gestase la crisis financiera. Segundo, porque, al desconocer la importancia de tener una adecuada supervisión pone el énfasis en incrementar los requerimientos regulatorios y penaliza la actividad financiera, afectando innecesariamente el crecimiento de largo plazo y complicando la salida de la recesión. Finalmente, no analiza el impacto de estas medidas sobre los países emergentes.

Los países emergentes, a diferencia de los desarrollados, buscan engancharse en una senda de crecimiento sostenida que los lleve a la convergencia de ingresos medios con los países desarrollados. Para entrar en esta senda requieren de un mayor desarrollo de su sistema financiero, que permita sostener el crecimiento del crédito consistente con las tasas de crecimiento requeridas y, a la vez, amplíe el acceso a servicios financieros a los segmentos más pobres de la población, como un instrumento adicional para reducir la desigualdad y la pobreza.

Esta visión de largo plazo se ve opacada por las urgencias de corto plazo y por la creencia que, al tener sistemas bancarios bien capitalizados, los cambios regulatorios no requerirán de incrementos de capital ni de cambios en el portafolio de cativos de los bancos (entre activos créditos y activos líquidos). Esta visión estática, que surge de aplicar el probable marco regulatorio a la hoja de balance actual de los bancos, desconoce la necesidad de lograr las condiciones adecuadas para sostener un crecimiento del crédito y desconoce los efectos de equilibrio general que se pueden presentar en un ambiente global con fuerte penalización de la actividad financiera y con posibilidades de arbitraje si existe regulación diferenciada por tamaño y por áreas geográficas. Estos problemas se magnifican cuando las políticas macroeconómicas seguidas por las principales economías (especialmente las monetarias y cambiarias) son inconsistentes.

En la siguiente sección se presenta un breve análisis de los orígenes de la crisis. Luego, se discutirán las principales medidas de regulación financiera que se vienen proponiendo en los foros internacionales; para posteriormente analizar cualitativamente el impacto en el comportamiento de los agentes y del mercado desde una perspectiva de contratos incompletos y de equilibrio general. Posteriormente, se presentará los resultados econométricos del impacto de estas medidas sobre los países emergentes. Por último se presentan recomendaciones de política a modo de conclusión.

2. Orígenes de la Crisis

En el 2007 se desató la crisis internacional más grave desde la post guerra. La causa fundamental de la crisis se encuentra en la coexistencia de inadecuadas políticas macroeconómicas, que alentaban grandes desbalances a nivel mundial, junto con la ausencia de una adecuada supervisión y un marco regulatorio más estricto. Si bien es cierto que la propagación y persistencia de la crisis se explica por la creciente globalización de los flujos financieros y comerciales, también es cierto que la magnitud se asocia más a otros errores de política al permitir la quiebra de instituciones sistémicas, lo cual incrementó la incertidumbre de los agentes sobre el valor de los activos y generó dudas sobre la voluntad política de ejercer la función de “lender of last resort”.

En esa línea, Calvo (2009) elabora un modelo donde analiza la interconexión entre el aumento de la liquidez de un activo con oferta fija y su precio relativo, argumentando que un aumento oportuno de las tasas de interés hubiese frenando el aumento de precios de los activos. Por otro lado, Caballero y Krishnamurthy (2009) argumentan que el mercado actuó eficientemente al proveer activos seguros para una creciente demanda por tales título producto de las políticas monetarias y cambiarias seguidas por las principales economías, que resultaron ser globalmente inconsistentes.

3. Cambios en la regulación financiera: “matando al mensajero”

Luego de desencadenada la crisis, las respuestas de política alrededor del mundo consistieron en una combinación de recorte de impuestos, aumentos de gastos y expansión de la liquidez. Luego, cuando aun las tasas de desempleo permanecen altas, se concentran en la contención del déficit fiscal, buscando una convergencia a niveles sostenibles; aunque en el campo monetario y cambiario siguen las inconsistencias globales.

Por otro lado, se ha puesto el foco de la atención a cambios en la regulación financiera con el fin de lograr estabilidad financiera a nivel global de manera permanente. Esto requeriría una combinación de un adecuado marco regulatorio global, de una buena capacidad de supervisar los riesgos ante las innovaciones financieras y de un nivel de coordinación entre los supervisores. Esto es, medidas que mantengan la salud del sistema financiero internacional, que promueva el crecimiento de las fuentes de financiamiento, y que eviten las acciones especulativas, la creación de burbujas y el arbitraje regulatorio.

Sin embargo, lo que se está observando en las recientes discusiones en los foros internacionales es una gran profusión de medidas regulatorias, que penalizan la actividad financiera, sin tomar en cuenta las fallas de supervisión que existieron, la necesidad del sector real de un mantener un crecimiento sano del crédito y las posibilidades de arbitraje regulatorio que podrían presentarse.

Las principales medidas que se vienen discutiendo, con distinto grado de avance, son:

- Requerimientos de capital:
 - a. Incremento del requerimiento de capital total mínimo, que actualmente se encuentra en 8% de los activos ponderados por riesgo, que podría terminar en 10% o por encima;
 - b. Incremento del requerimiento de capital Tier 1, el requerimiento actual es de 4% sobre los activos ponderados por riesgo, el cual podría aumentar a 6%;
 - c. Redefinición de capital y sus deducciones, siendo la propuesta que el goodwill, inversiones en intereses minoritarios, impuestos diferidos a los activos y software deben ser deducidos en su totalidad de la base de Tier 1. Con esto se busca que las ganancias retenidas y capital común sean la parte fundamental del capital Tier 1 (85% aproximadamente).
- Cambios en el libro de comercial
 - a. Cargo incremental por riesgo, que refleje el riesgo de que la contraparte comercial no pague;
 - b. Cargo por riesgo de migración de crédito, reflejando las pérdidas potenciales provenientes de cambios en los rankings interno o externo;
 - c. Cambios en los cálculos de Valor en Riesgo (VaR), para incluir insumos tomados de periodos de stress significativo de mercado
 - d. En cuanto al riesgo de la contraparte, se propone que no sólo incluya el riesgo de no pago de la contraparte en sí, sino también el riesgo de que los garantes no puedan cumplir con sus obligaciones.
- Ratios de liquidez
 - a. Ratio de cobertura de liquidez, el cual especificará la cantidad de activos líquidos de alta calidad que los bancos necesitarán tener para asegurarse de que puedan sobrevivir un período de stress corto y severo, reflejado en flujos de caja negativos excepcionales durante 30 días
 - b. Ratio de fondeo neto estable, el cual pretende asegurar que las empresas manejen los descalces en los perfiles de fondeo de manera conservadora sobre horizontes de tiempo más largos, desincentivando la dependencia en el fondeo mayorista de corto plazo (a precio de producción). Esto impone requerimientos sobre el fondeo estructural de largo plazo de los bancos, incluyendo supuestos en el comportamiento de sus clientes; además, este ratio requiere una reserva de un año contra un escenario de stress moderado pero significativo.
- Reservas de contingencia contracíclicas
- Requerimientos diferenciados para entidades financieras consideradas sistémicas. Las empresas consideradas sistemáticamente relevantes deberán tener capital regulado adicional y liquidez

- adicional con el fin de reducir la probabilidad de quiebra por debajo de los bancos no sistémicos.
- Planes de recuperación y resolución.
 - Limitar el tamaño y el alcance, requerimientos de subsidiariedad y un régimen resolutivo transnacional.
 - a. Plan Volcker para prevenir que las instituciones receptoras de depósitos participen en fondos de riesgo (hedge funds), capital de riesgo (private equity) o proprietary trading.
 - b. Limitar el alcance geográfico de los bancos, restringiendo las actividades que podrían tener en otros continentes. Ello incluiría requerimientos para las operaciones a través de subsidiarias o tener considerables montos de capital o liquidez en mercados locales sin importar el tipo de organización.
 - Impuestos
 - a. Un impuesto a las hojas de balance de los bancos de una tasa de 0.15% de los pasivos cubiertos, definidos como activos totales menos capital Tier 1 menos FDIC depósitos asegurados. Aunque ha sido diseñado para cargar los costos TARP a los contribuyentes, también ha sido descrito como un cargo a una garantía implícita para los bancos con fondeo mayorista (wholesale funding), por ende, perpetuando la idea de 'demasiado grande para quebrar' y como una medida para desincentivar el apalancamiento a través del fondeo en el mercado mayorista.
 - b. Impuestos a los bonos remunerativos de los altos ejecutivos. Tanto Reino Unido como Francia han anunciado planes en esa dirección.
 - c. Impuestos a las transacciones o de Tobin. Estos impuestos se aplicarían a determinados tipos de transacciones. Se ha notado que en US y UK se aplican impuestos a las transacciones de acciones y que tales impuestos pueden ser recaudados cuando se cargan las comisiones de los brokers y el impuesto es una pequeña proporción del costo total.

Este conjunto de medidas tienen una serie de problemas porque genera una excesiva carga a la actividad financiera, clave en el proceso de recuperación, y, en algunos casos, podría generar una distorsión en los incentivos de los agentes, promoviendo comportamientos no deseados.

Adicionalmente, en todas estas discusiones, los países emergentes han estado ausentes del debate. Los países emergentes buscan engancharse en una senda de crecimiento sostenida que los lleve a la convergencia de ingresos medios con los países desarrollados. Para entrar en esta senda requieren de un mayor desarrollo de su sistema financiero, que permita sostener el crecimiento del crédito consistente con las tasas de crecimiento requeridas y, a la vez, amplíe el acceso a servicios financieros a los segmentos más pobres de la población, como un instrumento adicional para reducir la desigualdad y la pobreza.

Esta visión de largo plazo se ve opacada por las urgencias de corto plazo y por la creencia que, al tener sistemas bancarios bien capitalizados, los cambios regulatorios no requerirán de incrementos de capital ni de cambios en el portafolio de activos de los bancos (entre créditos y activos líquidos). Esta visión estática, que surge de aplicar el probable marco regulatorio a la hoja de balance actual de los bancos, desconoce la necesidad de lograr las condiciones adecuadas para sostener un crecimiento del crédito y desconoce los efectos de equilibrio general que se pueden presentar en un ambiente global con fuerte penalización de la actividad financiera y con posibilidades de arbitraje si existe regulación diferenciada por tamaño y por áreas geográficas.

Antes de entrar al análisis del impacto de estas medidas en los países emergentes pasamos a discutir el impacto de estas medidas sobre el sistema bancario.

4. Regulación Financiera, Incentivos y Mercados

En base a la teoría de la regulación, se imponen ciertas restricciones o requerimientos para inducir un comportamiento adecuado en los intermediarios financieros para evitar un comportamiento muy riesgoso y para incentivar una adecuada asignación de los recursos depositados por el público. En esa línea, Dewatripont y Tirole (1994) formulan la *hipótesis de representación* bajo la cual la supervisión y regulación prudencial “representan” los intereses de la multitud de pequeños y no informados depositantes.

La mayoría de modelos económicos que analizan las implicancias de esta regulación sobre el comportamiento de los intermediarios financieros asumen erróneamente que los que toman las decisiones son los dueños del capital. En realidad, los que toman las decisiones son gestores contratados por muchos accionistas pasivos que usualmente cambian a la administración sólo si existe un proceso de coordinación motivado por serios problemas de gestión. Esta distinción es importante porque estamos ante un problema de contratos incompletos entre los accionistas y la administración. Dado que existen contratos incompletos, el gestor mantiene el control en tanto: (i) cumpla con la regulación y no exista intervención del regulador y (ii) los accionistas se encuentren satisfechos con la gestión, en términos de mantener un perfil de riesgo y retorno aceptable en comparación al mercado y no se requieran inyecciones de capital nuevo, asociadas a un manejo deficiente.

En este contexto la combinación de regulación estricta y supervisión laxa es un incentivo para un comportamiento sesgado a un mayor riesgo del necesario en la industria porque “premia” a los gestores riesgosos y desincentiva a los gestores prudentes. En este escenario, los gestores prudentes terminan también asumiendo mayores riesgos que los deseados por las comparaciones del mercado, generándose en la industria un “comportamiento de manada”.

El incentivo para asumir un mayor riesgo surge del hecho de que el accionista no tiene el control y los gestores son remunerados en función básicamente del desempeño corriente del banco, teniendo el accionista información imperfecta sobre el tipo de gestor (“problema de riesgo moral”) y, sabiendo además, que existen rezagos entre las decisiones y la materialización de los riesgos.

En ese sentido, se puede llegar a las siguientes conclusiones:

- Mayores requerimientos de capital y de liquidez no desincentivan el comportamiento riesgoso de los bancos.

En función de lo discutido lo único que se generaría sería una búsqueda de rentabilizar el mayor capital, generando un mayor sesgo favorable para el tipo del gestor riesgoso en contra del tipo de gestor prudente. Por el contrario, si se quiere penalizar directamente el comportamiento riesgoso de los gestores se deben implementar medidas que discriminen tales como requerimientos de capital contingentes o mayores requerimientos de provisiones en función de los créditos y/o actividades en que se involucran los gestores.

- Requerimientos de capital diferenciados por tamaño o por características de sistémicas pueden generar un sistema más ineficiente, más vulnerable y más procíclico.

Detrás de esta medida está la lógica de que existe un problema de “moral hazard” en los bancos grandes y/o sistémicos que creen que serán rescatados (“too big to fail”) y por tanto asumen un comportamiento muy riesgoso. Un argumento en esta línea está dado por Francis y Osborne (2009) quienes encuentran que para los bancos ingleses, durante el periodo 1998-2006, el costo de endeudamiento subía mucho para los bancos pequeños en la parte baja del ciclo, mientras que para los bancos grandes se mantenía inalterado. Esto es reflejo, según los autores, de que existe un bail-out implícito para bancos grandes o sistémicos.

Esto no necesariamente es así. Un banco grande o muy diversificado (sistémico) tiene mayores economías de escala y capacidad de encontrar fondeo más rápidamente, mientras que un banco pequeño o poco diversificado, no. Las probabilidades de quiebra suben mucho más para un banco pequeño que para un banco grande y eso no está asociado a moral hazard sino a la eficiencia en la gestión. Un hecho interesante es que los bancos pequeños en la parte baja del ciclo incrementan sus ratios capital muy por encima del nivel regulatorio, mientras que los bancos grandes los mantienen relativamente constantes. Esto nos dice que los gestores de los bancos pequeños se vuelven más cautos y mantienen mayores “colchones” de capital y liquidez durante la parte baja del ciclo económico. Por tanto, mayor proporción de bancos pequeños tenderán a propagar más rápidamente los shocks negativos en la economía y acentuarán las recesiones.

- Los efectos de equilibrio general por el exceso de cargas tributarias y regulatorias llevarían a un menor crecimiento del capital bancario y por tanto a una menor expansión del crédito.

La cantidad de regulación sobre el sistema financiero (capital, liquidez, impuestos, etc.) generará una sensible disminución de la tasa de rentabilidad. Según un estudio de McKinsey (2010), las nuevas medidas de regulación harán que la rentabilidad de la industria caiga entre 5 y 6 puntos porcentuales del retorno de capital (RoE), básicamente debido a los cambios en las deducciones de capital y en un mayor ratio Core Tier 1, que afectará todos los segmentos bancarios. Según sus cálculos, la banca de inversión se verá más afectada (9 puntos porcentuales) debido a los activos ponderados por riesgo para los activos de los libros comerciales. Además, la excesiva regulación ahuyentará el capital del sistema bancario y se trasladará a otros sectores menos regulados.

Por otro lado, la necesidad de cumplir con toda la regulación y generar búsqueda de rentabilidad llevará a una disminución de la exposición crediticia para cumplir con los ratios de capital y de liquidez, y al incremento de los spreads, trasladando al sector real el impacto a través de mayores costos financieros y menor retribución al ahorro. En los mercados emergentes el ajuste no será a través de mayores costos sino por menor acceso al crédito, al ser el capital el bien más escaso, y los más afectados serían los sectores de la micro y pequeña empresa, considerados más riesgosos por su condición de informalidad.

- Los fondos de seguros con auto gravamen incentivan un problema de “riesgo moral”.

El Fondo de Rescate se financiaría con los impuestos que se cobre a los bancos para tal fin. Bajo este esquema, no se distingue a los bancos buenos de los bancos malos; es decir, de aquéllos con operaciones más riesgosas de los conservadores. Por otro lado, al hacer de conocimiento el Fondo de Rescate, el supervisor / regulador estaría dando un claro mensaje de que los bancos serán rescatados, generando un comportamiento con problemas de riesgo moral: si me van a rescatar y estoy pagando mi rescate por anticipado, entonces puedo asumir mayor riesgo. Este tipo de medidas no discriminan entre distintos tipos de administraciones bancarias (ver Dewatripont et al, 2010).

5. Potenciales impactos de los cambios en la regulación financiera sobre los países emergentes

Anterior se intenta determinar, desde un punto de vista microeconómico y cualitativo, la reacción de los agentes económicos ante los potenciales cambios que se vienen discutiendo. Ahora se realizará un ejercicio econométrico para determinar los efectos macroeconómicos de dichos cambios. El detalle de las estimaciones se presenta en el anexo técnico.

Para analizar dicho efecto se sigue una metodología en dos etapas. En una primera etapa se estima el impacto de la regulación sobre el sistema financiero. Dado que existen imperfecciones en el sistema financiero se analizan por separado variables de precio (margen neto de intereses respecto a los activos) y de cantidades (crédito al sector privado respecto al producto). Ambas variables reflejan el desarrollo y eficiencia del sistema financiero. Se esperaría que a mayor regulación se tenga mayor spread y menor profundidad financiera.

En una segunda etapa se estima el impacto de estas variables—crédito y margen—sobre el producto por habitante. Tal como lo demuestran King y Levine, 1993; Arestis y Demetriades, 1997; Beck et al., 2000; Levine et al., 2000; entre otros, existe una estrecha influencia del desarrollo financiero sobre el nivel de crecimiento de los países. De esta manera podemos estimar, a través de una regla de cadena, el impacto de la regulación sobre el producto.

Existen tres tipos de canales de transmisión del impacto de la regulación financiera sobre el producto. Los canales directos indican cómo la mayor regulación afectará la disponibilidad y el costo del crédito en los países emergentes. Ese es el propósito principal de este trabajo y ha sido también el foco de atención en la mayoría de otros trabajos empíricos. Sin embargo, existe un canal indirecto, a través del impacto de la regulación en los flujos de capitales a países emergentes y el crecimiento de los países desarrollados—que afecta los términos de intercambio relevantes para los emergentes. Adicionalmente, los cambios en la regulación podrían inducir cambios en el ambiente de competencia en el sistema financiero doméstico de los países emergentes a través de una mayor participación de banca pública con instrumentos financieros fuertemente subsidiados o desalentar la participación de banca extranjera en los sistemas domésticos, debilitando la competencia y la innovación financiera en el largo plazo. Si bien es cierto, estimamos los impactos de estas variables sobre el desarrollo financiero y el crecimiento, pero no cuantificamos el impacto de los cambios de la regulación financiera sobre dichas variables.

Las condiciones iniciales que se parte son de un menor desarrollo financiero en los países emergentes vis a vis los países desarrollados. Eso es particularmente cierto en América Latina, donde el nivel de crédito privado como porcentaje del producto es la cuarta parte de los países de la OECD y la mitad de los de Asia emergente. La misma tendencia se aprecia en otras variables como los depósitos del sistema financiero y el nivel de capitalización, tanto de los mercados de acciones como de los bonos privados y públicos.

En términos de índices de acceso, América Latina está muy rezagada. Dentro del mundo de los emergentes se encuentra detrás de Asia Emergente y Europa Emergente, con menos de 40% de la población total con acceso al crédito. En términos de porcentaje de la población con acceso a servicios financieros, la gran mayoría de países están entre 20 y 40%, muy pocos ligeramente por encima de 40% y sólo Chile bordea el 60%. Más aún, si se compara entre pobre y no pobres, la diferencia es abismal. En cuanto a las empresas latinoamericanas, menos del 20% financian sus inversiones con créditos bancarios y las diferencias de acceso al crédito por tamaño de empresa son muy marcadas a favor de las grandes empresas (ver RED CAF, 2011).

Por otro lado, los spreads son muy altos en América Latina. Entre las principales causas de ello están los altos costos operativos de los bancos como porcentaje de los activos, debido a que no se aprovechan las eficiencias de las economías a escala en la banca. La regulación financiera demasiado severa (mayores requerimientos de capital en Chile, por ejemplo) y las distorsiones legales en el sistema financiero (como requerimientos de encajes muy altos, impuestos a las transacciones financieras, requerimientos en cartera, entre otros) también tienen un impacto significativo en el spread. Entre otros factores están la falta de transparencia en la información, la poca efectividad del Poder Judicial y controles sobre la tasa de interés.

Adicionalmente, habría que mencionar que, a nivel macroeconómico, América Latina tiene dos desventajas frente a Asia: los bajos niveles de ahorro interno y una gran brecha de infraestructura.

En resumen, la situación de partida de los emergentes en general de América Latina en particular, es de menor desarrollo relativo. Si bien cierto que actualmente los países emergentes tienen grandes “colchones” de capital y de liquidez, es común creer que la mayor regulación no los afectará, pero esa es una visión estática y contable del problema. En una visión dinámica, la mayor regulación llevará a mantener buffers amplios y limitará el crecimiento del crédito. En el largo plazo, se tendrán efectos negativos sobre profundización financiera y acceso a servicios financieros de la población.

Etapas I: Regulación Financiera y Desarrollo del Sistema Financiero

Para explorar el impacto entre la regulación financiera y el desarrollo del sistema financiero se estiman dos regresiones, la primera teniendo como variable dependiente al crédito al sector privado sobre producto y la segunda teniendo como variable dependiente al margen neto de intereses respecto a activos. Las variables explicativas reflejan los canales directos (capital/activos ponderados por riesgo; reservas líquidas/activos; e índice de calidad regulatoria del capital) e inducidos (concentración e índice de libertad financiera) y otras variables estructurales (inflación y ambiente de negocios). Los efectos indirectos sólo se consideran en la segunda etapa.

Se encontró que mayores niveles de capital y de liquidez tienen un impacto negativo sobre el crédito al sector privado sobre producto. Este efecto es mayor en el caso de los emergentes tratándose de capital y en el caso de liquidez no es tan concluyente (en dos regresiones cambia de signo). Esta conclusión se obtiene al introducir una variable dummy, que toma valor de 1 si el país es emergente y de cero en otro caso, y multiplicarla por las variables de capital y de liquidez (ver tabla 1).

Tabla 1

Determinantes del crédito provisto por el sector bancario (%PIB)

	OLS (1)	FGLS (2)	FGLS (3)	FGLS (4)	FGLS (5)	FGLS (6)	FGLS (7)
Capital/activos (%)	-6.755* (-8.23)	-2.099* (-8.52)	-1.842* (-8.50)	-2.686* (-10.28)	-1.908* (-9.36)	-2.435* (-9.19)	-1.319* (-7.15)
Capital/activos*dummy EMEs	-1.470* (-2.48)	-1.885* (-7.31)	-0.611* (-2.33)	-2.130* (-8.46)	-1.649* (-7.20)	-2.080* (-8.57)	-0.904* (-3.57)
Reservas líquidas/activos (%)	-0.563 (-1.18)	-0.554* (-4.44)	-0.347* (-3.24)	-0.614* (-4.85)	-0.759* (-6.87)	-0.912* (-6.42)	-0.481* (-4.67)
Reservas líquidas/activos (%)*dummy EMEs	-0.409 (-0.80)	-0.301* (-2.02)	-0.417* (-2.96)	-0.216 (-1.36)	0.0828 (0.59)	0.305** (1.82)	-0.400* (-2.92)
Concentración	-59.95* (-5.30)	-32.90* (-7.88)		-40.63* (-9.58)	-25.23* (-7.47)	-9.104* (-2.04)	-28.82* (-8.30)
Inflación	-0.0718* (-2.06)	-0.0198** (-1.65)	-0.0382* (-2.60)		-0.0311* (-3.11)	-0.00860 (-0.45)	-0.0134** (-1.74)
Índice de regulación de capital	13.40 (0.85)	41.58* (5.67)	41.80* (4.31)	47.78* (6.73)		26.00* (3.17)	52.24* (8.67)
Ambiente de negocios	-0.631* (-7.95)	-0.834* (-19.39)	-0.704* (-13.17)	-0.687* (-18.10)	-0.655* (-19.03)		-0.963* (-27.39)
Índice de libertad financiera	-0.274* (-1.97)	-0.0617 (-1.36)	0.0186 (0.39)	-0.0816** (-1.95)	-0.00486 (-0.12)	0.192* (3.57)	
Constante	255.9* (9.06)	166.4* (21.03)	124.2* (13.41)	162.4* (22.01)	165.6* (28.43)	81.18* (10.04)	152.7* (27.48)
Observaciones	547	545	553	548	621	549	608
Países	69	69	69	70	81	70	78
R-cuadrada ajustada	0.496	0.418	0.383	0.442	0.431	0.380	0.390

Estadísticos t en paréntesis, ** p<0.10; * p<0.05

Fuente: BBVA Research

Es interesante notar que la calidad del capital (medido por el índice de calidad regulatoria) impacta positivamente sobre el nivel de crédito sobre producto. Esto es, lo más importante es la calidad y no la cantidad del capital. Este resultado es importante debido a que indica que si la regulación se concentra en exigir más capital, el impacto sobre crédito será significativo, e incluso será mayor en el caso de los emergentes en el largo plazo. En el corto plazo, contablemente se podría acomodar, pero será un freno a su capacidad de profundizar el sistema financiero y permitir un mayor acceso al crédito, esto es especialmente cierto para América Latina por el bajo nivel de acceso.

Respecto a las variables que intentan capturar los efectos inducidos, tales como concentración e índice de libertad financiera, se encuentra en el primer caso un efecto negativo. A mayor concentración menor desarrollo financiero, mientras que en el caso de libertad financiera los efectos no son importantes y robustos.

Por el lado estructural, cabe resaltar la fuerte y positiva influencia de un mejor ambiente de negocios (equivalente a un menor índice) sobre la profundidad financiera. Por otro lado, la tasa de inflación sale negativa, es decir, mientras mayor sea la inflación, la oferta de crédito disminuye.

Para la ecuación de margen neto de interés se encontró una relación positiva y significativa entre capital y liquidez respecto al margen. Cabe resaltar que en este caso, el efecto de emergentes desaparece para el capital (es no significativa la dummy multiplicativa), pero en el caso de liquidez el impacto final sobre el margen termina siendo contrarrestado. Esto es interesante, porque demuestra que en los emergentes el mecanismo de ajuste fundamental se da a través de cantidades y no a través de precios. Igualmente interesante es constatar que una mejora en la calidad regulatoria del capital implicaría un menor margen (ver tabla 2)

Tabla 2

Determinantes de margen de interés neto

	OLS (1)	FGLS (2)	FGLS (3)	FGLS (4)	FGLS (5)	FGLS (6)	FGLS (7)	FGLS (8)
Capital/activos	0.00164* (6.48)	0.00161* (12.92)	0.00159* (10.64)	0.00162* (13.26)	0.00141* (11.65)	0.00155* (11.48)	0.00182* (16.16)	0.00120* (10.23)
Capital/activos*dummy EMEs	0.000216 (0.97)	-0.0000993 (-0.84)	0.0000626 (0.39)	-0.000109 (-0.95)	-0.000124 (-1.06)	0.0000196 (0.17)	-0.0000204 (-0.13)	-0.000133 (-1.14)
Reservas líquidas/activos	0.000273** (1.66)	0.000191* (3.14)	0.000162* (2.51)	0.000226* (3.52)	0.000181* (3.01)	0.000182* (2.93)	0.000252* (3.36)	0.000328* (4.11)
Reservas líquidas/activos*dummy EMEs	-0.000207 (-1.12)	-0.000187** (-1.91)	0.0000305 (0.28)	-0.000201* (-2.05)	-0.000195* (-2.11)	-0.000145** (-1.80)	-0.0000747 (-0.67)	-0.000336* (-3.09)
Eficiencia	0.510* (7.02)	0.263* (10.80)		0.265* (11.01)	0.283* (11.57)	0.377* (16.34)	0.314* (11.44)	0.340* (14.46)
Concentración	-0.00401 (-1.02)	-0.000989 (-0.56)	0.00398** (1.72)		-0.00152 (-0.97)	0.00273** (1.87)	0.00170 (0.69)	-0.00123 (-0.81)
Inflación	-0.00000724 (-0.40)	-0.0000154 (-1.04)	-0.0000222 (-1.24)	-0.0000213 (-1.46)		-0.00000239 (-0.18)	-0.0000186 (-1.11)	0.00000470 (0.30)
Índice de regulación de capital	-0.0113* (-2.42)	-0.0186* (-5.39)	-0.0334* (-6.96)	-0.0193* (-5.78)	-0.0158* (-4.59)		-0.0332* (-7.15)	-0.0209* (-5.83)
Ambiente de negocios	0.000132* (4.42)	0.000178* (11.87)	0.000264* (10.94)	0.000166* (12.37)	0.000199* (14.61)	0.000190* (12.83)		0.000219* (15.16)
Índice de libertad financiera	-0.000109* (-2.42)	-0.0000969* (-4.86)	-0.0000772* (-3.31)	-0.0000973* (-4.99)	-0.000121* (-6.45)	-0.000120* (-6.39)	-0.000116* (-5.30)	
Constante	0.0125* (2.33)	0.0213* (6.29)	0.0321* (6.18)	0.0226* (6.75)	0.0200* (7.33)	0.00381 (1.62)	0.0389* (8.54)	0.0129* (4.07)
Observaciones	560	559	559	560	562	634	573	631
Países	71	71	71	71	72	83	73	81
R-cuadrada ajustada	0.581	0.551	0.359	0.552	0.549	0.589	0.558	0.573

Estadísticos t en paréntesis, ** p<0.10; * p<0.05

Fuente: BBVA Research

En cuanto al canal “inducido” tenemos que el nivel de concentración no parece tener una relación estable, mientras que en este caso, el índice de libertad financiera si es significativo, mostrando que a mayor libertad tendremos un menor margen.

Respecto a las variables estructurales, tenemos nuevamente que un mejor ambiente de negocios es importante para reducir el margen. Por otro lado, se introdujo una variable de eficiencia (gastos administrativos /activos), mostrando que a mayor eficiencia (menor ratio) tendremos un menor margen; mientras que en este caso la inflación no fue significativa.

Etapa II: Desarrollo Financiero y desempeño Económico

En esta segunda etapa de la estrategia de estimación, se regresa el PIB per cápita respecto a las dos variables que reflejan el desarrollo financiero (crédito al sector privado/PIB y margen neto/activos) y otras variables que reflejan temas estructurales y las variables que reflejan los canales indirectos (términos de intercambio y flujos de capitales). Los resultados, consistentes con la teoría económica, se presentan en la tabla 3. El crédito sobre PIB tiene un efecto positivo en el PIB per cápita. En contraste, el margen de interés neto tiene un efecto negativo. Los coeficientes de las variables de control muestran que el ambiente de negocios, los términos de intercambio, la formación de capital bruto, y los flujos netos de deuda externa tienen un efecto positivo en el PIB per cápita.

Tabla 3

Determinantes del PIB per cápita

	OLS (1)	FGLS (2)	FGLS (3)	FGLS (4)	FGLS (5)	FGLS (6)
Crédito Bancario	18.68* (8.03)	5.290* (4.34)	14.97* (9.50)	5.744* (4.62)	6.758* (5.62)	19.53* (10.21)
Margen de interés neto	-8219.5* (-2.99)	-2296.6* (-3.94)	-4595.8* (-6.12)	-1973.4* (-3.40)	-3076.6* (-4.83)	-5002.9* (-5.16)
Ambiente de negocios	-57.36* (-15.74)	-72.91* (-35.89)		-74.00* (-38.15)	-64.67* (-39.62)	-146.9* (-39.63)
Términos de comercio	-0.649 (-0.26)	4.740* (4.77)	11.11* (8.95)		6.511* (7.93)	15.36* (9.87)
Formación de capital bruto	-37.57* (-3.25)	6.837* (2.56)	0.524 (0.16)	6.461* (2.46)		4.443 (1.18)
Flujos netos de deuda externa	26562.3* (7.00)	4328.7* (5.73)	4595.5* (5.03)	4479.4* (6.01)	5433.1* (6.95)	
Constante	10593.3* (17.06)	10758.7* (42.79)	2764.4* (16.51)	11281.9* (48.45)	10193.7* (44.50)	18550.2* (40.17)
Observaciones	920	916	916	924	956	1286
Países	96	96	96	93	93	129
R-cuadrada ajustada	0.364	0,305	0,151	0,309	0,300	0,514

Estadísticos t en paréntesis, ** p<0.10; * p<0.05

Fuente: BBVA Research

Utilizando las estimaciones anteriores, se estima cual sería el efecto sobre el PIB per cápita de un aumento de 1% en las variables de capital y liquidez. Con este fin, primero se obtuvieron las elasticidades del crédito bancario y el margen neto por intereses respecto al capital y la liquidez, las cuales se presentan a continuación. En la siguiente tabla se observa que un aumento en el capital de 1% reduce el crédito bancario/PIB en -0.53% en emergentes; mientras que el efecto para el total de la muestra es menor, -0.30%. En términos de liquidez se obtiene que un aumento de 1% en las reservas líquidas, reduce el crédito sobre PIB en -0.13% en emergentes y en -0.08% en el total de la muestra. En suma, los efectos del capital y la liquidez son más fuertes en emergentes en términos del crédito/PIB. El ambiente de negocios parece ser una variable muy importante para explicar la penetración bancaria.

Tabla 4

Elasticidad del crédito respecto a las siguientes variables

	Total	EMEs
Capital/activos	-0,30	-0,53
Reservas líquidas/activos	-0,08	-0,13
Índice de regulación de capital	0,41	0,37
Ambiente de negocios	-1,22	-0,99

* Utilizando valores de 2008 y los coeficientes de la columna (2)

Fuente: BBVA Research

Por otra parte, los resultados muestran que un aumento en el capital de 1% genera un aumento en el margen de interés neto de alrededor del 0.30% y no parecen existir efectos diferenciados muy altos entre países emergentes y el resto. La elasticidad del margen de interés neto respecto a las reservas líquidas es de 0.03% para toda la muestra, mientras que para emergentes es muy cercano a cero.

Tabla 5

Elasticidad del margen de interés neto respecto a las siguientes variables

	Total	EMEs
Capital/activos	0,29	0,31
Reservas líquidas/activos	0,03	0,00
Índice de regulación de capital	-0,22	-0,23
Ambiente de negocios	0,31	-0,29

* Utilizando valores de 2008 y los coeficientes de la columna (2)

Fuente: BBVA Research

Para conocer y cuantificar el proceso de transmisión del capital y la liquidez al PIB per cápita se requiere la elasticidad del PIB per cápita respecto al crédito bancario y el margen neto por intereses. Estas elasticidades se presentan en la siguiente tabla.

Tabla 6

Elasticidad del PIB per cápita respecto a las siguientes variables

	Intervalo bajo	Intervalo alto
Crédito bancario	0,05	0,19
Margen de interés neto	-0,03	-0,07
Ambiente de negocios	-1,42	-2,86

* Utilizando valores de 2008 y los coeficientes de la columna (2) para el intervalo bajo y de la (6) para el alto, debido a que tiene el mayor R-cuadrado

Fuente: BBVA Research

Las elasticidades anteriores permiten que el efecto del capital y la liquidez en el PIB per cápita se pueda desagregar en cada uno de los dos canales de transmisión: el crédito bancario y el margen de interés neto. Los resultados de cada canal son los siguientes.

Canal del crédito bancario/PIB

Tabla 7

Efecto sobre el PIB per cápita de un aumento de 1% en las siguientes variables

	Total		EMEs	
	Intervalo bajo	Intervalo alto	Intervalo bajo	Intervalo alto
Capital/activos	-0,02	-0,06	-0,03	-0,10
Reservas líquidas/activos	0,00	-0,02	-0,01	-0,02
Índice de regulación de capital	0,02	0,08	0,02	0,07

* Utilizando valores de 2008

Fuente: BBVA Research

Canal del margen de interés neto

Tabla 8

Efecto sobre el PIB per cápita de un aumento de 1% en las siguientes variables

	Total		EMEs	
	Intervalo bajo	Intervalo alto	Intervalo bajo	Intervalo alto
Capital/activos	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02
Reservas líquidas/activos	0,00	0,00	0,00	0,00
Índice de regulación de capital	0,01	0,02	0,01	0,02

* Utilizando valores de 2008

Fuente: BBVA Research

Finalmente, se pueden agregar ambos efectos y cuantificar el efecto total sobre el PIB per cápita. Los resultados muestran que un aumento tanto en el capital y las reservas líquidas de 1%, generan una reducción en el PIB per cápita de entre -0.04% y -0.15% en emergentes. Lo que contrasta con una reducción de entre -0.03% y -0.10% para el total de la muestra.

Agregando el canal del crédito bancario y el margen de interés neto

Tabla 9

Efecto sobre el PIB per cápita de un aumento de 1% en las siguientes variables

	Total		EMEs	
	Intervalo bajo	Intervalo alto	Intervalo bajo	Intervalo alto
Capital/activos	-0,02	-0,08	-0,04	-0,13
Reservas líquidas/activos	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02
Índice de regulación de capital	0,03	0,10	0,03	0,09
Capital y reservas líquidas	-0,03	-0,10	-0,04	-0,15

* Utilizando valores de 2008

Fuente: BBVA Research

Esto implica que si el capital sobre activos subiera en 20%, el impacto sobre el PIB per cápita sería de -1.6% para la muestra y -2.5% para emergentes (en el intervalo alto). Adicionalmente, si las reservas líquidas sobre activos subieran también en 20%, el efecto en el PIB per cápita sería de -0.4% para la muestra y -0.5% para emergentes (en el intervalo alto).

6. Reflexiones finales

La reciente crisis financiera requiere de una adecuación del marco regulatorio, donde la reducción del apalancamiento es un tema central que debe abordarse. Sin embargo, se debe tener en cuenta la importancia del sistema financiero para el crecimiento de largo plazo y evitar los excesos regulatorios que penalicen excesivamente la inversión en el sistema y distorsionen los incentivos en el sentido inadecuado, lo cual afectará más a los países emergentes y, dentro de ellos, a los segmentos de población que hoy en día no cuentan con acceso a los servicios financieros formales.

Los efectos negativos sobre los países emergentes se verán potenciados por los canales indirectos (menores términos de intercambio) y podrían afectar también, a través de políticas públicas que impidan la inversión extranjera o incentiven una participación no competitiva del sector público, la eficiencia y la penetración bancaria en el largo plazo (mayor concentración o menor libertad financiera).

Finalmente habría que recordar que el exceso de regulación sobre capital y liquidez no compensan los desequilibrios macroeconómicos generados por políticas fiscales o monetarias imprudentes. Ni tampoco compensan la existencia de un régimen laxo o incompleto de supervisión.

Referencias Bibliográficas

- Allen, Franklin, Wharton School University of Pennsylvania (February 2010), Presentation to the G20 Committee *"Reform to the Financial System"*, Seoul, Korea.
- Arestis P., Demetriades P. and Luintel K. (1997), *"Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets"* Keele Department of Economics Discussion Papers (1995-2001) 97/05, Department of Economics, Keele University.
- Bank for International Settlements – Basel Committee on Banking Supervision (July 2010), Consultative Document *"Countercyclical Capital Buffer Proposal"*.
- Bank for International Settlements (February 2007), *"Evolving banking systems in Latin America and the Caribbean: challenges and implications for monetary policy and financial stability"*, BIS Papers No 33.
- Bank for International Settlements (February 2011) *"Basel III: Long-term impact on economic performance and fluctuations"*, BIS Working Papers No 338.
- Bank for International Settlements (October 2010), The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20.
- Bank of England (June 2010), *"Financial Stability Report"*, Issue nº 27.
- Barrell, Ray, E Philip Davis, Tatiana Fic, Dawn Holland, Simon Kirby and Iana Liadze (July 2009), *"Optimal Regulation of Bank Capital and Liquidity: How to Calibrate New International Standards"*, Occasional Paper Series 38, Economics of Financial Regulation Department, Financial Services Authority, London, UK.
- Basel Committee on Banking Supervision (August 2010), *"An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements"*.
- Basel Committee on Banking Supervision (December 2009), *"Strengthening the resilience of the banking sector"*.
- Basel Committee on Banking Supervision and Financial Stability Board (August 2010), *"Interim Report: Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements"*.
- Beck, T., Clarke G., Groff A., Keefer P. and Walsh P. (2000), *"New tools and new tests in comparative political economy: the Database of Political Institutions"*. Policy Research Working Paper, No. 2283, Development Research Group, World Bank.
- Berrospeide J. and Edge R. (August 2010), *"The Effects of Bank Capital on Lending: What Do We Know, and What Does it Mean?"*, Federal Reserve.
- Blanchard, Olivier, Foreword for the *"World Economic Outlook"* (October 2010), International Monetary Fund.
- Blundell-Wignall A. and Atkinson P. (2010), *"Thinking beyond Basel III: necessary solutions for capital and liquidity"*, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2010 – Issue 1.
- Caballero, Ricardo J (November 2009), *"Sudden Financial Arrest"*, Working Paper No 09-29, Massachusetts Institute of Technology – Department of Economics.
- Caballero, Ricardo J and Arvind Krishnamurthy (2009), *"Global Imbalances and Financial Fragility"*, Working Paper No 14688, National Bureau of Economic Research.
- Calvo, Guillermo (October 2009), *"Financial Crisis and Liquidity Shocks: A Bank-Run Perspective"*, Working Paper No 15425, National Bureau of Economic Research.
- Correia F., Jiménez L. and Manuelito S. (December 2009), *"Financial regulation and oversight: lessons from the crisis for Latin America and the Caribbean"*, CEPAL review 99.
- Crédit Suisse (08 January 2010), *"Quantifying the impact from BIS regulations"*.
- Crédit Suisse (14 May 2010), *"Likely regulatory impact - a one stop shop"*.
- Dewatripont, Mathias and Jean-Charles Tirole (1994), *"The Prudential Regulation"*, MIT Press, Cambridge Massachuttes.
- Dewatripont, Mathias, Jean-Charles Rochet and Jean Tirole (2010), *"Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis"*, Princeton University Press.

- Fanelli J. (December 2009), *"Domestic Financial Development in Latin America"*, CEDES.
- Fernández de Lis S. (Julio-Agosto 2010), *"Estabilidad financiera e inclusión financiera en los países emergentes: ¿Cuál puede ser el impacto de la reforma de la regulación financiera internacional?"*, Crisis Financiera Y Arquitectura Financiera Internacional, N.º 855.
- Freixas, Xavier y Jean-Charles Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- Galindo A., Izquierdo A., and Rojas-Suarez L. (January 2010), *"Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: Do They Amplify External Financial Shocks?"*, Center for Global Development, Working Paper 203.
- García-Herrero A. and Gavilá S. (2006), Banco de España, *"Posible impacto de Basilea II en los países emergentes"*.
- Guidotti P., Rojas-Suarez L. and Zahler R. (October 2003), *"Designing Financial Regulatory Policies that Work for Latin America: The Role of Markets and Institutions"*.
- Hanson S., Kashyap A., and Stein J. (July 2010), *"A Macroprudential Approach to Financial Regulation"*, Draft Paper Journal of Economic Perspectives.
- Hanson, Samuel (Harvard University), Ami K Kashyap (University of Chicago and NBER) and Jeremy C Stein University of Chicago and NBER (July 2010), *"A Macroprudential Approach to Financial Regulation"*, First Draft of a paper prepared for the Journal of Economic Perspectives.
- Institute of International Finance (June 2010), *"Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework"*.
- International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2010.
- J.P.Morgan (03 February 2010), *"Regulatory fears now over-discounted"*.
- J.P.Morgan (January 2010), *"Impact of Basel III Capital Structure Requirements"*.
- John, Kose, Theresa A. John, and Anthony Saunders (1994), *"Universal Banking and Risk Taking"*, Journal of Banking and Finance, Volume 18, Issue 2, January 1994, pages 307-323.
- King R. and Levine R. (August 1993), *"Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right"*, The Quarterly Journal of Economics.
- La Caixa (May 2010), *"The impact for Spain of the new banking regulations proposed by the Basel committee"*, Working Paper Series No. 01/2010.
- Levine R., Loayza N. and Beck T. (2000), *"Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes"*, Journal of Monetary Economics, 46(1), 31-77.
- McKinsey & Company - Banking and Securities (April 2010), *"Basel III What the draft proposals might mean to European Banking"*.
- McKinsey & Company (January 2010), *"Regulatory changes and their impact on the banking industry"*, Discussion document.
- Osborne, Matthew and William Francis (March 2009), *"On the Behaviour and Determinants of Risk-Based Capital Ratios: Revisiting the Evidence from UK Banking Institutions"* Occasional Paper Series 31, Economics of Financial Regulation Department, Financial Services Authority, London, UK.
- Porzecanski A. (October 2009), *"Latin America: the missing financial crisis"*, ECLAC United Nations.
- Repullo, Rafael, (2010), Seminario *"La reforma de la regulación del capital bancario"*, Discurso como Director del Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- Repullo, Rafael, Jesús Saurina and Carlos Trucharte (July 2009), *"Mitigating Procyclicality of Basel II"*, Documento de Trabajo 0903 CEMFI.
- Rojas-Suarez L. (February 2002), *"Can international capital standards strengthen banks in emerging markets?"*, Institute for International Economics.
- Rojas-Suarez L. (January 2010), *"The International Financial Crisis: Eight Lessons for and from Latin America"*, Center for Global Development, Working Paper 202.
- Sherwin E. (December 2005), *"The cost-benefit analysis of financial regulation: What the sec ignores in the rulemaking process, why it matters, and what to do about it"*.
- Stallings B. and Studart R. (March 2003), *"Financial regulation and supervision in emerging markets: the experience of Latin America since the Tequila Crisis"*, CEPAL United Nations Publication.

Working Papers

- 09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 09/03 **Alicia García-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools.
- 09/04 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 09/05 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 09/06 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.
- 09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabábara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?
- 09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 09/11 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers.
- 09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile.
- 09/14 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 09/16 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade.
- 09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 09/18 **Alicia García Herrero y Daniel Santabábara García:** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China.
- 09/19 **C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan.
- 09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica.
- 09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica.
- 10/01 **Carlos Herrera:** Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México.
- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America.
- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America.

- 10/04 **Mónica Correa-López y Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018.
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.
- 10/06 **Soledad Hormazabal D.:** Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case.
- 10/07 **Rafael Doménech y Juan Ramón García:** ¿Cómo Conseguir que Crezcan la Productividad y el Empleo, y Disminuya el Desequilibrio Exterior?
- 10/08 **Markus Brückner and Antonio Ciccone:** International Commodity Prices, Growth, and the Outbreak of Civil War in Sub-Saharan Africa.
- 10/09 **Antonio Ciccone and Marek Jarocinski:** Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?
- 10/10 **Antonio Ciccone and Markus Brückner:** Rain and the Democratic Window of Opportunity.
- 10/11 **Eduardo Fuentes:** Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes a los fondos de pensiones: una aproximación a partir del caso de Chile.
- 10/12 **Eduardo Fuentes:** Creating incentives for voluntary contributions to pension funds by independent workers: A primer based on the case of Chile.
- 10/13 **J. Andrés, J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both.
- 10/14 **Alicia García-Herrero:** Dynamic Provisioning: Some lessons from existing experiences.
- 10/15 **Arnoldo López Marmolejo and Fabrizio López-Gallo Dey:** Public and Private Liquidity Providers.
- 10/16 **Soledad Zignago:** Determinantes del comercio internacional en tiempos de crisis.
- 10/17 **Angel de la Fuente and José Emilio Boscá:** EU cohesion aid to Spain: a data set Part I: 2000-06 planning period.
- 10/18 **Angel de la Fuente:** Infrastructures and productivity: an updated survey.
- 10/19 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta y Javier Alonso:** Simulaciones de rentabilidades en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/20 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta and Javier Alonso:** Return Simulations in the Private Pensions Industry in Peru.
- 10/21 **Máximo Camacho and Rafael Doménech:** MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.
- 10/22 **Enestor Dos Santos and Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/23 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/24 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Reasons to justify fees on assets in the Peruvian private pension sector.
- 10/25 **Mónica Correa-López, Agustín García Serrador and Cristina Mingorance-Arnáiz:** Product Market Competition and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries.
- 10/26 **Carlos A. Herrera:** Long-term returns and replacement rates in Mexico's pension system.
- 10/27 **Soledad Hormazabal:** Multifondos en el Sistema de Pensiones en Chile.
- 10/28 **Soledad Hormazabal:** Multi-funds in the Chilean Pension System.
- 10/29 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulations of long-term returns and replacement rates in the Colombian pension system.
- 10/30 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia.

- 11/01 **Alicia García Herrero:** Hong Kong as international banking center: present and future.
- 11/02 **Arnoldo López-Marmolejo:** Effects of a Free Trade Agreement on the Exchange Rate Pass-Through to Import Prices.
- 11/03 **Angel de la Fuente:** Human capital and productivity
- 11/04 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los determinantes de la migración y factores de la expulsión de la migración mexicana hacia el exterior, evidencia municipal.
- 11/05 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración Mexicana hacia los Estados Unidos: Una breve radiografía.
- 11/06 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** El Impacto de las Redes Sociales en los Ingresos de los Mexicanos en EEUU.
- 11/07 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo:** Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes.

Los análisis, las opiniones y las conclusiones contenidas en este informe corresponden a los autores del mismo y no necesariamente al Grupo BBVA.

Podrá acceder a las publicaciones de BBVA Research a través de la siguiente web: <http://www.bbvarsearch.com>

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com