



Estabilidad financiera en tiempos de incertidumbre

Discurso de Alexandre Tombini¹

Representante en Jefe de la Oficina del BPI para las Américas

III Congreso Latinoamericano de Banca Sostenible e Inclusiva
Santo Domingo, 14 de mayo de 2025

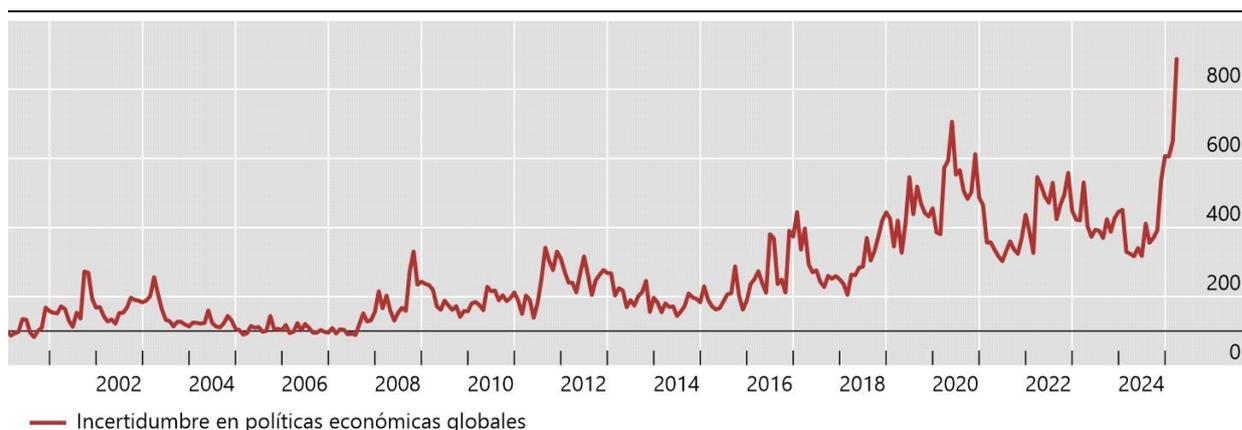
Un entorno de incertidumbre

Estamos viviendo un periodo de incertidumbre muy alta. Como pueden observar en el gráfico 1, la incertidumbre global en las políticas públicas está en el nivel más elevado de los últimos 40 años – aún más alta que durante la pandemia del Covid-19.

La incertidumbre global se disparó

Enero 2000 = 100

Gráfico 1



Fuente: Baker et al. (2016).

La incertidumbre de hoy es bastante distinta de la de episodios pasados. No es el resultado de una crisis financiera, como en 2008, ni de una pandemia, como en 2020, sino que proviene de una reconsideración fundamental del orden político, económico y financiero posterior a la Segunda Guerra Mundial.

Permítanme centrarme en el lado económico y financiero de esta reconsideración. Aquí, la fuente más destacada de incertidumbre es la reciente escalada de tensiones comerciales. Pero la incertidumbre va más allá. Estados Unidos y, en menor medida, Europa están pasando por una reconsideración fundamental de sus políticas migratorias. Además de dificultar la nueva migración,

¹ Las opiniones expresadas son mías y no necesariamente reflejan las del BPI.

esto podría resultar en deportaciones a gran escala y una disminución en las remesas. También hay incertidumbre sustancial sobre el rumbo de la política fiscal en muchas economías. Los niveles de deuda son altos en todo el mundo y seguirán aumentando en muchas economías a menos que haya un cambio fundamental en la política fiscal. Cómo sucederá este cambio, aún se desconoce.

Aunque la incertidumbre sigue siendo alta, hay señales de que podría estar disminuyendo. El aplazamiento de los aranceles y los recientes acuerdos comerciales entre los Estados Unidos y otros países, sobre todo China, aclaran las reglas de juego en los próximos meses, aunque persiste la incertidumbre sobre lo que va a ocurrir a largo plazo.

Otro factor importante es que la formulación de políticas económicas ocurre dentro de ciertos límites. Los anuncios de aranceles y su posterior aplazamiento por parte de la nueva administración de Estados Unidos son un ejemplo de ello. Los mercados cayeron precipitadamente cuando se anunciaron aranceles y represalias arancelarias cada vez más altos, y los líderes empresariales expresaron sus temores sobre las consecuencias para la actividad económica y el empleo. Esto eventualmente llevó a un aplazamiento de 90 días de muchas de las medidas arancelarias anunciadas. De hecho, el subíndice de incertidumbre debido al comercio internacional retrocedió desde mediados de abril.

Esto ilustra cómo las consecuencias económicas limitan las opciones de política —y, por ende, la incertidumbre relacionada con las políticas. Por supuesto, este guion es bien conocido en mercados emergentes como los de América Latina, donde hay numerosos ejemplos de medidas radicales que han tenido que ser revertidas debido al aumento de las primas de riesgo y la caída de los tipos de cambio.

Permítanme dar un paso atrás y examinar las implicaciones de la alta incertidumbre sobre la actividad económica. La incertidumbre tiende a inducir a los hogares y las empresas a posponer sus decisiones de gasto para el futuro. El temor a pérdidas de ingresos puede debilitar la confianza del consumidor y, por lo tanto, el gasto en consumo. Es probable que las empresas pospongan sus planes de inversión hasta tener más certeza, lo que reduce la formación de capital. Las recientes llamadas con analistas en Estados Unidos ya muestran signos de que los consumidores y las empresas están reduciendo sus gastos.

Impacto en los mercados financieros

El lado financiero de la incertidumbre es la volatilidad. Como pueden observar en el gráfico 2, varias medidas de volatilidad se dispararon a principios de 2025, aunque quedaron muy debajo de los valores registrados en marzo de 2020.

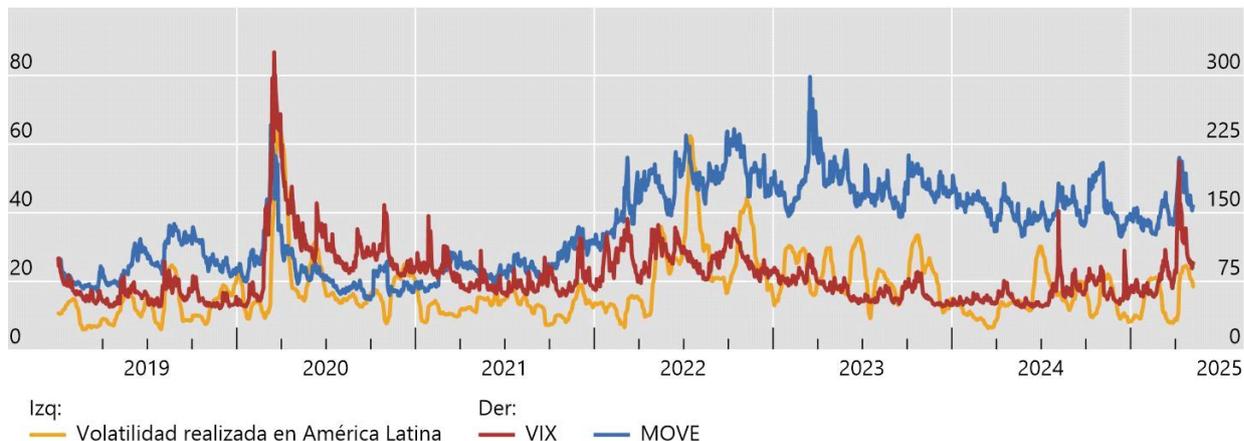


La incertidumbre ha generado volatilidad

Gráfico 2

Desv. est.

2019 = 100



Fuentes: Bloomberg; BPI.

La primera reacción ante una alta volatilidad suele ser el desapalancamiento. Los inversionistas y otros participantes del mercado intentan reducir el riesgo en sus balances disminuyendo el apalancamiento y vendiendo activos de riesgo. Incluso pueden verse obligados a vender activos menos riesgosos para cumplir con llamadas de margen. Esto explica por qué la volatilidad financiera tiende a ser direccional, es decir, que los precios de los activos tienden a caer cuando la volatilidad aumenta.

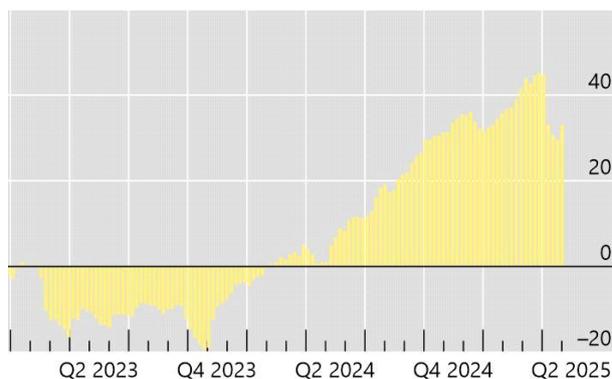
Por ahora, hay señales de que los inversores redujeron sus posiciones en activos de riesgo, aunque no de manera sustancial. Como ven en el panel izquierdo del gráfico 3, hubo ventas de participaciones en fondos de bonos de baja calificación crediticia. Mientras tanto, en el panel de la derecha vemos salidas de capitales de fondos especializados en bonos latinoamericanos. Por ahora, estos fueron absorbidos por el sector financiero local y no han tenido un impacto importante en los precios de activos latinoamericanos.

Flujos de fondos de inversión muestran leve reducción de riesgo

Miles de millones de dólares

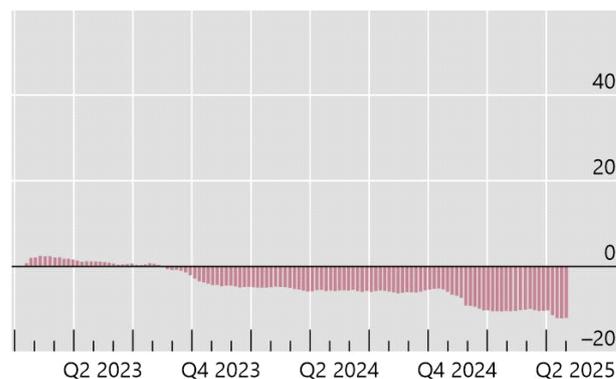
Gráfico 3

A. Ventas de fondos con activos de riesgo



Flujos acumulados a EE.UU.:
 Bonos de alto rendimiento

B. Ha habido una salida de capitales en América Latina



Flujos acumulados a América Latina:
 Bonos

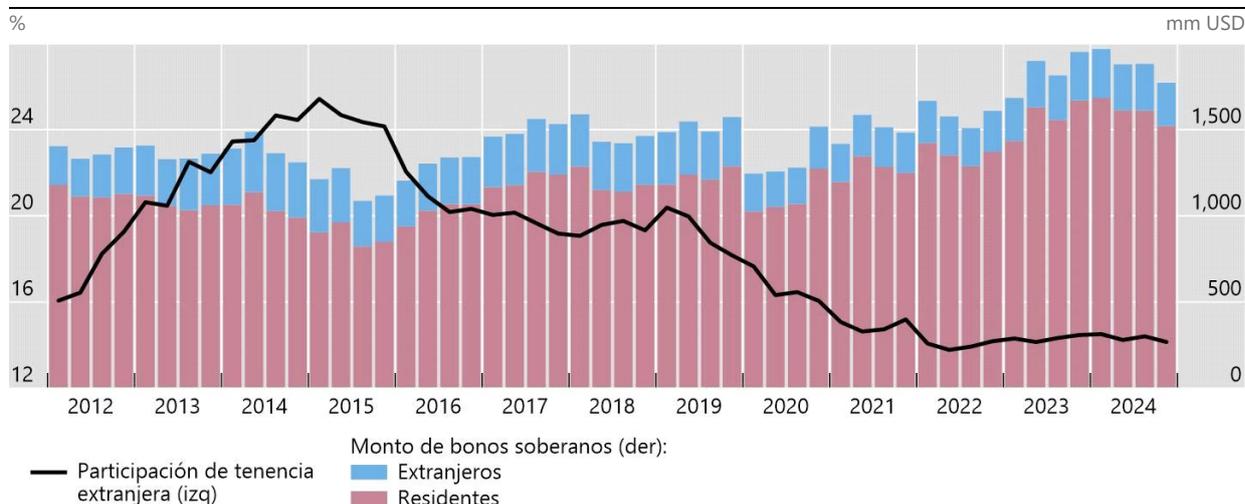
Fuentes: EPFR; BPI.

La reciente turbulencia del mercado también puede tener efectos a largo plazo. Algunos participantes del mercado están reconsiderando el papel del dólar estadounidense como la moneda clave global y el papel de los activos estadounidenses en sus carteras. Aunque no hay una alternativa clara al dólar, hay señales de una diversificación gradual de carteras.

Para América Latina, esto constituye tanto un desafío como una oportunidad. Es un desafío para los gestores de reservas y otros inversionistas, cuya asignación de carteras se volverá más compleja. Pero es una oportunidad para el desarrollo del mercado (gráfico4). Por ejemplo, la búsqueda de alternativas al dólar podría detener el declive en la participación de inversionistas extranjeros en los mercados de renta fija de América Latina.

La participación de los inversores extranjeros en los mercados de América Latina ha disminuido

Gráfico 4



Fuentes: Arslanalp y Tsuda (2014); FMI; BPI.

¿Cómo afecta todo esto a la estabilidad financiera?

Permítanme abordar cómo el reciente aumento en la incertidumbre y la volatilidad afecta la estabilidad financiera. Antes de analizar América Latina en detalle, permítanme esbozar algunos de los mecanismos que deberíamos considerar.

Volatilidad y estabilidad financiera

La relación entre la volatilidad y la estabilidad financiera no es sencilla. Un aumento repentino en la volatilidad puede desencadenar una retirada y generar inestabilidad financiera. Los mecanismos son bien conocidos:

1. La volatilidad incrementa el riesgo de las inversiones financieras.
2. El valor en riesgo (VaR) de las inversiones aumenta repentinamente, agotando los presupuestos de riesgo y resultando en llamadas de margen.
3. Los bancos y otras instituciones financieras venden activos para reducir el riesgo y cumplir con las llamadas de margen.
4. La venta de activos deprime el valor de los activos de riesgo en la economía, lo que resulta en un mayor desapalancamiento.
5. Esto lleva a una espiral descendente hasta que los precios de los activos han caído tanto que se vuelven atractivos para inversionistas externos.

Pero el riesgo de mercado es solo una parte de la historia, ya que no considera lo que sucede en la economía real. Una espiral descendente similar puede ocurrir en la economía real: los hogares y las empresas responden a choques adversos o a alta incertidumbre reduciendo su consumo y gasto en inversión. Esto reduce la actividad económica, lo que a su vez conduce a más retiradas y recortes de gasto.

Esto significa que los bancos pueden verse afectados en varios frentes al mismo tiempo: la caída en los precios de los activos deprime el valor de sus inversiones financieras, y la disminución de los ingresos lleva a un deterioro en la calidad de su cartera de préstamos. Dicho esto, mientras que el riesgo de mercado golpea muy rápidamente, las pérdidas crediticias tardan en acumularse.

Aunque la alta volatilidad puede desencadenar inestabilidad financiera, no es la causa de ella. La causa inmediata es el alto apalancamiento, ya sea en las instituciones financieras o en sus prestatarios.

Sabemos que el apalancamiento tiende a ampliarse cuando las perspectivas de ganancias son buenas y la volatilidad y las tasas de interés son bajas. Las vulnerabilidades tienden a acumularse en tiempos buenos y se manifiestan en tiempos malos. Para generar ganancias, los bancos y otros intermediarios financieros se sienten obligados a aumentar su apalancamiento. En la economía real, los hogares y las empresas están más dispuestos a tomar préstamos grandes si esperan que sus ingresos permanezcan estables y las tasas de interés sin cambios. Por lo tanto, la baja volatilidad puede resultar en un auge crediticio que puede durar muchos años.

Es importante destacar que la mayoría de las medidas de riesgos no están diseñadas para detectar esta acumulación gradual de riesgos. Por ejemplo, los modelos de VaR con un periodo de estimación limitado pueden subestimar los riesgos extremos, ya que los eventos de alta volatilidad en el pasado salen del periodo de estimación después de algunos años. Mientras tanto, muchos modelos de riesgo crediticio son muy buenos en predecir cuáles hogares o empresas son más propensos al incumplimiento, pero no pueden predecir cuándo y bajo qué condiciones esto ocurre. Como consecuencia, los bancos y otros inversionistas a menudo no están preparados cuando la volatilidad eventualmente aumenta, llevando al mecanismo de retirada que describí anteriormente.

Investigaciones de mi colega Claudio Borio y varios coautores han demostrado que el crecimiento del crédito por encima de la tendencia es el mejor indicador de advertencia para la inestabilidad financiera unos años más adelante. Formalizaron esto en la medida de la brecha de crédito, que representa la desviación del crecimiento del crédito de su tendencia a largo plazo. La brecha de crédito predice las crisis mucho mejor que los precios de los activos o el nivel de crédito en sí.²

Antes de analizar dónde se encuentra América Latina hoy, permítanme dedicar unas palabras a la posible aceleración de las crisis financieras. El colapso de Silicon Valley Bank (SVB) y otros hace poco más de dos años muestra que las corridas bancarias podrían ser mucho más rápidas de lo que nadie había predicho. En lugar de hacer fila en el banco o enviar una orden de dinero por correo o en ventanilla, los clientes pueden abrir sus aplicaciones móviles y transferir sus fondos en cuestión de minutos. Aunque la naturaleza precisa de la corrida en SVB sigue siendo objeto de debate —algunos

² Véanse Borio y Lowe (2002), Borio y Drehmann (2009) y Drehmann (2014).

autores señalan la importancia de las redes sociales y las aplicaciones móviles como catalizadores, mientras que otros enfatizan el papel del sector de capital de riesgo³— debemos estar preparados para corridas bancarias mucho más rápidas que en el pasado.

¿Qué tan vulnerable es el sistema financiero de América Latina?

Después de esta larga incursión en teoría aplicada, permítanme llegar a la pregunta crucial de qué tan vulnerable es el sistema financiero de América Latina hoy. Como suele suceder, las noticias son tanto buenas como malas.

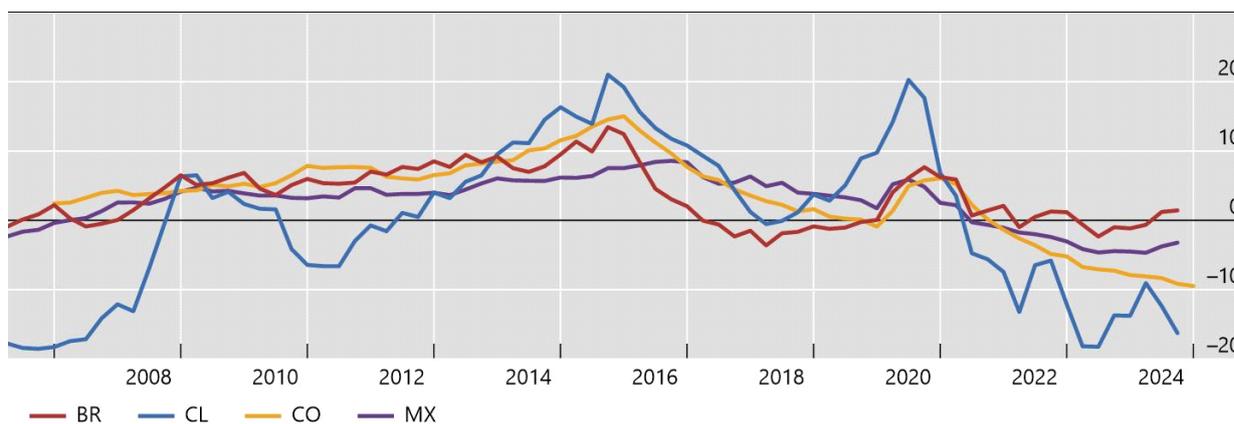
Permítanme comenzar con las buenas noticias: muchos de los signos de advertencia para la inestabilidad financiera están ausentes en América Latina hoy. En parte, esto podría deberse a que el periodo actual de incertidumbre llega solo unos años después de la pandemia de Covid-19 y el aumento de la inflación posterior al Covid. Esto significa que dos factores cruciales para los auges crediticios —la baja volatilidad y las bajas tasas de interés— no estuvieron presentes.

Por lo tanto, no es sorprendente que el crédito corporativo se haya estancado en la mayoría de los países en los últimos años, aunque varios vieron un repunte en 2024. Los préstamos a los hogares fueron más vigorosos, pero crecieron muy por debajo de las tasas observadas en episodios anteriores. Como resultado, las brechas de crédito están cerca de cero o en negativo, como pueden ver en el gráfico 5.

La brecha crediticia al sector privado no financiero se ha vuelto negativa

En porcentaje

Gráfico 5



Fuentes: datos nacionales.

En el lado externo, las cosas son bastante similares. Los flujos de capital hacia los países más grandes de América Latina también han sido bastante moderados en los últimos años, lo que podría explicar

³ Véanse Choi et al. (2023) y Kelly y Rose (2025).

por qué las recientes salidas de capital tuvieron efectos limitados. Además, los flujos de capital consistieron principalmente en inversión extranjera directa, que tiende a ser más estable. Esto sugiere que el riesgo de reversiones importantes parece comparativamente bajo.

Pero esto no significa que no existan vulnerabilidades.

En primer lugar, podría haber un efecto rezagado de los auges en los préstamos a hogares y tarjetas de crédito de hace algunos años. Si bien estas posiciones probablemente no sean lo suficientemente grandes como para poner en peligro a los prestamistas, muchos hogares están altamente endeudados, lo que los hace vulnerables a cambios en los ingresos o a periodos prolongados de tasas de interés altas. Si reducen el gasto a gran escala, esto podría afectar la calidad crediticia de las empresas que atienden las necesidades de estos consumidores.

En segundo lugar, datos publicados del Fondo Monetario Internacional indican que la morosidad crediticia (NPLs, por sus siglas en inglés) ha estado aumentando en algunos países en los últimos años (gráfico 6). Hasta ahora, esto ha sido manejable, pero la desaceleración de la actividad económica podría empujarlos aún más hacia arriba.

La morosidad crediticia ha estado aumentando

En porcentaje

Gráfico 6



Fuentes: FMI; BPI.

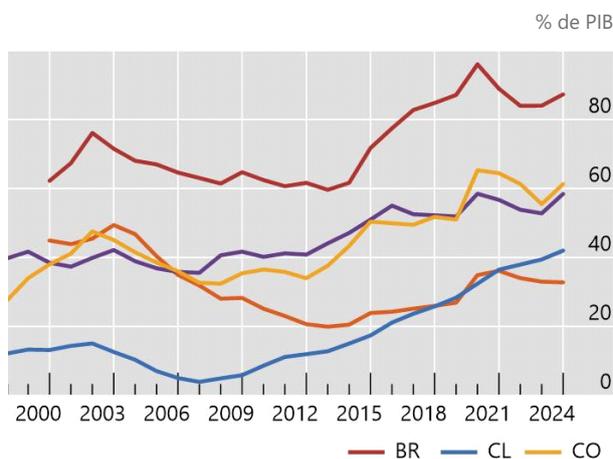
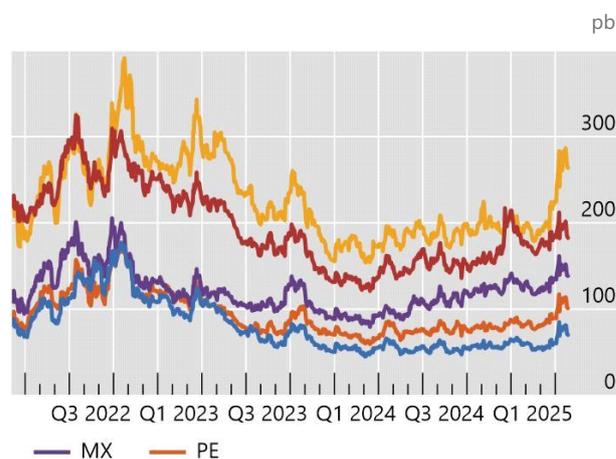
El aumento de la morosidad llega en un momento en que los bancos han reducido sus provisiones. Según nuestros cálculos basados en la base de datos de Fitch, en los últimos dos años los bancos latinoamericanos en la muestra han creado provisiones equivalentes a menos del 4% del volumen de crédito, la relación más baja en los últimos 10 años (gráfico 7).

La tercera vulnerabilidad es el alto nivel de deuda pública en la mayoría de las economías. La deuda gubernamental ha estado en una tendencia ascendente en la mayoría de los países de esta y otras regiones durante al menos una década, y la pandemia de Covid-19 la elevó aún más.

Deuda pública y diferenciales de CDS en aumento

Gráfico 7

A. Deuda gubernamental

B. Diferencial de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) soberano

Fuentes: FMI; Bloomberg; BPI.

Los participantes del mercado son conscientes de este aumento y están pidiendo primas de riesgo más altas para invertir en deuda soberana latinoamericana. Como pueden observar en el segundo panel de la lámina, las primas CDS han aumentado desde el año pasado, aunque permanecen más bajas que en el periodo inmediato posterior a la pandemia.

Ni las primas CDS ni las calificaciones crediticias sugieren que una crisis fiscal sea inminente, al menos en las economías más grandes de América Latina mostradas aquí. En cambio, apuntan a la necesidad de una consolidación fiscal. El hecho de que los niveles de deuda no hayan disminuido sustancialmente incluso en años de sólido crecimiento, sugiere que la trayectoria actual de las finanzas públicas no es sostenible. En algún momento no muy lejano, los gobiernos tendrán que consolidar sus finanzas.

Entonces, ¿qué significa esto para los bancos? A corto plazo, una mayor deuda pública significa primas de riesgo más altas y más volátiles. Como señalaron colegas de la Oficina de las Américas, las posiciones fiscales débiles aumentan la prima de riesgo soberano y el riesgo de depreciaciones agudas. Los desequilibrios fiscales también pueden tener un efecto negativo en los flujos de capital. Aunque estos riesgos permanecen en segundo plano cuando la volatilidad es baja y el apetito por el riesgo es alto, se hacen más evidentes cuando la volatilidad aumenta, el apetito por el riesgo disminuye y las condiciones financieras globales se endurecen.⁴

La cuarta y última vulnerabilidad que me gustaría mencionar proviene del exterior. Las valoraciones en muchos mercados avanzados están muy altas. Los mercados no parecen estar valorando muchos de los riesgos de los que he hablado. Por ejemplo, aunque los precios de las acciones cayeron y los

⁴ Véase Aguilar et al. (2023).

diferenciales crediticios aumentaron en marzo y abril, en su mayoría se han recuperado a los niveles previos. Esto me resulta sorprendente ya que persiste la incertidumbre sobre el nivel eventual de los aranceles y la caída de la confianza de las empresas y los hogares.

También hay señales de un desacoplamiento de los diferenciales respecto a otros indicadores de calidad crediticia. Desde 2022, los diferenciales crediticios en las economías avanzadas han disminuido a pesar de que las tasas de incumplimiento de los bonos corporativos aumentaron. Los indicadores prospectivos de calidad crediticia muestran un panorama similar. Por ejemplo, las frecuencias esperadas de incumplimiento tanto para empresas de Estados Unidos como de Europa aumentaron en 2024, mientras que los diferenciales crediticios disminuyeron.

Las valoraciones altas abren la posibilidad de correcciones importantes. En este contexto, me preocupa menos la valoración de las acciones, ya que las posiciones generalmente no están tan apalancadas. La situación en los mercados de crédito es más preocupante, ya que un aumento de los diferenciales aumentaría los costos del servicio de la deuda en un momento en que la economía se desacelerara. Como sabemos bien, una corrección de este tipo también va a afectar a nuestra región, por más que tenga valoraciones más bajas.

Implicaciones para las políticas públicas

¿Qué significa todo esto para las políticas públicas?

Permítanme comenzar con la regulación. Indudablemente, hoy contamos con marcos regulatorios mucho más sólidos que hace un par de décadas. Los bancos tienen tanto un mayor capital como liquidez. Esto debería proporcionar cierta protección frente a desarrollos adversos.

Además, los bancos centrales de América Latina también han sido pioneros en la implementación de políticas macroprudenciales, mucho antes de que el término se popularizara tras la Gran Crisis Financiera de 2008–09. Por macroprudencial me refiero al uso de herramientas prudenciales para reducir el riesgo sistémico. Los bancos centrales de la región han utilizado durante mucho tiempo estas medidas para prevenir la acumulación de riesgos, por ejemplo, el otorgamiento de préstamos en moneda extranjera no respaldados por ingresos en moneda extranjera o no cubiertos por coberturas financieras.

Los marcos establecidos han funcionado bien, como lo demuestra la ausencia de grandes crisis financieras en la región durante las últimas dos décadas. Estos se basan en el reconocimiento de que no existe un verdadero dilema entre el crecimiento y la estabilidad financiera. A corto plazo, este dilema puede existir, pero en un periodo de unos pocos años, ambos son complementarios. Solo un sector financiero sólido puede servir como base para el crecimiento.

En tiempos de volatilidad e incertidumbre, es clave contar con una institución confiable en el centro del sistema. Durante las últimas décadas, los bancos centrales han funcionado como ancla en el centro del sistema monetario y financiero. ¡Debemos hacer todo lo que esté a nuestro alcance para mantenerlo así! Necesitamos preservar los mandatos sólidos de los bancos centrales que han sido clave para la estabilidad macroeconómica en la mayoría de los países de nuestra región durante los últimos 25 años. Estos mandatos tienen los siguientes elementos:



1. Los bancos centrales necesitan un mandato claro con la inflación como objetivo central.
2. Deben ser independientes pero responsables de cumplir con este objetivo.
3. Deben contar con las herramientas necesarias para lograrlo.

Los mandatos sólidos han permitido a los bancos centrales reducir la inflación desde los niveles extremadamente altos de la década de 1990 y navegar con éxito a través de la Gran Crisis Financiera y la pandemia. Han podido implementar políticas contracíclicas, es decir, estabilizadoras. Esto ha representado un cambio radical respecto a la historia de políticas procíclicas que ayudan a explicar la inestabilidad macroeconómica en América Latina durante gran parte del siglo pasado.

Mantener esta situación será un desafío. Aunque los bancos centrales de la región reaccionaron al aumento de la inflación tras la pandemia antes que sus pares en otros lugares, la inflación subió sustancialmente y, en la mayoría de los países, aún no ha regresado a los objetivos establecidos. Completar el último tramo del proceso de desinflación es crucial para salvaguardar la credibilidad de los bancos centrales.

Permítanme concluir este discurso con el rol del gobierno. Los periodos de alta incertidumbre y grandes cambios son también periodos de oportunidad. Pero las oportunidades deben aprovecharse. Los bancos centrales pueden desempeñar su papel asegurando que la inflación sea baja y estable, y que las expectativas inflacionarias estén ancladas. Pero corresponde a los gobiernos crear claridad sobre el ajuste fiscal necesario para sentar las finanzas públicas en una base sólida. También hacen falta reformas estructurales para hacer que nuestras economías sean más competitivas. Ambas tareas requieren decisiones difíciles, pero las recompensas podrían ser muy altas.

Referencias

Aguilar, A, C Cantú y R Guerra (2023): "Fiscal and monetary policy in emerging market economies: what are the risks and policy trade-offs?", *BIS Bulletin*, no 71.

Borio, C y M Drehmann (2009): "Assessing the risk of banking crises – revisited", marzo, pág. 29–46.

Borio, C y P Lowe (2002): "Assessing the risk of banking crises", *BIS Quarterly Review*, diciembre, pág. 43–54.

Choi, D B, P Goldsmith-Pinkham y T Yorulmazer (2023): "Contagion effects of the Silicon Valley Bank run", *NBER Working Paper w31772*.

Drehmann, M (2014): "Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements", *International Journal of Forecasting*, vol. 30, núm. 3, pág. 759–80.

Kelly, S y J Rose (2025): "Rushing to judgement and the banking crisis of 2023", Federal Reserve Bank of Chicago, *WP 2025-04*.