

Política Económica en un contexto de **alta incertidumbre** en economías **emergentes** fue el tema discutido en un encuentro de Bancos Centrales llevado a cabo el pasado 19 de septiembre en Ginebra (**Suiza**). Se plantearon alternativas novedosas a las opciones clásicas de política como por ejemplo **limitar el poder de las firmas calificadores de riesgos** y actores privados que amplifican la incertidumbre financiera, fortalecer **mecanismos regionales que emitan calificaciones** crediticias, crear instrumentos como los **swaps regionales de liquidez** (ej. ampliando experiencias de FLAR o inspirados en la Chiang Mai Initiative, mecanismo asiático), un mayor uso de instrumentos contra cílicos de bancos de desarrollo (BID, CAF), y una acción internacional coordinada **contra flujos ilícitos** (narcotráfico, oro, lavado de activos) que amplifican volatilidad. Para ver la ampliación de estas recomendaciones se recomienda **leer los anexos**.

Política Económica en un contexto de Alta incertidumbre en economías emergentes latinoamericanas

César Giraldo, Codirector, Banco de la República. Colombia

BCC 13th Annual Conference
Challenges from Higher Uncertainty, 18-19 September 2025, Geneve



Bilateral Assistance
& Capacity Building
for Central Banks



INSTITUT DE HAUTES
ÉTUDES INTERNATIONALES
ET DU DÉVELOPPEMENT
GRADUATE INSTITUTE
OF INTERNATIONAL AND
DEVELOPMENT STUDIES



INTRODUCCIÓN

- Las economías emergentes **Latinoamericanas** enfrentan una incertidumbre que es **estructural** y **coyuntural** al mismo tiempo → reducir la incertidumbre no es solo un asunto **técnico**, sino **político y social**.

1. ESTRUCTURAL

- Dependencia de **commodities**.
- Vulnerabilidad a cambios en la política monetaria y comercial de **EE. UU.**
- **Informalidad** laboral y debilidad de la protección social.
- Presión del **crimen** organizado y flujos ilícitos.

Informalidad y Crimen

- → Horizontes de inversión más **cortos** → obstáculo para anclar expectativas a largo plazo
- → bases **gravables** reducidas, ↑Gasto **social** por debilidad en los regímenes contributivos, ↑Gasto en **seguridad** → ↑**Déficit** fiscal y ↑deuda pública

2. COYUNTURA (incertidumbre amplificada por situación externa)

- Recrudecimiento del **proteccionismo** en EE. UU. bajo la administración Trump: aranceles, restricciones tecnológicas y presión sobre cadenas de suministro.
- **Debilitamiento** del dólar frente a otras divisas, generando tensiones en mercados emergentes que dependen del financiamiento externo

El ancla del dólar se vuelve confusa, ej., cuando el dólar se deprecia subir la tasa de interés atrae más dólares, produce más depreciación y una **burbuja** especulativa

- **Incertidumbre** en los mercados financieros internacionales, con alta volatilidad en tasas de interés y flujos de capital (**ver anexo 1**).

3. OPCIONES CLÁSICAS

- Política monetaria ortodoxa:

- * Ajuste de tasas de interés para “**anclar expectativas**”.
- º Problema: en contexto de dólar débil y mercados volátiles, subir tasas no garantiza estabilidad cambiaria y agrava el desempleo.

- Política fiscal restrictiva:

- * Reglas fiscales rígidas.
- º Problema: reducen margen de maniobra justo cuando más se necesita para mitigar shocks externos.

- Apertura financiera:

- * Atracción de capitales de portafolio como solución estándar.
- º Problema: aumenta la exposición a flujos especulativos que se amplifican con la incertidumbre global.

4. OPCIONES AMPLIADAS

- **Acción internacional coordinada:** Contra flujos ilícitos (narcotráfico, oro, lavado de activos) que amplifican volatilidad.
- **Fondos de estabilización:** Acumular ahorro en los años de bonanza (ej., petróleo, café, cobre, soya) y desacumularlos en los años de destorcida.
- **Controles temporales de capital** (aceptado por el FMI¹): (impuestos, encajes, límites a posiciones externas): Legítimos en un contexto de debilitamiento del dólar y salida de capitales.
- **Protección social universal:** Reducir la exposición de hogares y trabajadores informales a choques externos ← Sistemas de Protección social para trabajadores no asalariados
- **Seguros multilaterales financieros:** Diseñados para estabilizar emergentes frente a volatilidad global (ej. red de swaps regionales) (**ver anexo 2**).
- **Transparencia y regulación internacional:** Limitar el poder de calificadoras y actores privados que amplifican la incertidumbre financiera y fortalecer mecanismos regionales que emitan calificaciones (**ver anexo 3**)

¹ <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/073018.pdf>

5. COYUNTURA ACTUAL

- Con Trump y el proteccionismo:

* La narrativa de “libre comercio” se debilita; los emergentes deben revisar su dependencia exportadora y fortalecer la **integración** regional y el mercado **interno**.

- Con el dólar debilitado:

* Mayor espacio para **diversificar** reservas y explorar acuerdos monetarios regionales (swap de monedas, uso de divisas alternativas).

- Con mercados financieros volátiles:

* Más justificación para regulaciones macro prudenciales y coordinación multilateral.

CONCLUSIONES

- Los responsables de política en emergentes tienen más opciones que las reconocidas por la ortodoxia.
 - * La coyuntura Trump/dólar/mercados muestra que confiar solo en el ajuste interno es insuficiente.
- Reducir la incertidumbre requiere opciones políticas **colectivas**, cooperación internacional y mecanismos redistributivos.
- Si la incertidumbre se trata como un problema **compartido**, las economías emergentes pueden transformar la coyuntura en oportunidad para reclamar mayor voz en la gobernanza global.

ANEXO 1

VOLATILIDAD FINANCIERA

1. FACTORES DE ORIGEN ESTRUCTURAL

- Endeudamiento elevado post-pandemia

* Los gobiernos y empresas salieron de los años 2020–2021 con **mayores pasivos**, en un escenario de tasas bajas. La posterior subida de tasas encareció el servicio de la deuda, elevando riesgos de *default* en emergentes y corporativos de alto apalancamiento.

- Financiarización y alta liquidez especulativa

* Una gran parte de los flujos internacionales responde a decisiones de **portafolio** de corto plazo, no a inversión productiva. Esto amplifica la sensibilidad a rumores, shocks y decisiones de política monetaria en centros financieros.

2. FACTORES RECIENTES

- Política monetaria de la FED

* **Incierta**, en el 2020-2021 la tasa de intervención la llevó a casi 0 y compra masiva de activos (Quantitative Easing), luego 2022-2023 tasas altas (5.25 - 5,5%), 2024-2025 ajustes a la baja

- Dólar debilitado pero volátil

* Aunque hay episodios de depreciación del dólar (por déficit fiscal y tensiones políticas internas), sigue siendo refugio en momentos de incertidumbre; los movimientos bruscos afectan monedas emergentes.

- Recrudecimiento geopolítico

* Conflictos en Ucrania, Medio Oriente y tensiones EE. UU.–China incrementan la prima de riesgo global y mueven capitales hacia activos “seguros” (bonos del Tesoro, oro, incluso criptoactivos).

- Tensiones en cadenas de suministro

* Shocks de oferta (energía, alimentos, semiconductores) generan **inflación importada**, lo cual obliga a bancos centrales a endurecer política, generando volatilidad en mercados de bonos y divisas.

3. MANIFESTACIONES DE LA VOLATILIDAD

- **Mayores diferenciales de riesgo:** spreads soberanos más amplios, sobre todo en países con déficits fiscales, que últimamente se están moderando
- **Salidas repentinhas de capital:** episodios de “*sudden stop*” en América Latina y Asia cuando cambian las expectativas sobre tasas en EE. UU.
- **Oscilaciones cambiarias pronunciadas:** monedas emergentes se aprecian cuando entra capital especulativo, pero sufren devaluaciones fuertes ante shocks globales.
- **Mercados bursátiles frágiles:** ciclos de euforia y corrección muy rápidos, desconectados de fundamentos productivos.

4. COYUNTURA (a 31 agosto de 2025)

- Choques bruscos por políticas de comercio y geopolítica

* En **abril de 2025**, la declaración de “Liberation Day” del presidente Trump, con tarifas abruptas y generalizadas, provocó la mayor caída en los mercados globales desde 2020: el S&P 500 cayó hasta un 10 %, mientras el VIX (índice del miedo) se disparó a más de 45 puntos. Estos movimientos generaron pánico, seguidos por una recuperación impulsada por una pausa temporal en tarifas.

º Aunque desde entonces los mercados se han estabilizado, el episodio dejó claros los riesgos latentes

- Interferencia política en la política monetaria

* La reciente presión política del presidente Trump sobre la Reserva Federal —incluida la destitución de Lisa Cook y declaraciones contra el chairman Jerome Powell— ha elevado los temores sobre la erosión de la independencia del banco central. Esta situación ha tensado tanto los mercados de deuda como la confianza en el dólar.

- Alteraciones abruptas en los mercados globales

* En agosto de 2025, los mercados de renta variable mostraron oscilaciones repentinhas, influenciadas por señales contradictorias de bancos centrales y riesgos geopolíticos. Aunque se observa un ligero enfriamiento, la volatilidad permanece latente.

- Actitudes precautorias de los inversores

* Segundo una encuesta reciente, el **60 % de los inversionistas estadounidenses** está preocupado por la volatilidad en los mercados bursátiles; muchos consideran que podría intensificarse lo que resta del año.

- Ganancias para algunos actores financieros debido a la volatilidad

* Los bancos de inversión —como Goldman Sachs, JPMorgan y Morgan Stanley— obtuvieron un récord de USD 14.7 mil millones en ingresos por servicios prime durante el primer semestre de 2025, gracias al aumento de la actividad impulsado por la volatilidad.

=====

ANEXO 2

=====

SEGUROS MULTILATERALES FINANCIEROS

Seguros multilaterales financieros

- En un mundo de choques externos recurrentes —subidas rápidas de tasas en la Fed y luego reducción, volatilidad cambiaria, caídas súbitas en precios de commodities—, América Latina queda expuesta a fugas de capital y restricciones de financiamiento que la empujan a aplicar ajustes procíclicos (subir tasas, recortar gasto) con alto costo social. Para romper ese patrón, es clave fortalecer seguros fiscales y monetarios que funcionen como red de contención.
- En el frente monetario-financiero, esto implica crear líneas de **liquidez automáticas** en el FMI, BID, CAF o G20, que se activen sin largas negociaciones ni condicionalidad excesiva cuando un país enfrenta choques no autoinfligidos. A diferencia de instrumentos actuales (FCL, SLL, PLL)², que son restrictivos y estigmatizados, estas líneas funcionarían como seguros colectivos: se disparan por umbrales objetivos (ej. salida abrupta de capitales, shock de tasas externas), protegen reservas y reducen la presión devaluatoria, evitando crisis autoalimentadas.
- En el frente fiscal, la región necesita **fondos de estabilización** más robustos que acumulen ahorro en los años de bonanza (ej. petróleo, café, cobre, soya) y se liberen en los años de choque; así como reglas fiscales más contracíclicas, que permitan aumentar gasto en crisis en lugar de recortar.
- Complementariamente, instrumentos como los **swaps regionales de liquidez** (ej. ampliando experiencias de FLAR o inspirados en la Chiang Mai Initiative asiática) y un mayor uso de instrumentos contracíclicos de bancos de desarrollo (BID, CAF) pueden blindar a la región ante

² La LCF, la LCP y la LCP son instrumentos de línea de crédito del Fondo Monetario Internacional (FMI) diseñados para brindar apoyo financiero precautorio a los países miembros con fundamentos económicos sólidos, pero que enfrentan posibles shocks externos. La Línea de Crédito Flexible (LCF) está dirigida a países con políticas sólidas y sin vulnerabilidades, ofreciendo amplio acceso sin condicionalidad. La Línea de Precaución y Liquidez (LPL) está dirigida a países con fundamentos económicos sólidos, pero con algunas vulnerabilidades persistentes. La Línea de Liquidez a Corto Plazo (LLP) complementa la LCF, brindando un seguro a corto plazo contra necesidades de liquidez con acceso flexible, y puede utilizarse para la transición hacia o desde un acuerdo de LCF.

shocks globales. Todo esto reduce la necesidad de responder con políticas procíclicas que agravan la recesión y, en cambio, amplía el espacio para proteger inversión pública y gasto social en momentos críticos.

Swaps regionales de liquidez

Los swaps regionales de liquidez, que son una de las piezas menos discutidas pero más potentes para la gestión de la incertidumbre como bien público.

1. Concepto básico

- Un swap de liquidez es un acuerdo entre bancos centrales para intercambiar monedas en caso de necesidad.
- El mecanismo permite que un país con problemas de liquidez externa (fuga de capitales, presión cambiaria, crisis de balanza de pagos) acceda rápidamente a divisas (usualmente dólares) sin tener que acudir al mercado en condiciones adversas.

2. Cómo operan técnicamente

- 2.1. Acuerdo de swap: dos bancos centrales pactan la posibilidad de intercambiar cantidades específicas de sus monedas.
o Ejemplo: Banco Central de Colombia ↔ Banco Popular de China.
- 2.2. Ejecución: si Colombia necesita yuanes o dólares (dependiendo del acuerdo), **entrega pesos** al banco chino y recibe la divisa extranjera, con compromiso de recomprar los pesos en una fecha futura a una tasa de cambio predefinida.
- 2.3. Efecto inmediato: el banco central receptor tiene acceso a liquidez externa sin vender reservas ni pagar primas altas en el mercado.

3. Ejemplos internacionales

- Red de swaps de la **Reserva Federal (2008–2009, pandemia 2020)**: la Fed abrió líneas con BCE, BoJ, BoE, etc., para evitar un colapso del crédito en dólares.
- **China**: ha firmado más de **30 acuerdos** de swaps con países emergentes (incluidos Argentina y Brasil) para promover el uso del yuan y dar respaldo de liquidez.
- Asia: la Iniciativa **Chiang Mai** (1997, ampliada en 2010 como CMIM) creó una red de swaps multilaterales entre bancos centrales del Este Asiático, coordinada con el FMI, como cortafuego tras la crisis asiática.
- En América Latina, el **FLAR** (Fondo Latinoamericano de Reservas) ha cumplido parcialmente esa función, pero con capacidad muy **limitada** (alrededor de USD 9 mil millones, ínfimo frente al tamaño de las economías).

4. Ventajas para emergentes

- Acceso rápido a liquidez en divisas → evita crisis de confianza y ataques especulativos.
- Reduce vulnerabilidad frente al dólar y al financiamiento privado de corto plazo.
- Señal de cooperación regional → los inversionistas perciben menor riesgo de colapso sistémico.
- Condicionalidad más blanda que acudir solo al FMI (dependiendo del diseño).

5. Limitaciones y riesgos

- Necesitan confianza mutua entre bancos centrales y un marco legal sólido.
- Pueden ser asimétricos: si un socio tiene moneda débil, el otro puede recortar el acceso.
- No sustituyen reservas internacionales, solo las complementan.

6. Mensaje

“En Asia, la Iniciativa **Chiang Mai** creó una red de swaps regionales de liquidez para contener choques externos. En América Latina, el **FLAR** es un embrión de ese esquema, pero necesita fortalecerse. Si queremos reducir la incertidumbre y evitar respuestas procíclicas, la región debe avanzar hacia una red robusta de swaps regionales que permita enfrentar salidas de capital sin caer en ajustes recesivos inmediatos.”

ANEXO 3

LIMITAR EL PODER DE CALIFICADORAS Y ACTORES PRIVADOS QUE AMPLIFICAN LA INCERTIDUMBRE FINANCIERA

1. El problema: poder amplificador de incertidumbre

- **Concentración oligopólica:** tres agencias (S&P, Moody's, Fitch) dominan más del 90 % del mercado de calificaciones soberanas.
- **Sesgo procíclico:** tienden a degradar notas en medio de crisis, lo que acelera salidas de capital y eleva primas de riesgo en el peor momento.
- **Conflictos de interés:** cobran a los mismos emisores que califican; su incentivo es responder a inversionistas de corto plazo.
- **Efecto “ancla normativa”:** muchos fondos y bancos están regulatoriamente obligados a invertir solo en activos con cierto grado de calificación, lo que magnifica la influencia de las agencias.

2. Opciones de limitación/regulación

- **Reformas regulatorias internacionales**
 - Impulsar que **Basilea** y **IOSCO** reduzcan la dependencia regulatoria de las notas de calificadoras, como ya se ha sugerido después de la crisis de 2008.
 - Establecer **límites a la ponderación automática** de las calificaciones en los requisitos de capital bancario.
- **Mayor transparencia metodológica**
 - Obligar a calificadoras a publicar supuestos y modelos, especialmente en variables como “tasa neutral”, PIB potencial o sostenibilidad de deuda.
- **Responsabilidad legal**
 - Posibilidad de sanciones o demandas por errores graves o sesgos sistemáticos (como se intentó en la UE después de 2010).

3. Alternativas de calificación pública y regional

- **Agencias regionales de riesgo**
 - Ejemplo: **ARC Ratings** (sede en Lisboa). América Latina podría fortalecer un **mecanismo propio vía FLAR o CAF** para generar calificaciones alternativas menos sesgadas por intereses externos.
- **Evaluaciones multilaterales**
 - FMI, Banco Mundial o incluso el **Club de París** podrían proveer evaluaciones de sostenibilidad de deuda como referencia pública, reduciendo la necesidad de depender solo de calificadoras privadas.
- **Índices de riesgo más amplios**
 - Incorporar en las métricas de riesgo elementos de resiliencia social, climática o institucional, y no únicamente métricas fiscales-cortoplacistas.

4. Otros actores privados que amplifican incertidumbre

- **Hedge funds y traders de derivados:** sus apuestas en CDS (Credit Default Swaps) pueden disparar la percepción de riesgo soberano aunque no existan fundamentos reales.
- **Índices de benchmark (JP Morgan EMBI, MSCI, etc.):** cuando excluyen a un país, generan automáticamente ventas masivas y encarecen el financiamiento.
- **Medios financieros y agencias de research:** narrativas alarmistas pueden provocar salidas de capital aunque las cifras no lo justifiquen.

5. Opciones de política frente a estos actores

- **Regular el mercado de CDS soberanos** (mayor transparencia en posiciones y límites a la especulación “naked”).
- **Promover benchmarks alternativos** en organismos multilaterales que no dependan de bancos privados.
- **Crear observatorios regionales de riesgo financiero** que publiquen información y contrarresten interpretaciones sesgadas.