



CEPAL

COVID-19  
RESPUESTA

3 de diciembre de 2021

# Una agenda innovadora de financiamiento para el desarrollo para la recuperación de América Latina y el Caribe

## Introducción<sup>1</sup>

La crisis mundial de la pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19) es la peor que se ha registrado desde la Segunda Guerra Mundial. Ha tenido efectos económicos y sociales devastadores en todo el mundo, con mayor intensidad en los países en desarrollo, que probablemente se extenderán en el mediano y largo plazo.

América Latina y el Caribe ha sido una de las regiones más afectadas del mundo en desarrollo y en 2020 sufrió la peor contracción económica de su historia (-6,8%), lo que ha provocado un aumento significativo de la tasa de desempleo (8,1% y 10,7% en 2019 y 2020, respectivamente, que afecta a 44 millones de personas) y de los niveles de pobreza (que pasó de 185,5 millones de personas en 2019 a 209 millones de personas en 2020). Además, la fuerte caída de la inversión (-20% en términos reales) limitará marcadamente la acumulación futura de capital, así como la capacidad de las economías de la región para generar crecimiento y empleo y recuperarse.

Al mismo tiempo, los países de América Latina y el Caribe enfrentan mayores limitaciones para movilizar recursos internos y externos. El alto nivel de endeudamiento resultante de una menor recaudación de impuestos, junto con el incremento de las transferencias corrientes para apoyar a los hogares y las empresas, ha aumentado las necesidades de liquidez de los países, a pesar de la considerable heterogeneidad en su situación fiscal y vulnerabilidad de la deuda. A la vez, esta situación ha reducido el espacio fiscal para implementar políticas contracíclicas, socavando la capacidad de los países para construir un futuro mejor.

América Latina y el Caribe es actualmente la región más endeudada del mundo en desarrollo. La deuda bruta del gobierno general promedia el 77,7% del PIB regional, y el servicio total de la deuda representa el 59% de sus exportaciones de bienes y servicios. El aumento del servicio de la deuda tiene un importante costo de oportunidad debido al desvío de recursos de la provisión de bienes públicos al pago de las obligaciones de la deuda.

<sup>1</sup> La información empleada para la elaboración de este documento, salvo que se indique otra cosa, es la disponible hasta el 31 de octubre de 2021.

## Índice

Introducción .....	1
A. Primera medida de política: ampliar y redistribuir la liquidez desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo .....	2
B. Segunda medida de política: fortalecer la cooperación regional aumentando la capacidad de préstamo y respuesta de las instituciones financieras regionales, subregionales y nacionales, y estrechando sus vínculos con los bancos multilaterales de desarrollo.....	12
C. El aumento de la deuda y la respuesta multilateral .....	17
D. Tercera medida de política: reforma institucional de la arquitectura de la deuda multilateral .....	22
E. Cuarta medida de política: proporcionar a los países un conjunto de instrumentos innovadores destinados a aumentar la capacidad de reembolso de la deuda y evitar el endeudamiento excesivo .....	27
F. Quinta medida de política: integrar las medidas de liquidez y de reducción de la deuda a una estrategia de resiliencia encaminada a construir un futuro mejor (Fondo de Resiliencia del Caribe) .....	35
Bibliografía .....	39

El rebote en el crecimiento que experimentará la región en 2021 (5,9%) como resultado de una baja base de comparación respecto de 2020 está impulsado por el consumo en un contexto de profundización de los problemas estructurales y es poco probable que persista en el futuro. Solo proporcionará un respiro temporal al estancamiento económico actual y será insuficiente para reducir la brecha de financiamiento de la región o mejorar su perfil de deuda.

A pesar de estas circunstancias, la cooperación internacional ha sido limitada y se ha centrado principalmente en los países de ingreso bajo y los países de ingreso medio-bajo. Enfrentada a los efectos de una crisis sistémica como la del COVID-19, América Latina y el Caribe ha accedido a un menor flujo de recursos multilaterales en comparación con los que dispuso durante otros episodios de crisis, como la crisis financiera mundial (2008-2009), a pesar de que los países de la región enfrentan desafíos y vulnerabilidades similares a los que afectan a los países de ingreso bajo.

Además, los riesgos a los que se enfrentan los países de ingreso medio podrían ser un lastre significativo para el crecimiento mundial y comprometer la estabilidad financiera mundial, dada su importancia sistémica en la economía mundial. Los países de ingreso medio representan el 75% de la población mundial, alrededor del 30% de la demanda agregada mundial y, lo que es más importante, el 96% de la deuda pública de los países en desarrollo (sin incluir China y la India).

El COVID-19 ha puesto sobre el tapete la necesidad de abordar la problemática del financiamiento para el desarrollo de los países de ingreso medio, que se ha caracterizado por la creciente disociación entre el ingreso per cápita y la capacidad de movilizar recursos internos y externos, así como por la desconexión entre las necesidades económicas y sociales y la respuesta de la cooperación multilateral. Esto debe abordarse con urgencia, ya que los países de América Latina y el Caribe deben recuperarse de los efectos de la pandemia y evitar otra década perdida.

Los países de ingreso medio, como los de América Latina y el Caribe, requieren de la cooperación multilateral mediante la expansión y redistribución de la liquidez y la reducción de la deuda para mejorar su espacio de política a fin de impulsar una recuperación sostenible y promover su desarrollo económico y social. Esto contribuirá a abordar los desafíos de mediano y largo plazo de la región, incluidas las disminuciones en la productividad y la inversión, que son clave para reconfigurar el modelo de desarrollo hacia la transformación productiva con sostenibilidad e igualdad.

Para hacer frente a estos desafíos, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) propone una innovadora agenda de financiamiento para el desarrollo para la recuperación de la región basada en cinco medidas de política: i) ampliar y redistribuir la liquidez desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo; ii) fortalecer la cooperación regional aumentando la capacidad de préstamo y respuesta de las instituciones financieras regionales, subregionales y nacionales, y estrechando sus vínculos con los bancos multilaterales de desarrollo; iii) llevar a cabo una reforma institucional de la arquitectura de la deuda multilateral; iv) proporcionar a los países un conjunto de instrumentos innovadores destinados a aumentar la capacidad de reembolso de la deuda y evitar el endeudamiento excesivo, y v) integrar las medidas de liquidez y de reducción de la deuda a una estrategia de resiliencia encaminada a construir un futuro mejor (Fondo de Resiliencia del Caribe) (CEPAL, 2021b).

## **A. Primera medida de política: ampliar y redistribuir la liquidez desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo**

### **1. La nueva emisión de derechos especiales de giro (DEG) debe ir acompañada de una recirculación voluntaria de los DEG no utilizados de los países desarrollados a los países en desarrollo**

En agosto de 2021, el Fondo Monetario Internacional (FMI) implementó una asignación general de derechos especiales de giro (DEG) equivalente a 650.000 millones de dólares (456.500 millones de DEG). Es la mayor en la historia del FMI y es el monto máximo que se puede emitir sin la aprobación del Congreso de los Estados Unidos<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Esto corresponde al 95,8455025357% de las cuotas de los países miembros (FMI, 2021a). Cualquier asignación que alcance los 650.000 millones de dólares o menos requiere un voto de al menos el 85% del total de los votos de los países miembros del FMI y, por lo tanto, necesariamente el de los Estados Unidos, que posee el 16,5% del poder de voto total del Fondo. Hasta esta fecha, se han realizado cuatro nuevas emisiones de DEG (13.000 millones de dólares en 1972, 17.000 millones de dólares en 1981, 206.000 millones de dólares en 2009 y 650.000 millones de dólares en 2021).

El DEG es un activo de reserva internacional emitido por el FMI que complementa las reservas oficiales de los países miembros y que representa un derecho potencial frente a las monedas de libre uso de los países miembros del FMI. El DEG se puede canjear por estas monedas de libre uso (FMI, 2021f)<sup>3</sup>. Los DEG pueden ser utilizados por los países miembros del FMI y los tenedores autorizados para una amplia gama de operaciones, incluidos los pagos de obligaciones financieras, préstamos, promesas de contribuciones, donaciones, canjes (*swaps*) y operaciones a plazo<sup>4</sup>.

Los DEG ofrecen seis ventajas a los países miembros del FMI. En primer lugar, son una línea de crédito automática (hasta el 100% de la cuota de los países) y están disponibles para todos los países independientemente de su nivel de ingresos<sup>5</sup>. Esto los distingue de otras líneas de financiamiento que dependen de determinadas condiciones macroeconómicas (como la Línea de Crédito Flexible) o del nivel de ingresos (como el financiamiento proporcionado por el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP)).

En segundo lugar, los DEG no generan deuda, ya que no implican una obligación de reembolso del principal<sup>6</sup>. En este sentido, se diferencian de todas las demás opciones de financiamiento y líneas de crédito otorgadas por el FMI, incluidas las líneas de emergencia, introducidas en 2020 para combatir la pandemia, como el Servicio de Crédito Rápido (SCR) o el Instrumento de Financiamiento Rápido (IFR).

En tercer lugar, los DEG no conllevan ninguna condicionalidad asociada. Todos los programas del FMI que no están asociados con la pandemia tienen condicionalidades con importantes costos sociales y económicos (véase la sección D.2 sobre los sobrecargos del FMI). En este sentido, aparte de su agilidad y efectos financieros, una emisión importante de DEG es el único dispositivo financieramente inclusivo para ampliar el espacio de política de las economías en desarrollo.

En cuarto lugar, el uso de DEG genera una tasa de interés (0,05%) muy baja y por debajo de la del mercado, lo que es ventajoso para los países con elevadas primas de riesgo<sup>7</sup>.

En quinto lugar, los DEG fortalecen los activos de reserva sin incurrir en los costos que normalmente se asocian con la acumulación de reservas<sup>8</sup>. El aumento de las reservas mejorará la posición externa de los países miembros del FMI, que se ha deteriorado en algunas economías como resultado de la pandemia. Un mejor resultado externo puede contribuir a la reducción del riesgo país y, por lo tanto, del costo del endeudamiento interno y mejorar la capacidad de los países para acceder y apalancar el financiamiento.

Por último, además de mejorar la estabilidad financiera, los DEG pueden ser un instrumento de desarrollo económico y social al liberar recursos para el gasto interno en bienes públicos. También se ha planteado la utilización de los DEG como capital lo que permitiría expandir la base de recursos líquidos disponibles a través del apalancamiento. Esta opción entraña, no obstante, una dificultad aún no resuelta derivada de las características del DEG como activo de reserva. Al ser un activo de reserva, el DEG debe ser altamente líquido y conllevar un riesgo mínimo o igual a cero para el prestatario. Al transformarse en capital, el DEG perdería su característica de activo líquido y el tema de fondo es si dejaría de ser percibido como un activo de reserva. Esta

<sup>3</sup> Los activos oficiales de reserva incluyen cinco categorías principales: oro, reservas en moneda extranjera, posición de reserva en el FMI, derechos especiales de giro (DEG) y otros activos de reserva.

<sup>4</sup> Véanse Andrews (2021a); Gold (1980) y FMI (2021f).

<sup>5</sup> Existen excepciones a esta norma. La República Bolivariana de Venezuela no recibió su asignación de DEG en 2021 ya que el FMI no reconoce de manera oficial a su Gobierno.

<sup>6</sup> De conformidad con el *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional-Sexta Edición, (MBP6)* (FMI, 2009) las nuevas asignaciones de DEG a los miembros del FMI se registran como aumentos de las reservas internacionales brutas (tenencias de DEG), con un aumento paralelo de los pasivos de deuda a largo plazo de los países miembros con respecto a los participantes del Departamento de DEG (asignaciones de DEG) (FMI, 2021f). No obstante, el FMI recomienda que estos pasivos a largo plazo (asignaciones de DEG) no se incluyan como parte del acervo de deuda para evaluar su sostenibilidad.

<sup>7</sup> Un país puede tener más DEG de los que inicialmente se le asignaron mediante su canje voluntario por monedas de libre uso de otros países. Cuando la tenencia de DEG de un país es mayor (menor) que su asignación, cobra (paga) intereses sobre la diferencia entre su tenencia y la asignación. La tasa de interés del DEG es variable y puede aumentar a partir de un cambio en la postura de la política monetaria de los países desarrollados y especialmente de la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sin embargo, dadas las condiciones económicas y sociales actuales, es poco probable que registre un aumento significativo.

<sup>8</sup> La acumulación de reservas es uno de los principales instrumentos contracíclicos utilizados por los países en desarrollo, al menos desde la crisis financiera asiática, pero es un instrumento costoso (debido a los diferenciales de tasas de interés interna y externa) y con importantes ramificaciones macroeconómicas (por ejemplo, déficits cuasifiscales). Entre 2019 y 2020, las reservas internacionales para América Latina y el Caribe aumentaron de 852.200 a 891.600 millones de dólares. En octubre de 2021, el nivel de reservas internacionales para la región se situaba en 937.800 millones de dólares.

problemática cobra particular relevancia en el caso de recirculación de DEG ya que una condición de base que hasta ahora han exigido los países prestamistas de DEG es que debe mantener su condición de activo de reserva<sup>9</sup>.

### 1.1 El uso de los DEG es una prerrogativa y una decisión soberana de los países

De acuerdo con el FMI, no hay un uso prescrito de los DEG<sup>10</sup>. Los países pueden utilizar los DEG en transacciones intercambiándolos por monedas de libre uso o en operaciones autorizadas por el FMI que incluyen pagos de obligaciones financieras, préstamos, promesas de pago, donaciones, *swaps* y transacciones a plazo (FMI, 2021f, pág. 12). En el caso de América Latina y el Caribe, con algunas excepciones, los DEG son administrados por los bancos centrales. Dependiendo de la legislación nacional vigente, los bancos centrales pueden retener los DEG como reservas internacionales o prestar los DEG a sus respectivos Gobiernos<sup>11</sup>.

La nueva asignación de DEG ha fortalecido la posición de reserva internacional de todas las regiones en desarrollo, beneficiando a algunas de las economías más pequeñas y endeudadas. Los DEG se asignan en proporción a las cuotas pagadas por cada país al FMI. Como resultado, los países desarrollados recibieron el 64,4% de la nueva emisión de DEG (418.000 millones) y el resto (231.000 millones o el 35,6% del total) se distribuyó a los países en desarrollo. La distribución de la asignación de DEG por regiones del mundo en desarrollo muestra que África, Asia, los países en desarrollo de Europa y América Latina y el Caribe recibieron 33.800, 139.400, 6.900 y 51.500 millones de dólares, respectivamente (lo que representa el 5,2%, el 21,5%, el 1,1% y el 7,9% del total, respectivamente) (véase el cuadro 1)<sup>12</sup>.

**Cuadro 1** | Agrupaciones de países: asignación de DEG y su equivalente en dólares, participación en el total y porcentaje de las reservas internacionales, agosto de 2021

Agrupaciones de países	Derechos especiales de giro (DEG) (en miles de millones)	Miles de millones de dólares	Participación del total (en porcentaje)	Porcentaje de reservas internacionales
Economías desarrolladas	293,8	418,4	64,4	21,3
Economías en desarrollo	162,7	231,6	35,6	27,5
Total	456,5	650,0	100,0	26,2
África	23,7	33,8	5,2	65,7
Asia	97,9	139,4	21,5	6,3
Países en desarrollo de Europa	4,8	6,9	1,1	6,9
América Latina y el Caribe	36,2	51,5	7,9	6,9
América del Sur	23,6	33,6	5,2	4,5
Istmo Centroamericano	2,3	3,3	0,5	8,3
México	8,5	12,2	1,9	6,1
El Caribe	1,7	2,4	0,4	13,4

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), "Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations", *Policy Paper*, N° 2021/059, agosto de 2021 y "General SDR Allocation (in SDRs)", 21 de agosto de 2021 [en línea] <https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right/2021-SDR-Allocation>; FMI, "Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity (IRFCL)", 2021 [en línea] <https://data.imf.org/?sk=2DFB3380-3603-4D2C-90BE-A04D8BBCE237>; y Banco Mundial, "Total reserves (includes gold, current US\$)", 2021 [en línea] <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.

Nota: El porcentaje de reservas internacionales se refiere a la mediana por región/subregión. La proporción se calcula sobre la tenencia de reservas previa a la nueva asignación, es decir a julio 2021 o con el dato más reciente. La expresión "economías desarrolladas" se refiere a aquellas economías que se consideran desarrolladas pero que no emiten una moneda de reserva internacional.

<sup>9</sup> En su comunicado del 7 de abril de 2021, el G20 instó al FMI a que presentara propuestas para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas en el uso de los DEG preservando al mismo tiempo su característica como activo de reserva (véase G20, 2021). Tal como se explicará más adelante en detalle, el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP) tiene mecanismos que mantienen la liquidez de los DEG y minimizan el riesgo de crédito en el que incurren los países al prestar sus DEG al FFCLP.

<sup>10</sup> La recomendación más de fondo del FMI con respecto al uso de los DEG es que estos tienen que contribuir a mantener la sostenibilidad macroeconómica incluida la sostenibilidad monetaria y externa (FMI, 2021f, pág. 14).

<sup>11</sup> Como explica el FMI (2021f, pág. 7), los miembros gozan de un elevado margen de libertad en la forma de gestionar los DEG que se les asignan, incluido en qué medida los bancos centrales participan en su gestión y si pueden utilizarse directamente para el apoyo presupuestario.

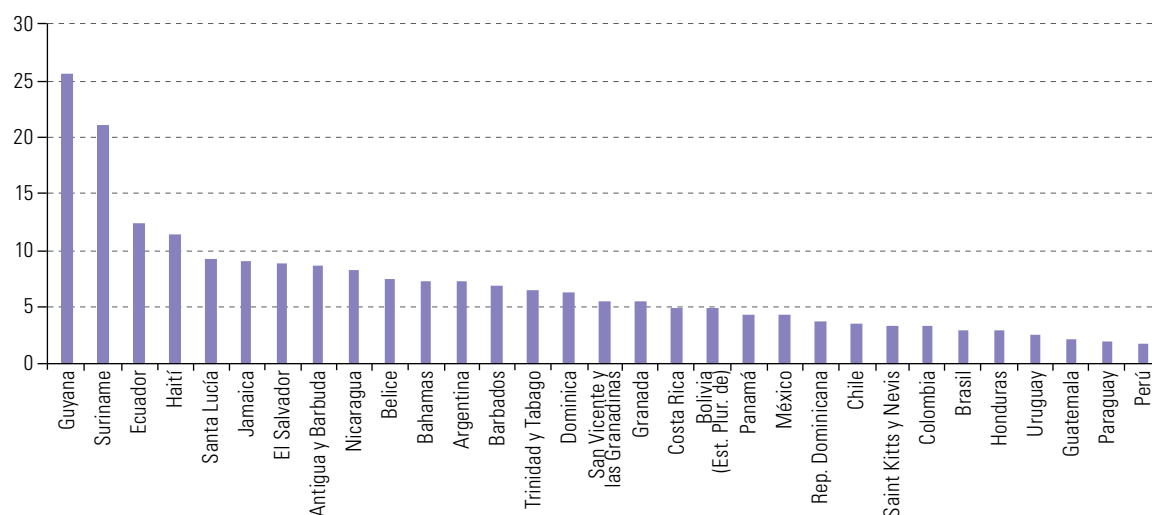
<sup>12</sup> Esto difiere de la estimación del FMI (2021f), ya que el FMI incluyó a algunos países de Europa, también a la Federación de Rusia, junto con economías en desarrollo en la categoría de economías emergentes y en desarrollo.

Al igual que ocurre con la distribución de DEG entre países desarrollados y en desarrollo, la asignación de DEG para países de América Latina y el Caribe refleja el sistema existente de cuotas. América del Sur (33.600 millones de dólares que representan el 89% del total asignado a América Latina y el Caribe) y, en particular, el Brasil y México (15.000 y 12.000 millones de dólares que representan el 29% y el 24% del total) concentran la mayor parte de la asignación de DEG a la región. Por su parte, a Centroamérica y el Caribe le fueron asignados el equivalente a 3.300 y 2.400 millones de dólares (lo que representa el 6,5% y el 4,6% del total para América Latina y el Caribe).

Dado que los DEG son activos de reserva, es importante evaluar la asignación implementada de DEG en 2021 en términos de contribución a las reservas internacionales. Los resultados muestran que los DEG han aumentado las reservas internacionales totales de todas las regiones del mundo<sup>13</sup>. En el caso de América Latina y el Caribe, la asignación de DEG a nivel subregional representa el 6,9%, el 8,3% y el 13,4% para América del Sur, el Istmo Centroamericano y el Caribe<sup>14</sup>. Para México, el coeficiente entre DEG y reservas internacionales se sitúa en el 6,1%<sup>15</sup>.

A nivel de país, Guyana y Suriname han sido las economías más beneficiadas, con tenencias totales de DEG que representan el 26% y el 21% del total de sus reservas internacionales. Otras economías más pequeñas que se han beneficiado incluyen las Bahamas, Belice, el Ecuador, El Salvador, Haití, Jamaica y Santa Lucía (véase el gráfico 1).

**Gráfico 1 | América Latina y el Caribe: asignación de DEG equivalente a 650.000 millones de dólares como porcentaje de las reservas internacionales brutas, agosto de 2021**  
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), "Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations", *Policy Paper*, N° 2021/059, agosto de 2021 y "International Financial Statistics (IFS)" [en línea] <https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b>.

Algunas de estas economías, como las de Belice, Jamaica y Suriname, también se encuentran entre las más endeudadas de la región. En 2020 la deuda pública del sector público consolidado se situó en el 122,6%, el 103,3% y el 99% del PIB para Belice, Jamaica y Suriname, respectivamente. El aumento de las reservas internacionales para estas economías proporcionará un importante respaldo financiero al reducir el riesgo y fortalecer su posición externa (CEPAL, 2021e).

La mayoría de los países de América Latina y el Caribe han optado por utilizar los DEG para aumentar el nivel de las reservas internacionales. Algunos países, como Colombia, el Ecuador y el Paraguay, han elegido utilizar su asignación de DEG para fines presupuestarios con diferentes modalidades dependiendo de las normas y las legislaciones nacionales. La Argentina, por su parte, contempla utilizar su asignación de DEG para el repago de su deuda externa.

<sup>13</sup> La nueva emisión de DEG aumentó un 12% las reservas internacionales de las economías menos desarrolladas.  
<sup>14</sup> Los cálculos están basados en los últimos datos de reservas internacionales para los países de América Latina y el Caribe disponibles al 31 de octubre de 2021.  
<sup>15</sup> Los datos para América Latina y el Caribe y América del Sur no incluyen a la República Bolivariana de Venezuela. Este país no ha recibido su cuota correspondiente a la nueva emisión de DEG debido a que el FMI no reconoce de manera oficial a su Gobierno. Si recibiera su cuota de DEG, estos representarían el 56% de sus reservas internacionales.

En el caso de Colombia, el banco central vendió el equivalente en dólares de su asignación de DEG (2.790 millones de dólares) al Gobierno a cambio de títulos de tesorería de Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Como el banco central no canjeó sus DEG por dólares no incurrirá en pagos de intereses. El respaldo de la deuda del Gobierno por parte del banco central permitió al primero mejorar su posición de liquidez y a la vez facilitó la reestructuración de su deuda pública. Como resultado de esta transacción, el Gobierno colombiano, que tiene uno de los niveles de deuda en relación al PIB más altos de América Latina (75,1% para el sector público consolidado para 2020), pudo extender el vencimiento de parte de su deuda más allá de 2022.

El Gobierno del Ecuador ha hecho pública su intención de utilizar su asignación de DEG (equivalente a 669 millones de dólares) para apoyo presupuestario. Es probable que el procedimiento sea similar al seguido en 2009, cuando el FMI emitió su segunda asignación de DEG (161.000 millones de DEG) para hacer frente al impacto de la crisis financiera mundial. Durante ese año, el FMI transfirió la participación de la cuota de DEG del Ecuador (el equivalente a 402,45 millones de dólares) al banco central. A su vez, el banco central cambió los DEG por el equivalente en dólares y los acreditó en la cuenta corriente del Ministerio de Hacienda. Por su parte, el Ministerio de Hacienda registró estos ingresos como parte del presupuesto del gobierno general como ingresos de capital, que se utilizaron para financiar gastos fiscales (véase Latindadd, 2021).

Al igual que en el caso del Ecuador, el Paraguay utilizará su asignación de DEG (250 millones de dólares) para financiar gastos fiscales, más precisamente, el 68% requerido para financiar la implementación de la Ley de Consolidación Económica y Contención Social, aprobada el 25 de agosto de 2021, cuyo objetivo principal es proporcionar recursos para el sistema de salud y garantizar la continuidad de los programas financieros y asistenciales implementados al inicio de la pandemia. El proyecto de ley contempla que debido a condiciones excepcionales, los DEG se asignen directamente a la cuenta del tesoro público como activo financiero y que el banco central proporcione un anticipo al Tesoro por el monto equivalente en dólares<sup>16</sup>.

El uso de DEG para el apoyo presupuestario no es nuevo. Durante la crisis financiera mundial de 2009, varias economías, entre ellas las de Bosnia y Herzegovina, Mauritania, Moldova, Serbia, Ucrania y Zimbabwe, utilizaron una parte significativa o la totalidad de su asignación de DEG con fines fiscales (Congreso de los Estados Unidos, 2010)<sup>17</sup>.

Por último, otra modalidad de utilización de los DEG adoptados en la región es el pago de la deuda externa<sup>18</sup>. El Gobierno argentino ha hecho pública su intención de utilizar su asignación de DEG (equivalente a 4.300 millones de dólares) para pagar el capital y los intereses de su deuda con el FMI con vencimientos en septiembre y diciembre de 2021. La Argentina se encuentra actualmente en conversaciones con el FMI para reestructurar su línea de crédito de 45.000 millones de dólares otorgada en 2018.

## **1.2 Las economías en desarrollo tienen una mayor demanda en el uso de los DEG en relación con los países desarrollados**

Las economías en desarrollo muestran una mayor demanda en el uso de los DEG en relación con las economías desarrolladas. El uso de DEG por parte de los países en desarrollo se intensifica en tiempos de crisis, ya que estos se enfrentan a crecientes necesidades de financiamiento junto con restricciones de liquidez más estrictas y un espacio fiscal más limitado. Esto se ejemplifica para el período 2007-2010, que abarca la crisis financiera mundial (2008-2009). Durante este período, la tasa de utilización de los DEG (diferencia entre las asignaciones de DEG y tenencias de DEG dividida por la asignación de DEG) de los países en desarrollo se mantuvo sistemáticamente por encima de la de los países desarrollados. Además, como se muestra en el gráfico 2, durante 2008-2009 la brecha entre la tasa de utilización de los DEG de los países en desarrollo y los países desarrollados en proporción a la cuota del FMI se amplió significativamente<sup>19</sup>. Un estudio del Congreso de los Estados Unidos para

<sup>16</sup> Véase el proyecto de ley de consolidación económica y contención social, artículos 34-37 [en línea] <http://silpy.congreso.gov.py/expediente/123761>.

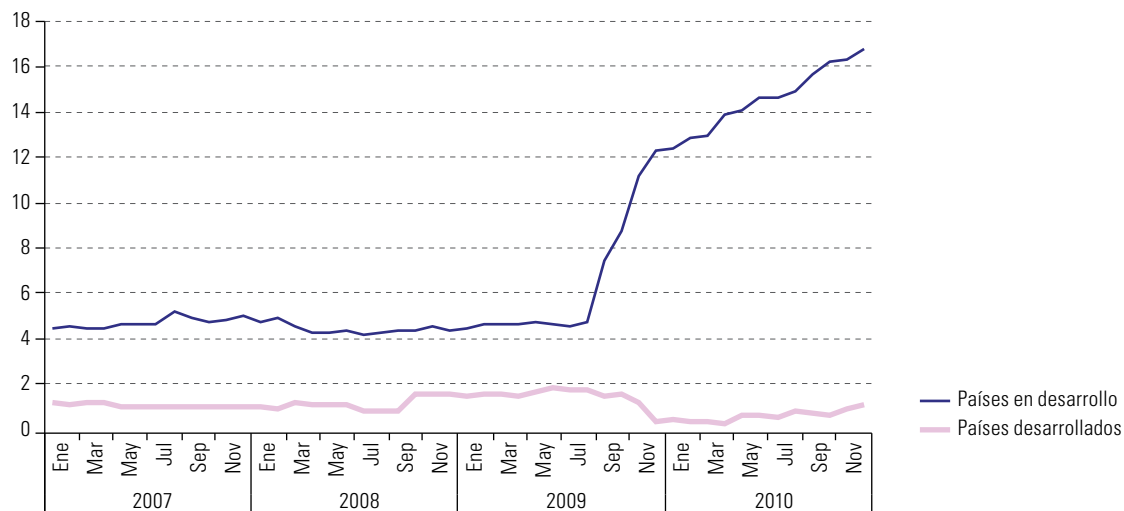
<sup>17</sup> Cabe señalar que el uso de derechos especiales de giro con fines fiscales no ocurre solo en los países en desarrollo. En el caso de los Estados Unidos, los DEG se asignan al Fondo de Estabilización Cambiaria (Exchange Stabilization Fund) que administra el Tesoro de ese país. El Tesoro tiene la facultad de emitir certificados de DEG que, por ley, pueden ser canjeados por dólares en efectivo por parte de la Reserva Federal. Para el presupuesto 2022, el Tesoro contempla utilizar parte de la nueva asignación de DEG para financiar el FFCLP. Véase Schwartz (1997); CRS (2020).

<sup>18</sup> Este es un uso de los DEG previsto por el FMI (2021k, pág. 16).

<sup>19</sup> Un resultado similar se obtiene si la tasa de utilización se mide de manera alternativa por la diferencia entre la asignación y las tenencias de los DEG dividido por la asignación de DEG. Según este indicador para el período que va de enero 2007 a diciembre 2010, la tasa de utilización fue del 14% y el 19% para las economías avanzadas y los países en desarrollo.

el período comprendido entre septiembre de 2009 y junio de 2010 muestra conclusiones similares. Según ese estudio, la variación porcentual en las tenencias de DEG de los países desarrollados durante dicho período fue de cero.

**Gráfico 2 | Países en desarrollo y países desarrollados: tasas promedio de utilización de los DEG, en proporción a la cuota del FMI, 2007-2010**  
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), "IMF Finances", Washington, D.C. [en línea] <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>.

Con anterioridad a la pandemia de COVID-19 y durante ella la evidencia empírica disponible también muestra una marcada diferencia en la utilización de los DEG de acuerdo a los diferentes niveles de desarrollo. El cuadro 2 muestra la tasa de utilización para diferentes agrupaciones de países desarrollados y en desarrollo para 2019, 2020 y 2021. Los resultados muestran que, en promedio, la tasa de utilización de DEG es mucho menor en los países desarrollados (5,9%) que en el caso de los países en desarrollo (42,9%). En el caso de América Latina y el Caribe, la tasa de utilización ronda en el 30%.

**Cuadro 2 | Agrupaciones seleccionadas de países: tasa de utilización de DEG, 2019, 2020 y 2021**  
(En porcentajes)

Agrupaciones de países	Tasa de utilización (promedio)		
	2019	2020	2021 <sup>a</sup>
Economías desarrolladas	6,0	5,9	6,1
Economías en desarrollo	21,9	18,5	16,4
África	24,3	14,8	7,7
Asia	16,6	16,8	17,5
América Latina y el Caribe	27,0	28,7	30,0
Países en desarrollo de Europa	19,6	15,0	15,2

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), "IMF Finances", Washington, D.C. [en línea] <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>.

Nota: La tasa de utilización se calcula como la diferencia entre las asignaciones y la tenencia, dividida por la cuota del FMI.

<sup>a</sup> Cifras hasta julio de 2021.

La evidencia empírica sobre las tasas de utilización (véase el cuadro 2) establece una base para estimar la proporción de la nueva emisión de DEG equivalente a 650.000 millones de dólares que podría recircularse de las economías desarrolladas a las economías en desarrollo. Si la tasa de utilización de los DEG para las economías desarrolladas es igual al 5,90% (como muestra el cuadro 2), estas podrían recircular 393.000 millones de dólares a las economías en desarrollo. Si la

tasa de utilización de los países desarrollados se duplicara hasta alcanzar el 11,8%, estos podrían recircular el equivalente a 369.000 mil millones de dólares a las economías en desarrollo.

Los DEG podrían recircularse a las economías en desarrollo de acuerdo con sus respectivas tasas de utilización o, alternativamente, de acuerdo con sus correspondientes cuotas en el FMI. El cuadro 3 muestra las estimaciones preliminares por región en desarrollo según ambos criterios. También se incluyen los montos en dólares que las regiones del mundo en desarrollo recibirían netos de los costos de intereses asociados con el uso de los DEG. Como se puede observar, América Latina y el Caribe recibiría el equivalente a 89.500 y 82.600 millones de dólares (si se incluyen los costos de intereses) según se empleen los criterios de tasa de utilización o asignación de cuotas de participación del FMI, respectivamente.

**Cuadro 3 | Regiones en desarrollo: recirculación de los DEG sobre la base de las tasas de utilización y las cuotas en el FMI, 2021**  
(En miles de millones de DEG y dólares)

Regiones en desarrollo	Recirculación de DEG según su tasa de utilización			Recirculación de DEG según las cuotas promedio de las regiones en desarrollo en el FMI		
	DEG (miles de millones)	(miles de millones de dólares)	(miles de millones de dólares netos de intereses)	DEG	(miles de millones de dólares)	(miles de millones de dólares netos de intereses)
Economías en desarrollo	276,5	393,7	374,0	276,5	393,7	374,0
África	67,5	96,1	91,3	40,3	57,3	52,5
Asia Oriental y el Pacífico	32,6	46,4	44,1	94,4	134,5	132,2
Asia Meridional	97,1	138,2	131,3	33,2	47,3	40,4
Asia Occidental	16,5	23,5	22,3	41,3	58,8	57,6
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>62,8</b>	<b>89,5</b>	<b>85,0</b>	<b>59,8</b>	<b>85,2</b>	<b>80,7</b>

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), "General SDR Allocation (in SDRs)", 21 de agosto de 2021 [en línea] <https://www.imf.org/en/Topics/special-drawing-right/2021-SDR-Allocation> e "IMF Finances", Washington, D.C. [en línea] <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>.

### 1.3 Posibilidad de recircular los DEG a través de un fondo fiduciario de los países de ingreso medio y bancos de desarrollo e instituciones financieras regionales

Además del intercambio bilateral de DEG entre los bancos centrales, el Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP) ha sido, desde la asignación de DEG de 2009 hasta la fecha, el único vehículo para la recirculación de los DEG. El FFCLP, que se financia en gran medida con DEG de los países desarrollados, es un instrumento del FMI para prestar apoyo en condiciones favorables, pero sujeto a condicionalidades, a los países de ingreso bajo, los países de ingreso medio-bajo y los países de ingreso medio-alto que se consideran con riesgo de sobreendeudamiento. Entre los países de América Latina y el Caribe elegibles para el FFCLP figuran Dominica, Granada, Guyana, Haití, Honduras, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas<sup>20</sup>.

La utilización de los DEG para prestar apoyo financiero debe ampliarse a todos los países de ingreso medio, incluidos los de América Latina y el Caribe, y adaptarse a la diversidad de sus necesidades de desarrollo económico y social. Siguiendo la recomendación del Secretario General de las Naciones Unidas de que debería considerarse el establecimiento de un nuevo fondo fiduciario situado en el FMI para apoyar a los países de ingreso medio, y a los pequeños Estados insulares en desarrollo (PEID) en particular, en sus esfuerzos de respuesta y recuperación (Naciones Unidas, 2021), en esta sección se presenta una propuesta preliminar para la creación de un fondo fiduciario para apoyar a los países de ingreso medio, financiado en gran medida mediante el uso de DEG como capital para apalancar recursos. Esta es una opción y una propuesta que debe explorarse y desarrollarse más a fondo. Otra propuesta consiste en el uso de los DEG por parte de los bancos de desarrollo para intermediar y canalizar financiamiento a los países de ingreso medio.

<sup>20</sup> El FFCLP no es titular autorizado de DEG a pesar de que recibe DEG de los países contribuyentes.



### *Un nuevo fondo fiduciario para apoyar a los países de ingreso medio: una propuesta preliminar*

El propósito del fondo fiduciario es financiar proyectos de inversión para el desarrollo sostenible para apoyar a los países de ingreso medio, en particular los pequeños Estados insulares en desarrollo (PEID), en sus esfuerzos de respuesta y recuperación. Dicho fondo podría aprovechar el uso de los DEG teniendo en cuenta el creciente interés de los mercados financieros privados en los bonos sociales y sostenibles emitidos por las economías en desarrollo y mercados emergentes<sup>21</sup>. Los datos disponibles de 2013 a 2021 muestran que la emisión de bonos sostenibles ha aumentado de 11,6 millones de dólares en 2013 a 852.000 millones de dólares en 2021<sup>22</sup>. Sin embargo, las emisiones de bonos sostenibles de las economías en desarrollo y de los mercados emergentes mantienen un rezago con respecto a la tendencia mundial. Por ejemplo, el Pacto Mundial de las Naciones Unidas estima que Oriente Medio y África representó solo el 1% de la emisión mundial de bonos verdes en 2020.

Este nuevo fondo fiduciario para los países de ingreso medio debe abordar varios temas centrales para su buen diseño y funcionamiento, entre ellos: i) la ubicación; ii) la capitalización; iii) las operaciones y el tamaño del fondo, y iv) las fuentes de financiamiento adicionales. Estos temas se abordan en los párrafos siguientes.

Si el fondo estuviera ubicado fuera del FMI, tendría que poseer la condición de titular autorizado de DEG, lo que requiere la aprobación del 85% de los votos del Directorio Ejecutivo del FMI. Si el fondo estuviera ubicado en el FMI, podría seguir el modelo del Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (SCLP) y no ser titular autorizado de DEG. Una ventaja adicional de un fondo que esté situado en el FMI es que los DEG que se recirculan en el Fondo aún podrían incluirse como reservas internacionales de los países prestamistas (PNUD, 2021).

En este sistema, los DEG se utilizarían para capitalizar el fondo. El uso de los DEG como capital enfrenta dos conflictos.

Al ser un activo de reserva, el DEG debe ser un instrumento eminentemente líquido. El uso de los DEG como capital los transforma en instrumentos carentes de liquidez. Hasta la fecha, el préstamo (recirculación) de los DEG se realiza bajo la condición de que tienen que mantener su carácter de activo de reserva. El primer conflicto consiste entonces en compatibilizar el uso de los DEG como capital y como activo de reserva. En segundo lugar, el uso de los DEG para apalancar recursos conlleva la toma de riesgos, mientras que la propiedad de activo de reserva implica la ausencia de riesgo para los países que prestan los DEG<sup>23</sup>.

Una manera de evitar el primer conflicto es contar con algún tipo de acuerdo que permita al país prestamista de los DEG retirarlos ante algún tipo de contingencia. Este tipo de mecanismo existe en el FFCLP bajo la modalidad de conversión a efectivo (*encashment*) de los DEG que los países avanzados prestan a dicho fondo. En este caso, los países prestamistas de DEG firman un acuerdo con el FMI como fidecomisario del FFCLP según el cual pueden hacer uso de la conversión en efectivo de los DEG al enfrentar problemas de balanza de pagos o de reservas internacionales<sup>24</sup>. Con este fin, el FFCLP mantiene una reserva líquida equivalente aproximadamente al 20% de sus préstamos. En la práctica, varios de los países avanzados (por ejemplo, el Japón o los países de la zona del euro) que prestan sus DEG al FFCLP no tienen problemas de balanza de pagos o de reservas internacionales que los lleve a convertir sus DEG en efectivo, ya que son emisores de las monedas de reserva internacional. De esta manera, la cláusula de conversión de los DEG a efectivo es más bien una garantía para mantener la liquidez de los DEG.

El establecimiento de un fondo de reserva, junto con determinadas políticas de préstamo de minimización del riesgo crediticio podrían contribuir a solucionar el segundo conflicto planteado.

La recirculación voluntaria de los DEG por los países desarrollados se llevaría a cabo de acuerdo con la cuota asignada por el FMI a los países participantes. El Fondo podría emitir bonos relacionados

<sup>21</sup> Los bonos sociales son bonos emitidos para proyectos diseñados para tener un impacto social positivo. Los ejemplos incluyen viviendas asequibles, infraestructura asequible y desarrollo comunitario. Los bonos sostenibles son bonos emitidos para financiar proyectos nuevos y existentes diseñados para tener un impacto ambiental positivo. Los ejemplos incluyen proyectos relacionados con la energía renovable, el transporte limpio, la eficiencia energética, la gestión del agua y los residuos y los edificios ecológicos. También incluyen el financiamiento de proyectos relacionados con la salud (Mutua, 2021).

<sup>22</sup> Véase Environment Finance (2021).

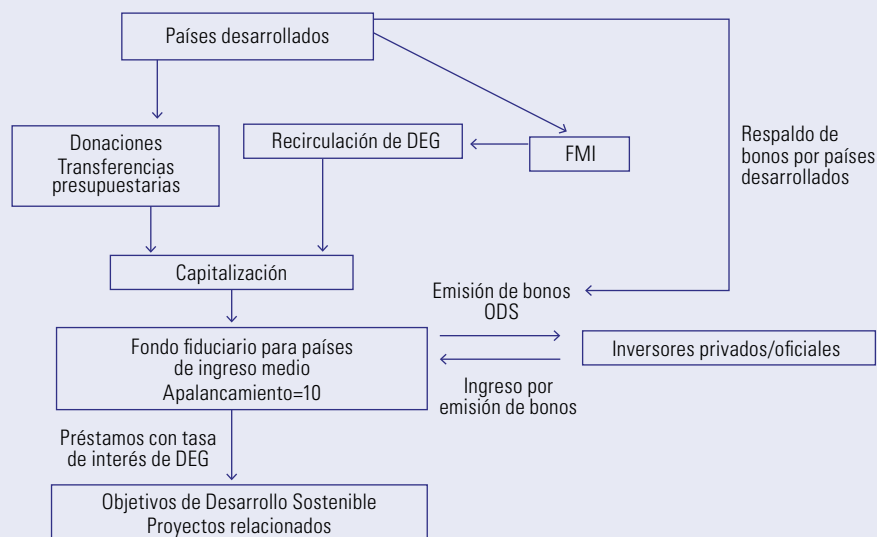
<sup>23</sup> Véase Andrews (2021a).

<sup>24</sup> Véase FMI (2021e) y Plant (2021).

con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (bonos ODS) en los mercados internacionales de capital a inversores privados y tenedores institucionales, respaldados por DEG. En caso de que el fondo fiduciario estuviera ubicado en el FMI, esto se vería facilitado por el hecho de que, desde 2009, el FMI estableció un marco para la emisión de valores denominados en DEG. La única limitación es que estos instrumentos (que tienen un vencimiento de cinco años) solo pueden negociarse en el sector gobierno (Carin, 2013).

Los ingresos de las emisiones de bonos servirían para financiar proyectos en las áreas temáticas incluidas en los ODS. El fondo podría apuntar a un coeficiente de apalancamiento conservador de 10. Es decir, podría emitir un billón de dólares en bonos, que estarían respaldados por mil millones de dólares en capital constituido por DEG. Los países desarrollados tendrían que garantizar los bonos emitidos para proporcionarles una calificación crediticia equivalente a triple o doble A. (véase el gráfico 3).

**Gráfico 3 | Una propuesta para un fondo fiduciario de países de ingreso medio**



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de B. Carin, *Sustainable Development and Financing Critical Global Public Goods*, C. Hurst and Company, 2013; H. Bredenkamp y C. Pattillo, "Financing the response to climate change", *IMF Staff Position Note*, N° SPN10/06, 2010; C. Ferron y R. Morel, "Appendix I-special drawing rights", *Climate Report*, N° 46, julio de 2014; N. Birdsall y B. Leo, "Find me the money: financing climate and other global public goods", *Center For Global Development. Working Paper*, N° 248, abril de 2011.

Como resultado del uso de los DEG, los intereses devengados sobre el capital del fondo constituyen un pasivo financiero que debe ser cancelado. Los países desarrollados incurrirían en cargos por intereses sobre su posición de débito en el departamento de DEG del FMI. Este es un costo que debe considerarse. Sin embargo, si se cobra una tasa de interés del DEG (que dado su bajo nivel del 0,05% equivale a un préstamo en condiciones concesionales) sobre los préstamos, el fondo podría transferir estos ingresos como pago por intereses a los países desarrollados.

Por último, el fondo fiduciario tendría que considerar la posibilidad de contar con fuentes de financiamiento adicionales, como donaciones o transferencias presupuestarias, que podrían proporcionar los países desarrollados. De manera similar al funcionamiento del FFCLP, las donaciones podrían utilizarse para subvencionar los préstamos concedidos por el fondo fiduciario, así como para garantizar el repago a los prestamistas.

### **Bancos de desarrollo e instituciones financieras regionales**

Los bancos de desarrollo y las instituciones financieras regionales, como los fondos de reserva regionales y los bancos de desarrollo, que son titulares autorizados de DEG y pueden recibir DEG, también podrían formar parte de un mecanismo para reciclar los DEG. Los bancos de desarrollo que son tenedores autorizados de DEG incluyen el Banco Africano de Desarrollo, el Fondo Africano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y la

Asociación Internacional de Fomento, el Banco Islámico de Desarrollo, el Banco Nórdico de Inversión y el Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola. Las instituciones monetarias intergubernamentales que son tenedores autorizados de DEG incluyen el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Latinoamericano de Reservas y el Fondo Monetario Árabe.

La recirculación de los DEG a través de la banca de desarrollo puede asumir dos modalidades. La primera es la utilización de los DEG para fondos prestables, según algunos autores (Andrews, 2021b; Plant, 2021; Andrews y Plant, 2021). En este caso la banca desarrollo podría seguir el modelo organizativo del FFCLP que incluye tres cuentas separadas: préstamos, subsidios y reserva. La liquidez de los DEG se mantendría a través de un régimen de conversión en efectivo de los DEG. El riesgo crediticio podría abordarse a través de políticas como la creación de un fondo de reservas que permita rembolsar a los acreedores en caso de mora. También habría que considerar la manera de mitigar el riesgo para préstamos cuya madurez podría exceder la que considera el FFCLP (10 años). Finalmente, aunque la tasa de interés sobre los DEG es para todos los efectos prácticos una tasa concesional, esta es variable y podría estar sujeta a aumentos. En este caso, se propone la posibilidad de establecer una cuenta de subsidios para compensar la diferencia entre una tasa de interés concesional y la tasa de interés pagadera sobre los DEG.

Los bancos de desarrollo que son tenedores autorizados de DEG podrían emitir bonos al FMI a cambio de DEG que luego podrían utilizarse para préstamos a largo plazo a la tasa establecida sobre el uso de los DEG. Esto complementaría los programas de préstamos en condiciones concesionales o podría canalizarse hacia el financiamiento de nuevas actividades. Esto cambiaría, por un lado, la forma en que se financian los programas concesionales, que es a través de los presupuestos de asistencia para el desarrollo de los gobiernos de los países desarrollados donantes (Herman, 2020). Por otra parte, proporcionaría una vía para otorgar financiamiento para el desarrollo en condiciones concesionales a países con diferentes niveles de ingreso, incluidos los países de ingreso bajo e ingreso medio.

La segunda modalidad considera el uso de los DEG para capitalizar la banca de desarrollo. Esto permitiría incrementar sustancialmente la capacidad de aumentar los recursos disponibles y los préstamos a través del apalancamiento. Esta modalidad enfrenta los mismos conflictos planteados, para el caso del Fondo Fiduciario para países de ingreso medio. El análisis de las posibles soluciones que se consideran en la sección anterior también son válidas para esta modalidad. Las soluciones adoptadas deberían reflejar un consenso entre el o los bancos de desarrollo, los países prestamistas de DEG y el FMI<sup>25</sup>.

## **2. La creación de fondos multilaterales es otro mecanismo para redistribuir la liquidez desde las economías desarrolladas hacia las economías en desarrollo**

Los fondos de liquidez financiados por los países desarrollados son una opción de política complementaria para redistribuir la liquidez de los países desarrollados a los países en desarrollo. Estos fondos pueden otorgar a las economías en desarrollo una participación mayor en el proceso de decisión sobre los países destinatarios y las condiciones en que se reasignará la liquidez. Ese es el caso del Fondo para Aliviar la Economía COVID-19 (FACE) propuesto por el Gobierno de Costa Rica.

### **2.1. El Fondo para Aliviar la Economía COVID-19 (FACE): propósito y características principales**

El Fondo para Aliviar la Economía COVID-19 (FACE) busca proporcionar financiamiento extraordinario a los países en desarrollo, incluidos los países de ingreso bajo y medio, que no tienen el espacio para expandir los recursos internos de manera inmediata para enfrentar los efectos de la pandemia. Aparte de mitigar el impacto social y económico de la pandemia, el FACE también busca proporcionar fondos para la recuperación económica una vez que se supere la pandemia. Se espera que este fondo se financie con recursos de las economías desarrolladas que se canalizarían a través de los bancos multilaterales de desarrollo.

<sup>25</sup> Andrews y Plant, 2021.

El FACE tiene cuatro características. La primera es que el tamaño del fondo sea razonable. El fondo consistiría en 516.000 millones de dólares (3% del PIB de los países en desarrollo o 0,7% del PIB de los países desarrollados).

La segunda característica es que el fondo debe proporcionar préstamos en condiciones favorables en lugar de una donación libre de cualquier costo. El otorgamiento de préstamos concesionales es independiente del nivel de ingreso de los países. En este sentido, el FACE es similar a las líneas de financiamiento de emergencia COVID-19 del FMI que consideran la concesión de préstamos en términos favorables sin condicionalidad o con condicionalidad limitada. Los préstamos tendrían una madurez de 50 años, con 5 años de gracia y una tasa de interés cercana a 0% o establecida al nivel de la LIBOR actual (0,7%). El plazo de madurez de los préstamos contemplados por la iniciativa FACE es comparable a la de algunos bonos soberanos que fueron emitidos por países latinoamericanos en 2020.

La tercera característica del FACE es la ausencia de condicionalidad. Los préstamos concesionales están libres de condicionalidades fiscales, monetarias o estructurales. Pero hay requisitos para la buena gobernanza que aún no han sido del todo definidos.

La cuarta característica es la alineación del FACE con la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

## **2.2. Avanzando en la iniciativa FACE**

La iniciativa FACE es una propuesta financieramente viable para un fondo multilateral con un diseño simple que facilitaría el seguimiento de sus actividades. Además, podría contribuir a fortalecer la posición financiera de los bancos de desarrollo y aumentar su capacidad de movilizar recursos adicionales.

La implementación del FACE requerirá abordar ciertas cuestiones clave. La más importante es definir de qué forma se obtendrán y se dispondrá de los recursos necesarios de los países desarrollados (0,7% de su PIB, lo que equivale aproximadamente a la meta del Consenso de Monterrey para la asistencia oficial para el desarrollo (AOD)). Además, se debe delinear una estrategia para atraer la participación de los bancos de desarrollo. A su vez, esto implica evaluar la capacidad de los bancos de desarrollo para administrar el tamaño del fondo, 516.000 millones de dólares, y evitar cobrar por el costo de la intermediación y administración de estos recursos.

Además, dado que el FACE está diseñado para beneficiar a todos los países en desarrollo, independientemente de su nivel de ingresos, es necesario especificar ciertos criterios para asignar recursos e identificar países y sectores beneficiarios.

Por último, debe establecerse un mecanismo acordado para supervisar el uso de los recursos.

## **B. Segunda medida de política: fortalecer la cooperación regional aumentando la capacidad de préstamo y respuesta de las instituciones financieras regionales, subregionales y nacionales, y estrechando sus vínculos con los bancos multilaterales de desarrollo**

### **1. El financiamiento multilateral se concentra cada vez más en los países de ingreso bajo e ingreso medio-bajo**

Desde el final de la crisis financiera mundial (2008-2009), el financiamiento multilateral proporcionado por el Banco Mundial se ha concentrado, en gran medida, en responder a las necesidades de financiamiento de los países de ingreso bajo y de ingreso medio-bajo<sup>26</sup>. El año en que ocurrió la pandemia no fue la excepción.

Durante 2020, los países de ingreso bajo y de ingreso medio-bajo recibieron el 75% de los fondos proporcionados por el Banco Mundial. Del mismo modo, la evidencia muestra que la mayor parte del aumento (64% y 69%) del financiamiento del Banco Mundial entre 2019 y 2020, y entre 2020 y 2021,

<sup>26</sup> El aumento de los préstamos proporcionados por el Banco Mundial entre 2019 y 2020 fue de 13.200 millones de dólares, lo que representó más de la mitad del monto proporcionado para enfrentar la crisis financiera mundial (28.100 millones de dólares). Si se tiene en cuenta también el financiamiento para 2021, el aumento entre 2019 y el promedio 2020-2021 es de 17.300 millones de dólares. Desde la crisis financiera mundial (2008-2009), la participación de América Latina en los préstamos del Banco Mundial ha disminuido sistemáticamente. En 2008 y 2009, la participación de la región se situó en el 19% y el 30% del total y por encima de la de cualquier otra región en desarrollo. La participación de América Latina en el total de préstamos del Banco Mundial cayó al 19%, el 17%, el 14% y 13% y 15% en 2012, 2016, 2019 2020 y 2021.

se canalizó a través de la Asociación Internacional de Fomento (AIF), la entidad del Banco Mundial que brinda asistencia a los países de ingreso bajo y medio-bajo a través del financiamiento concesional.

De manera similar, una comparación a nivel regional para 2019-2021 muestra que la mayor parte de los fondos comprometidos se destinaron a las regiones del mundo en desarrollo que tienen una mayor proporción de países de ingreso bajo o países de ingreso medio-bajo (véase el cuadro 4)<sup>27</sup>.

**Cuadro 4 | Regiones en desarrollo: financiamiento comprometido por el Banco Mundial, 2019-2021<sup>a</sup>**

(En millones de dólares)

Región	Financiamiento 2019	Financiamiento 2020	Financiamiento 2021
África	15 007	20 820	27 069
Asia Oriental y el Pacífico	5 302	7 270	7 868
Europa y Asia Central	4 332	7 196	5 874
América Latina y el Caribe	6 139	7 776	10 233
Oriente Medio y África del Norte	5 483	3 622	4 634
Asia meridional	8 860	11 657	10 873
Total	45 123	58 341	66 551

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco Mundial, "World Development Indicators", 2021 [en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

<sup>a</sup> Los montos desembolsados a la región por el Banco Mundial para 2019, 2020 y 2021 se cifran en 5.187, 6.265 y 9.225 millones de dólares.

Durante 2020, seis países de América Latina y el Caribe, de ingreso medio-bajo (Honduras, y el Estado Plurinacional de Bolivia) o de ingreso medio-alto considerados vulnerables (Dominica, Granada, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas), junto con Haití (el único país de ingreso bajo de la región), recibieron financiamiento concesional del Banco Mundial a través de la AIF, por un total de 908 millones de dólares (12% del financiamiento total). El resto de los países recibieron financiamiento no concesional debido a su condición de países de ingreso medio-alto. La descomposición por sectores muestra que el sector financiero, la administración pública, la protección social y el sector salud recibieron la mayor parte del financiamiento proporcionado por el Banco Mundial (64%). Solo cinco países (Colombia, Haití, México, República Dominicana y Uruguay) recibieron financiamiento específicamente etiquetado para combatir el COVID-19 por un total de 2.200 millones de dólares (29% del total para 2020).

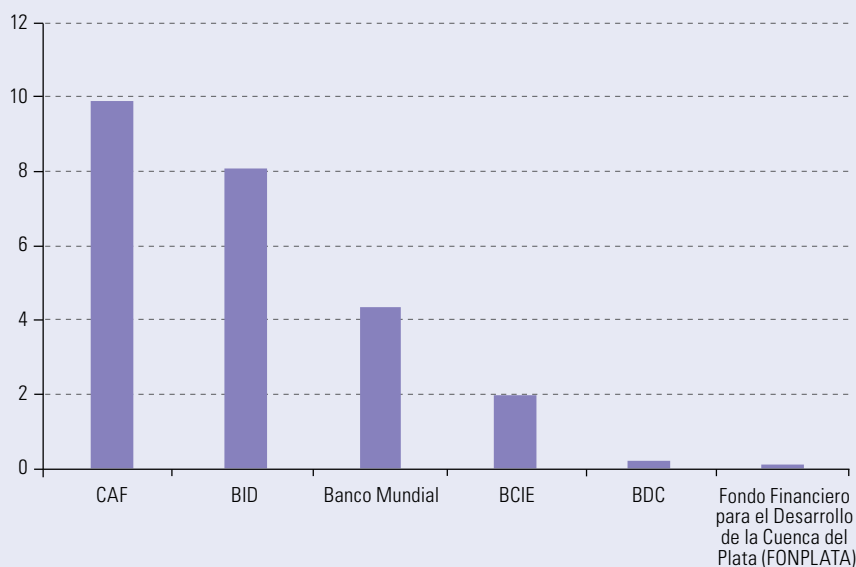
## 2. Los bancos de desarrollo subregionales y especialmente los bancos nacionales de desarrollo proporcionaron la respuesta más contundente a la pandemia

Los desembolsos multilaterales para enfrentar los efectos de la pandemia también se han rezagado en relación con los esfuerzos de financiamiento de los bancos regionales (Banco Interamericano de Desarrollo (BID)), subregionales (Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y Banco de Desarrollo del Caribe (CDB), en conjunto) y, especialmente, de los bancos nacionales de desarrollo. Entre enero de 2020 y febrero de 2021, el CAF se convirtió en el principal proveedor de financiamiento de la región con un desembolso equivalente a 9.900 millones de dólares para enfrentar la pandemia, superando no solo al Banco Mundial, sino también al BID, que proporcionó 8.000 millones de dólares en préstamos. Por su parte, el apoyo financiero brindado por el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) ascendió a 1.960 millones de dólares (véase el gráfico 4).

Los bancos nacionales de desarrollo también otorgaron un importante apoyo por un total de más de 120.000 millones de dólares (enero-noviembre 2020) contabilizando créditos, garantías, refinanciamiento y suspensiones de pagos. Esto ha beneficiado no solo a algunas de las economías más grandes de la región, que representan la mayor parte del apoyo financiero por parte de la banca de desarrollo nacional, incluidas las del Brasil, Colombia, México y el Perú (68.400, 4.200, 12.900, y 26.900 millones de dólares, respectivamente), sino también a las economías más pequeñas. En El Salvador y Panamá el financiamiento proporcionado por los bancos nacionales representó el 6% y el 2,8% de su PIB (véase el gráfico 5).

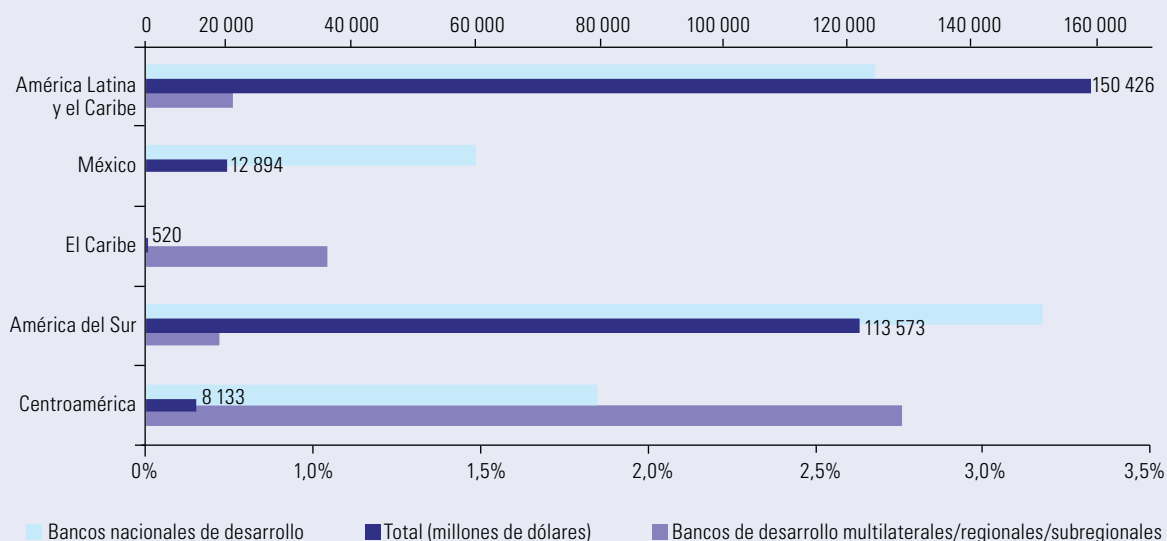
<sup>27</sup> Esto contrasta con el aumento de los préstamos proporcionados por el Banco Mundial a América Latina y el Caribe durante la crisis financiera mundial (2008-2009), que ascendió a 9.000 millones de dólares y representó el 42% del total del aumento de los préstamos a las regiones del mundo en desarrollo.

**Gráfico 4 | América Latina y el Caribe: montos totales asignados para el COVID-19 por los bancos de desarrollo multilaterales, regionales y subregionales, enero 2020 a febrero 2021**  
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de bancos de desarrollo para COVID-19 y reseñas de prensa.

**Gráfico 5 | América Latina y el Caribe: apoyo financiero de los bancos de desarrollo nacionales por región a noviembre de 2020**  
(En millones de dólares y como porcentaje del PIB)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de bancos de desarrollo para COVID-19 y reseñas de prensa.

### 3. Los bancos nacionales de desarrollo se especializan en apoyo al sector productivo

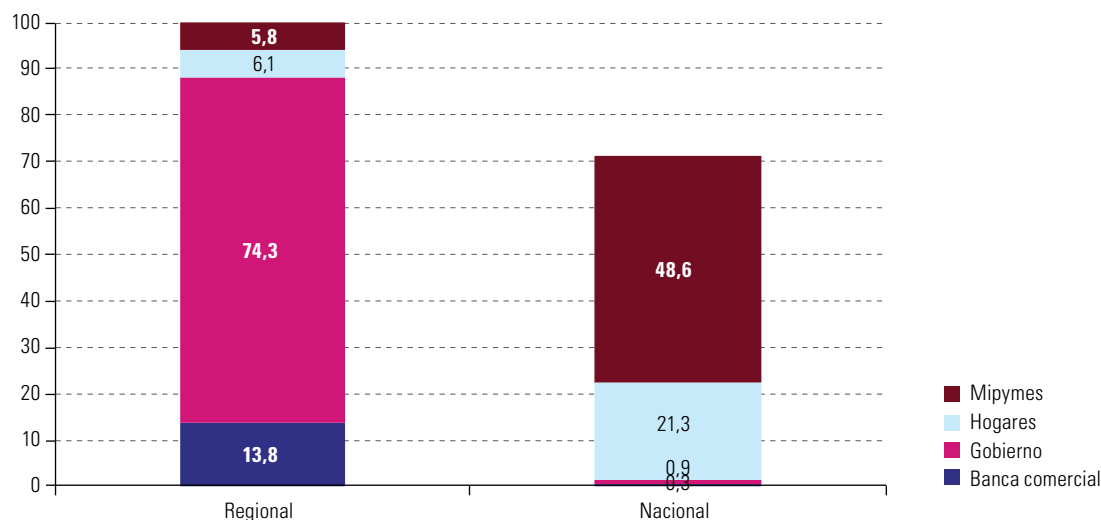
Dos hechos estilizados caracterizan el apoyo financiero otorgado por los bancos nacionales de desarrollo en relación con los préstamos regionales, subregionales y multilaterales.

En primer lugar, los bancos regionales de desarrollo dedicaron el 74,3% del apoyo financiero contra el COVID-19 a fortalecer el sector gubernamental, aliviando la carga tributaria generada por la pandemia, mientras que las microempresas y pequeñas y medianas empresas (mipyme) recibieron

solo el 5,8% del total. El resto del financiamiento se centró en hogares y bancos (6,1% y 13,8%). Por el contrario, los bancos nacionales prácticamente no proporcionaron apoyo directo al gobierno (0,9% del fondo total asignado). Más bien, estos se centraron en mantener la actividad económica, apoyando principalmente al sector privado, con el 48,6% de los fondos otorgados a las mipymes y el 21,3% a los hogares (véase el gráfico 6).

**Gráfico 6 | América Latina y el Caribe: desembolsos de la banca nacional de desarrollo para enfrentar el COVID-19, por sector, 2020**

(En porcentajes del total)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de bancos de desarrollo para COVID-19 y reseñas de prensa.

En segundo lugar, esta especialización en apoyo financiero ha perfilado el tipo de instrumentos utilizados por ambos tipos de instituciones. En el caso de la banca nacional de desarrollo, la descomposición de los préstamos por tipo de instrumentos muestra que el 60% del financiamiento total proporcionado se canalizó a través del crédito, el 27% a través de la suspensión de pagos, el 11% a través de garantías y el 2% a través del refinanciamiento. Entre estos, las garantías han sido el instrumento más dinámico. Los bancos regionales de desarrollo apoyaron a las economías afectadas por el COVID-19 principalmente a través del crédito (99% del total).

#### 4. Los sistemas de garantía deben ampliarse e institucionalizarse como un instrumento clave de los bancos de desarrollo

Los sistemas de garantía han pasado a ser un importante instrumento de apoyo a las mipymes durante la pandemia (véase el cuadro 5). Los sistemas de garantía han sido uno de los instrumentos más utilizados por las instituciones financieras de desarrollo para apoyar al sector productivo para contrarrestar los efectos de la pandemia. La banca de desarrollo nacional ha proporcionado apoyo a la liquidez por medio de diversos instrumentos, observándose que el 46% de los montos desembolsados se destinaron a créditos y el 2% a planes de refinanciamiento, mientras el 21% correspondió a suspensiones de pago y el 31% a garantías ofrecidas para permitir a los productores realizar nuevos préstamos que les facilitara seguir en actividad, siendo este instrumento el más dinámico para reactivar el crédito a las pymes (Cipoletta y Abdo, 2021).

Muchas empresas, especialmente las mipymes, han enfrentado restricciones de liquidez sin precedentes durante la pandemia. Dadas sus ventajas y a pesar de los riesgos financieros que estos acarrearán, los sistemas de garantías han surgido como una herramienta potencialmente efectiva para abordar la brecha de liquidez que enfrentan las mipymes. Este instrumento resulta atractivo por su rapidez (donde ya ha sido implementado) y sus bajos costos presupuestarios, sobre todo en comparación con otros instrumentos como los préstamos y las subvenciones.

Los sistemas de garantía de crédito tienen tres ventajas importantes. La primera es que permiten aumentar la oferta de crédito por parte del sistema financiero. Con el apoyo de las garantías, las entidades financieras pueden ampliar su oferta de financiamiento para empresas que se encuentran en condiciones de financiamiento subóptimas porque no tienen la capacidad de ofrecer garantías suficientes, pero que sin embargo tienen la capacidad para gestionar un mayor nivel de capital.

En segundo lugar, con un sistema de garantías, un mayor número de empresas accedería al sistema financiero formal. Con el apoyo de un instrumento de garantía, las empresas que no cuenten con avales suficientes, así como las empresas emergentes o aquellas con poca experiencia para cubrir sus necesidades crediticias, tendrían acceso a financiamiento.

En tercer lugar, las garantías mejoran las condiciones crediticias. El tipo de interés, el valor y el plazo de los préstamos pueden evolucionar positivamente debido a la mitigación de riesgos para las entidades financieras proporcionada por el mecanismo de garantía.

Las garantías están orientadas principalmente a las mipymes. Esa es la prioridad definida por su vulnerabilidad al impacto de la pandemia y por su efecto sobre el empleo. Sin embargo, en algunos casos (Chile, Colombia, Costa Rica, Uruguay) también han beneficiado a grandes empresas.

Otro de los importantes instrumentos utilizados por la banca de desarrollo para atender los desafíos de la pandemia fueron los créditos. De los 130 créditos contabilizados en la base de datos empleada por Cipoletta y Abdo (2021) de los cuales se publicó el monto, se calcula que alcanzaron un valor total de 85.428 millones de dólares. Los préstamos son el instrumento de mayor uso por parte de la banca de desarrollo a nivel mundial (Griffith-Jones y otros, 2020). La pandemia de COVID-19 en América Latina y el Caribe no fue la excepción, pues el 46% de los montos correspondieron a operaciones de crédito. Mientras el financiamiento no reembolsable fue dirigido principalmente a los gobiernos, el crédito se dispuso mayoritariamente hacia al sector privado.

Las mipymes fueron quienes recibieron la mayor parte de los créditos, que sumaron 32.475 millones de dólares repartidos en 45 operaciones. A ello se suma el resto del sector privado con 23.341 millones de dólares en 30 operaciones. En términos de provisión de capital de trabajo, los préstamos y las subvenciones suelen ir acompañados de condiciones, como mantener niveles estables de empleo y salarios (Griffith-Jones y otros, 2020), condiciones que también se usaron en el caso de la crisis de la pandemia. A su vez, los gobiernos recibieron 22.108 millones de dólares repartidos en 49 líneas de crédito, a los cuales se agrega una suspensión de pago de 731 millones de dólares del BNDES de Brasil (Cipoletta y Abdo, 2021).

## **5. Expandir la capacidad de préstamo de los bancos de desarrollo requiere mayores niveles de capitalización y criterios de préstamo más flexibles**

La capacidad de préstamo de los bancos de desarrollo puede incrementarse a través de dos medios diferentes: una mayor capitalización y una mayor flexibilidad en sus criterios de préstamo. El BCIE aumentó su capital autorizado un 40% (2.000 millones de dólares) en abril de 2020, y el BID está considerando la posibilidad de un aumento de capital que permita que los préstamos anuales alcancen casi los 20.000 millones de dólares (Martín, 2021).

En el BID, al igual que en el Banco Mundial, también se podría utilizar el capital disponible de forma más eficaz reduciendo la relación entre los fondos propios y los préstamos hasta situarla en un nivel acorde con el de los bancos comerciales. En los bancos multilaterales de desarrollo se adopta una postura conservadora en cuanto al nivel de recursos propios: en los principales bancos de este tipo, la relación entre los fondos propios y los préstamos oscila entre el 20% y el 60%, relación que es superior a la de la mayoría de los bancos comerciales (10% 15%) (Humphrey, 2020)<sup>28</sup>. En otras palabras, los bancos multilaterales de desarrollo tienen de 2 a 6 dólares de recursos propios por cada 10 dólares de préstamos pendientes, mientras que los bancos comerciales solo tienen de 1 a 1,50 dólares por cada 10 dólares de préstamos pendientes. Actualmente, la relación entre los fondos propios y los préstamos del Banco Mundial y del BID es de un 22,6% y un 38,2%, respectivamente<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Los fondos propios están constituidos por el capital desembolsado y las reservas acumuladas. Los préstamos abarcan los préstamos, las garantías y las inversiones de capital realizadas con fines de desarrollo.

<sup>29</sup> El capital incluye el capital desembolsado y las reservas acumuladas. Los préstamos incluyen préstamos, garantías e inversiones de capital realizadas con fines de desarrollo.



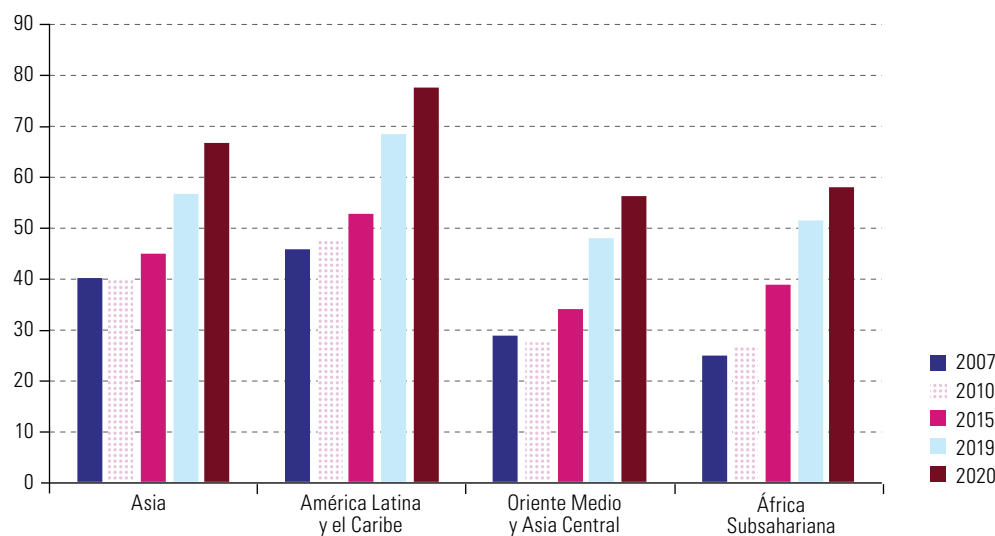
Un estudio reciente centrado en el Banco Mundial, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Africano de Desarrollo muestra que al adoptar criterios más flexibles para otorgar préstamos y aumentar su apalancamiento, estos bancos podrían triplicar conjuntamente su capacidad de préstamo de 415.000 millones a 1,3 billones de dólares. Según las conclusiones, el aumento del apalancamiento y el riesgo tendría un efecto mínimo en las calificaciones crediticias de estos bancos multilaterales de desarrollo. En julio de 2021, el G-20 redactó los términos de referencia para una revisión independiente de los marcos de adecuación de capital de los bancos multilaterales de desarrollo<sup>30</sup>.

### C. El aumento de la deuda y la respuesta multilateral

#### 1. El COVID-19 reforzó la tendencia al alza de la deuda que se registra desde la crisis financiera mundial (2008-2009)

Desde la crisis financiera mundial (2008-2009), todas las regiones en desarrollo del mundo han registrado una tendencia al alza en sus niveles de deuda (véase el gráfico 7). Entre 2010 y 2019, la deuda bruta del gobierno general como porcentaje del PIB aumentó del 40,1% al 56,6%, del 47,3% al 68,1%, del 27,6% al 48,0% y del 26,7% al 51,5% para Asia, América Latina y el Caribe, Oriente Medio y Asia Central y África Sub-Sahariana respectivamente (véase el gráfico 7).

**Gráfico 7 |** Regiones del mundo en desarrollo: deuda bruta del gobierno general como porcentaje del PIB, 2007, 2010, 2015, 2019 y 2020  
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), "World Economic Outlook Database", Washington, D.C., abril de 2021.

Los efectos de la pandemia han reforzado esta tendencia, tal y como como demuestra el aumento de la deuda externa, ya sea medida como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios o como porcentaje del PIB para todas las regiones en desarrollo. Además, el servicio de la deuda medido en proporción a las exportaciones de bienes y servicios ha aumentado para todos los casos considerados<sup>31</sup>.

América Latina y el Caribe es la región más endeudada del mundo en desarrollo con una deuda total del gobierno general que alcanza el 77% del PIB y una deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios equivalente al 226,7% en 2020. América Latina y el Caribe también tiene el mayor servicio de la deuda en términos de exportaciones de bienes y servicios (59%). La región también tiene el mayor número de países con una relación entre deuda pública y PIB superior al 100% (47% del total) que se encuentran principalmente en el Caribe (véase el cuadro 5).

<sup>30</sup> Véanse Setimo (2019), Maasdoorp (2021) y G-20 (2021).

<sup>31</sup> La relación entre la deuda externa y el PIB puede exagerar el aumento de la deuda, ya que también refleja la disminución del PIB. En este sentido, la relación entre la deuda externa y las exportaciones de bienes y servicios es un indicador más preciso de los efectos de la pandemia en los niveles de deuda.

**Cuadro 5 | Regiones en desarrollo: indicadores de la deuda externa, 2019-2020**

Región	Deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios		Porcentaje de la deuda externa sobre el PIB		Servicio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Economías emergentes y en desarrollo	116,6	136,4	...	....	42,1	48,2
Países emergentes y en desarrollo de Asia	86,0	95,7	18,8	19,5	47,2	50,1
Países emergentes y en desarrollo de Europa	120,9	141,9	46,8	51,7	42,5	49,8
América Latina y el Caribe	192,6	226,7	47,9	56,3	50,9	59,0
Oriente Medio y Asia Central	125,0	176,6	46,8	53,9	22,2	31,8
África	102,9	100,9	39,3	43,7	25,0	24,3
África (no incluye África Septentrional)	172,5	228,1	42,6	46,1	28,5	35,9

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), "World Economic Outlook Database", Washington, D.C., abril de 2021; para África, Grupo del Banco Africano de Desarrollo, AFDB Socio Economic Database, 1960-201 [en línea] <http://dataportal.opendataforafrica.org/bbkawjf/afdb-socio-economic-database-1960-2019>.

Nota: Debido al hecho de que la mayoría de los países experimentaron una contracción económica en 2020, el indicador de la relación entre deuda externa y PIB puede sobrestimar el aumento de la deuda.

El aumento de la deuda y sus costos asociados no solo ha reducido significativamente el espacio de política de los países en desarrollo para emprender medidas contracíclicas a fin de combatir los efectos a corto plazo de la pandemia, sino que también ha limitado su autonomía para emprender un proceso de recuperación económica y social de largo plazo. Por el contrario, los países desarrollados implementaron estímulos fiscales masivos para complementar las medidas monetarias expansivas sin tener en cuenta sus condiciones financieras y paridades cambiarias, lo que refleja la asimetría en la autonomía del espacio de política de ambos tipos de economías<sup>32</sup>.

Enfrentar el problema de la deuda, especialmente para los países de ingreso medio, es clave para restablecer el crecimiento y la estabilidad de la economía mundial. Los países de ingreso medio representan el 75% de la población mundial y aproximadamente el 30% de la demanda agregada mundial. Más importante aún, los países de ingreso medio representan el 96% de la deuda pública de los países en desarrollo (sin incluir China y la India).

## 2. La única iniciativa para reducir la deuda, la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda, no es una solución a largo plazo para resolver el problema de la deuda de los países en desarrollo

La puesta en marcha de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda en abril de 2020 por el G20 representa la única iniciativa que se ha implementado para abordar el problema de la deuda de los países en desarrollo y su limitado espacio fiscal para enfrentar los efectos de la pandemia. La iniciativa, que estará en vigor hasta diciembre del 2021, consiste en una suspensión temporal de los reembolsos del servicio de la deuda (principal o intereses) por parte de los acreedores bilaterales oficiales que representan aproximadamente el 38% del total de los países participantes en ella (véase el cuadro 6).

Desde su entrada en vigor en marzo de 2020, la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda ha podido incluir solo 48 de los 76 países elegibles para participar en ella (66% del total). Esto ha reducido el monto de ahorro estimado (que se utiliza para pagar capital e intereses a los acreedores oficiales bilaterales) de 11.000 a 5.700 millones de dólares (hasta agosto de 2021)<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> Desde el estallido de la pandemia hasta marzo de 2021, las economías desarrolladas movilizaron el 16,4% del PIB en gastos adicionales y créditos fiscales y el 11,3% del PIB en préstamos, capital y garantías, frente al 10,7% y el 7,2%, respectivamente, en los mercados emergentes. La capacidad de respuesta en los países en desarrollo de ingreso bajo fue aún menor, con gastos adicionales y créditos fiscales equivalentes al 1,7% del PIB y al 0,2% del PIB en préstamos, capital y garantías (FMI, 2021c). Véase también CEPAL (2021a).

<sup>33</sup> La deuda con las instituciones multilaterales se estimó en 7.000 millones de dólares en mayo de 2020 (IIF, 2020).

**Cuadro 6 | Servicio de la deuda y su composición por tipo de acreedor para las economías en desarrollo y los países de América Latina y el Caribe elegibles y partícipes en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda, 2020-2021**  
(En millones de dólares y porcentajes del total)

Economías en desarrollo	2020 (en millones de dólares)	2021 (en millones de dólares)	2020 (en porcentajes)	2021 (en porcentajes)
Acreedores privados	6 330	7 132	13,8	16,1
Acreedores no oficiales	7 359	6 589	16,0	14,9
Acreedores oficiales bilaterales	17 682	16 638	38,5	37,5
Acreedores oficiales multilaterales	14 547	13 969	31,7	31,5
Total	45 918	44 328	100,0	100,0
<b>Países de América Latina elegibles para su inclusión en la iniciativa</b>				
Acreedores privados	608	57	33,8	4,9
Acreedores no oficiales	75	68	4,1	5,8
Acreedores oficiales bilaterales	327	265	18,2	22,5
Acreedores oficiales multilaterales	787	787	43,8	66,9
Total	1 796	1 178	100,0	100,0
<b>Países de América Latina partícipes en la iniciativa</b>				
Acreedores privados	26	19	17,1	15,4
Acreedores no oficiales	3	2	1,7	1,9
Acreedores oficiales bilaterales	27	26	17,8	20,7
Acreedores oficiales multilaterales	95	78	63,5	61,9
Total	150	127	100,0	100,0

Fuente: Banco Mundial, "World Development Indicators", 2021 [en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

En el caso de América Latina y el Caribe, solo ocho economías son elegibles para participar en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda debido a su clasificación como países de ingreso bajo (Haití), ingreso medio-bajo (Honduras y Nicaragua) e ingreso-medio alto vulnerables (Dominica, Granada, Guyana, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas). En la actualidad, la mitad de ellos (Dominica, Granada, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas) participan en dicha iniciativa. Para este último grupo de países, los acreedores oficiales representan, en promedio, solo el 20,7% del total.

La Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda no representa una solución de largo plazo para la reducción de la deuda y garantizar su sostenibilidad en el tiempo. El aplazamiento de la deuda considerado por la iniciativa se basa en el valor presente neto neutral y, como consecuencia, no reduce el pago total hacia los acreedores. Una vez que llegue a su fin la iniciativa, los países tendrán que pagar el valor capitalizado del principal de la deuda y los intereses diferidos durante un período de cinco años luego de un período de gracia de un año.

Esto supone que después de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda, los países tendrán espacio fiscal para poder enfrentar los efectos de mediano y largo plazo de la pandemia y, al mismo tiempo, poder asegurar la sostenibilidad de su deuda. Sin embargo, no existen medidas o iniciativas a nivel mundial que aseguren que los países en desarrollo puedan crecer a tasas que garanticen la sostenibilidad de su deuda soberana. Además, los países se enfrentan a importantes limitaciones internas para aumentar los impuestos y financiar un mayor egreso por concepto de intereses.

### 3. La Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda enfrenta importantes obstáculos para incluir a todas las partes interesadas y países relevantes

Después de más de un año de su entrada en vigor, la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda no ha podido incorporar a los acreedores del sector privado ni a las instituciones multilaterales.

La principal preocupación de los inversores del sector privado es la posibilidad de una reestructuración de la deuda y una pérdida de capital, ya que la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda no

podrá garantizar el reembolso total de sus préstamos una vez que finalice la moratoria. La solicitud de consentimiento de los tenedores de bonos es, de hecho, un proceso desafiante. De los 73 países y territorios elegibles para la iniciativa, 26 tienen vencimientos de deuda para el período 2020-2021. Las solicitudes de participar en la iniciativa de los países deudores pueden desencadenar percepciones negativas por parte del mercado, lo que afectaría las calificaciones crediticias, los rendimientos de los bonos y los costos futuros de refinanciamiento.

El principal portavoz del sector privado es el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), que representa a cerca de 450 instituciones financieras de 70 países y jurisdicciones. En mayo de 2020 el IIF elaboró los términos de referencia para la participación voluntaria de los acreedores privados en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda e hizo revisiones posteriores a medida que el G-20 actualizaba los términos y condiciones de la iniciativa. Además, el IIF emitió un acuerdo marco para préstamos y una nota técnica referente a los bonos, a fin de proporcionar directrices técnicas para los países deudores y la participación de las partes acreedoras en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda.

Sin embargo, una parte significativa de los acreedores privados no son miembros del IIF. En el caso de los países en desarrollo, de los países de ingreso medio y de América Latina y el Caribe, los acreedores privados que no son miembros del IIF representan el 33%, el 30% y el 56% de la deuda total. Esto socava aún más el uso potencial de la iniciativa para abordar el problema de la deuda de los países de ingreso medio, incluidos los de América Latina y el Caribe.

De hecho, la principal limitación para la participación del sector privado en las renegociaciones y reestructuraciones de la deuda en los países en desarrollo y en la región ha sido la ausencia de un mecanismo multilateral de reestructuración de la deuda soberana que nivele el campo de juego entre acreedores y deudores. Las iniciativas de alivio de la deuda generan incertidumbre con respecto a las obligaciones de pago de la deuda, y puede percibirse como equivalente al incumplimiento de la deuda, lo que conduce a rebajas de calificación por parte de las agencias de calificación crediticia y a una pérdida de capital por parte de los inversores privados.

Por su parte, las instituciones multilaterales como el Banco Mundial argumentan que la participación en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda puede poner en peligro su solvencia, ya que la suspensión afectaría sus propias calificaciones crediticias y costos de financiamiento, a menos que esta posibilidad sea contrarrestada con un mayor aporte de capital por parte de los países accionistas. Los países y territorios elegibles para participar en la iniciativa deben pagar por servicio de la deuda el equivalente a 13.700 millones de dólares al Banco Mundial durante 2020-2021, pero reciben solo 20.900 millones de dólares en desembolsos por parte de dicha institución multilateral hasta finales de julio de 2021, y solo 5.600 millones de dólares de ese monto como donaciones<sup>34</sup>.

Por último, a algunos países les preocupa que la participación en la iniciativa reduzca sus posibilidades de acceder a los mercados de capital privado, que es la principal fuente de endeudamiento soberano para los países en desarrollo, incluidos los de América Latina y el Caribe.

En abril de 2021, el G-20 indicó que la extensión de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda hasta diciembre de 2021 sería la última. En el futuro, los esfuerzos de alivio de la deuda para los países de ingreso bajo se coordinarán en el contexto del Marco Común para el Tratamiento de la Deuda más allá de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda, caso a caso, según lo aprobado por los países del G-20 y el Club de París en noviembre de 2020.

El Marco Común tiene por objeto llenar algunas de las lagunas que tiene la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda; por ejemplo, incluir a los acreedores oficiales que no forman parte del Club de París (es decir, China). También supone que los acreedores bilaterales oficiales negocien de forma conjunta con un país deudor dado. Finalmente, contempla la posibilidad de que el país deudor solicite que el sector privado le dé un tratamiento equivalente al que ofrecen dichos acreedores (G-20, 2020). Actualmente, el Chad, Etiopía y Zambia han solicitado el alivio de la deuda como parte del Marco Común propuesto por el G-20. Sin embargo, el marco común del G-20 no proporciona una solución al principal obstáculo para el éxito de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda: la inclusión de todas las partes relevantes interesadas.

<sup>34</sup> Los datos de la asistencia financiera del Banco Mundial a los países y territorios elegibles para de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda provienen de la Hoja informativa del Banco Mundial sobre la suspensión del servicio de la deuda y COVID-19 del 28 de julio de 2021.

#### 4. Los episodios de reestructuración de la deuda en América Latina y el Caribe proporcionan lecciones importantes para la inclusión de todos los actores relevantes

Cuatro casos recientes de renegociación y reestructuración de la deuda, la Argentina (2020), Barbados (2018-2019), Granada (2013-2015) y el Ecuador (2020), proporcionan importantes lecciones sobre las prácticas de reestructuración de la deuda. El Ecuador y Granada lograron recortes en el valor original de los bonos emitidos. A modo de ejemplo, tras la reestructuración, el Ecuador redujo su tasa de interés promedio de la deuda del 9,2% al 5,3%.

La reestructuración de la deuda supone un acuerdo entre el interés público y el interés privado que nivele el campo de juego entre los deudores y los acreedores. Las iniciativas de renegociación y reestructuración de la deuda deben ser lideradas por los acreedores oficiales para luego incluir a los acreedores privados. Para cumplir con este fin, es necesario definir el grado de alivio de la deuda con anterioridad a las negociaciones. El reto es evitar la tentación de pedir un alivio de la deuda insuficiente o excesivo, ya que ello podría dar lugar a nuevos problemas de deuda o a la opinión de que la iniciativa de alivio de la deuda es confiscatoria.

Los acreedores privados deben tener un grado de certidumbre en cuanto a los compromisos de pago, lo que incluye evitar retrasos y establecer plazos para el cumplimiento de las obligaciones adquiridas, ya que los retrasos pueden dar lugar a una mayor incertidumbre y descarrilar la recuperación macroeconómica. Al mismo tiempo, se debe permitir a los gobiernos cumplir con sus principales funciones en la provisión de bienes públicos a la población y garantizar una mayor igualdad, mientras que al mismo tiempo, se otorgue la certeza necesaria a los inversores privados.

Para lograr un compromiso entre los intereses públicos y privados es necesario comprometerse con una estrategia de comunicación eficaz con los acreedores privados, que incluya el intercambio de datos relevantes y el suministro de información clave de forma regular. Esto implica que la participación y los intereses de los acreedores deben estar alineados, con el fin de trabajar hacia una solución mutuamente acordada. Para ello, la reestructuración de la deuda debe incluir cláusulas de acción colectiva que alineen los intereses del sector privado y sirvan para agilizar el proceso y evitar costosos retrasos. La Argentina, Barbados, el Ecuador y Granada incluyeron cláusulas de acción colectiva en las negociaciones de la deuda.

Las cláusulas de acción colectiva evitan los retrasos costosos, pero sin el efecto nivelador de un mecanismo internacional de reestructuración de la deuda privada, estas cláusulas no son suficientes para equilibrar el campo de juego entre los acreedores privados y los deudores públicos. Sin la amenaza efectiva de una suspensión legítima de la deuda de tipo "capítulo 11"<sup>35</sup> la ventaja sigue estando en el campo de juego de los acreedores privados.

El respaldo de las instituciones multilaterales es necesario para facilitar las iniciativas de renegociación y reestructuración de la deuda. La participación de las instituciones financieras internacionales (IFI) puede proporcionar el respaldo, la confianza y la credibilidad necesarios para que el sector privado se comprometa. Las IFI pueden proporcionar apoyo en forma de garantías parciales de crédito. Los programas del FMI formaron parte de la reestructuración de la deuda en los casos de Barbados, el Ecuador y Granada.

Sin embargo, el respaldo de las IFI no debe implicar una compensación entre las iniciativas de renegociación y reestructuración de la deuda y los objetivos de crecimiento y empleo y bienestar del gobierno. El respaldo de las IFI, en particular el del FMI, suele ir acompañado de programas de ajuste que exigen importantes reducciones en el gasto público que pueden comprometer el desarrollo social y económico del país y llevar a una mayor acumulación de deuda.

Asimismo, en algunos casos (como la Argentina, Barbados, el Ecuador y Jamaica) los programas de ajuste también implican sobrecargos que restringen el espacio de política de los países para fomentar el desarrollo económico y social (véase la sección D.2).

<sup>35</sup> El Capítulo 11 (*Chapter 11*) se refiere al capítulo del Código de Quiebras de los Estados Unidos de América (*U.S. Bankruptcy Code*). Este capítulo regula el procedimiento de reorganización de compañías en dificultades financieras en los Estados Unidos.

## **D. Tercera medida de política: reforma institucional de la arquitectura de la deuda multilateral**

### **1. Afrontar el problema de la deuda requiere soluciones diferentes adaptadas a la heterogeneidad de los perfiles de deuda y la vulnerabilidad de la deuda en la región**

La CEPAL ha propuesto una estrategia para hacer frente a la problemática de la deuda en América Latina y el Caribe de acuerdo con tres ejes de acción.

En primer lugar, todas las economías muy endeudadas deberían poder acogerse al alivio oficial de la deuda, a las moratorias o a ambos beneficios. El elevado endeudamiento público externo se puede ejemplificar con el caso de la Argentina, cuya deuda representaba un 68% del PIB en el tercer trimestre de 2020 para el gobierno central, y el de la mayoría de los PEID del Caribe, en particular Barbados, Belice, Suriname y las Bahamas, cuya deuda representaba un 117,4%, un 114,2%, un 95,3% y un 74% del PIB para el gobierno central, respectivamente, en septiembre de 2020.

En segundo lugar, las economías en que el perfil de endeudamiento es de corto plazo o en que la carga del servicio de la deuda es elevada también deberían tener derecho a algún tipo de alivio de la deuda. Los PEID del Caribe y los países de Centroamérica enfrentan obligaciones considerables a corto plazo vinculadas con el servicio de la deuda. Los pagos de dicho servicio ascienden, en promedio, al 30% de los ingresos públicos de los países del Caribe y al 2,8% del PIB de los de Centroamérica.

Los argumentos a favor de aliviar la deuda del Caribe se ven reforzados por el hecho de que la acumulación de deuda está impulsada por perturbaciones exógenas (riesgos naturales) y por las características estructurales asociadas a que son países de tamaño pequeño. Las repercusiones de la pandemia de COVID-19 no solo aumentarán la carga de la deuda, sino que también conducirán a una reasignación del presupuesto existente.

Por último, los países que según los estándares internacionales tienen un mayor margen fiscal y una situación fiscal o macroeconómica más sólida (como Chile, Colombia y el Perú) pueden aprovechar los niveles históricamente bajos de las tasas de interés internacionales a largo plazo y el impulso que estas han dado al mercado internacional de bonos.

### **2. Política de sobrecargos del FMI que recaen desproporcionadamente en los países de América Latina y el Caribe**

Los sobrecargos fueron introducidos por el FMI en 1997 con el objetivo de desalentar el uso amplio y prolongado de los recursos del FMI. Su objetivo es fomentar la recompra (reembolso) anticipada de los préstamos de mayor cuantía —a medida que se activa el llamado efecto catalizador de los préstamos del FMI y los países miembros recuperan el acceso al mercado tras aplicar los programas acordados—, y evitar así que los países miembros sustituyan el financiamiento privado por préstamos del FMI. Además, los sobrecargos permiten la acumulación de saldos por motivo de precaución, que proporcionan un respaldo financiero para proteger al Fondo contra posibles pérdidas derivadas de los riesgos de crédito, de ingresos y otros riesgos financieros.

Actualmente, la mayor parte de los sobrecargos recaen en los países en desarrollo. A julio de 2021, 14 países miembros estaban sujetos a sobrecargos, todos ellos países de renta media. Entre ellos, tres países de América Latina y el Caribe (la Argentina, Barbados y el Ecuador), representan casi el 60% del total de sobrecargos, la mayor parte de ellos correspondientes a la Argentina (que representa el 55% del total de sobrecargos en 2021) (véase el cuadro 7). Según la estimación de la CEPAL, si la Argentina llega a un nuevo acuerdo con el FMI para un Servicio Ampliado del Fondo (con un plazo de 10 años y un período de gracia de 4 años), tendrá que desembolsar un monto total cercano a los 9.000 millones de dólares solo en sobrecargos entre 2018 y 2031 (el 21% de sus activos de reserva actuales)<sup>36</sup>. Entre los países de América Latina y el Caribe, el Ecuador es otro caso paradigmático: tendrá que desembolsar un importe total de 556 millones de dólares por concepto de sobrecargos entre 2020 y 2028 (cerca del 10% de sus reservas internacionales).

<sup>36</sup> En esta estimación se asume que la Argentina continúa pagando los sobrecargos generados por el acuerdo de derechos de giro (*stand-by*) durante 2021.

**Cuadro 7 | Principales países sujetos a sobrecargos a partir de julio de 2021, 2010-2030**

Región	País	Período sujeto a sobrecargos	Crédito pendiente de la cuenta de recursos generales (millones de dólares)	Recargos totales	
				Millones de dólares	Como porcentaje de las reservas
América Latina y el Caribe	Argentina <sup>a</sup>	2018-2030	45 534	9 062	21
	Barbados	2020-2026	411	16	1
	Ecuador	2020-2028	6 212	556	9
Principales países no pertenecientes a América Latina y el Caribe	Angola	2020-2027	3 821	192	1
	Egipto	2017-2025	20 308	1 759	5
	Pakistán	2015-2023	7 386	373	2
	Túnez	2015-2024	2 381	117	1
	Ucrania	2010-2023	10 189	1 476	5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Departamento de Finanzas del Fondo Monetario Internacional (FMI).

<sup>a</sup> Acuerdo de derechos de giro (*stand-by*) para el período 2018-2021 y servicio ampliado del FMI esperado para 2022-2031.

Debido a su carácter procíclico y regresivo, el sistema de sobrecargos debe ser reevaluado y revisado<sup>37</sup>, junto con otras características problemáticas de la arquitectura financiera internacional. Sin embargo, debido a su relevancia como fuente de financiamiento del FMI, no parece factible una eliminación total a corto plazo. Aun así, es necesario rediseñar el sistema para que sea menos perjudicial para los países de renta media (Prates y Hawkins, 2021). Para empezar, y como medida temporal, los sobrecargos podrían suspenderse durante 2022 para ayudar a los países a capear la pandemia y sus consecuencias. Entretanto, se puede pensar en otras reformas más duraderas, como la reducción (por ejemplo, del 2% al 1%) de los sobrecargos basados en el nivel, o su completa eliminación (manteniendo los sobrecargos basados en el tiempo, es decir, manteniendo los incentivos que impiden el uso prolongado de los recursos del FMI), el restablecimiento del umbral basado en el nivel a su anterior de la cuota establecido en 300%, o la ampliación del umbral de sobrecargo basado en el tiempo con un período de 51 meses aplicable a todos los servicios de crédito de la cuenta de recursos generales, y no solo para el Servicio Ampliado del Fondo (SAF).

### 3. La política fiscal proactiva también puede desempeñar un papel importante en la reducción de la deuda y en la mejora de su sostenibilidad

Los flujos ilícitos y la evasión fiscal son una fuente principal de ingresos no percibidos lo que limita severamente la capacidad para movilizar recursos internos. El monto estimado de las salidas de recursos de la región por concepto de flujos financieros ilícitos que se originan en la manipulación de los precios del comercio exterior estaría cerca de los 85.000 millones de dólares anuales (CEPAL, 2021a). Por su parte, la evasión del impuesto sobre la renta y del impuesto sobre el valor agregado (IVA) dio como resultado en 2018 una pérdida ingresos valorada en 325.000 millones de dólares (6,1% del PIB). La evasión del impuesto sobre la renta representa una parte significativa de ese monto, equivalente al 3,8% del PIB, por lo que la evasión estimada del IVA correspondería a un 2,3% del PIB. El incumplimiento del pago del impuesto sobre la renta es especialmente grave; en muchos países se recauda menos de la mitad de los ingresos que deberían generar sus sistemas (CEPAL, 2020).

Un factor adicional que limita la capacidad de movilizar recursos internos es la importancia de los gastos tributarios, que son tratamientos fiscales preferenciales utilizados ampliamente en la región. Suponen una cantidad significativa de ingresos no percibidos, que en el período 2013-2017 representaron en promedio un 3,7% del PIB de América Latina (CEPAL, 2019). Resulta importante destacar que estos ingresos no percibidos equivalen, en promedio, a más del 15% del gasto presupuestario de los gobiernos centrales de la región —en algunos países superan el 25%— y, sin embargo, no está claro que den lugar a los beneficios para los que fueron creados. En este sentido, resulta fundamental que los países tomen medidas para fortalecer la gobernanza de los gastos tributarios, con el fin de maximizar su impacto y limitar las pérdidas, a veces innecesarias, asociadas con su uso (CEPAL/Oxfam Internacional, 2019).

<sup>37</sup> Los Ministros de Finanzas del G-20 y los Gobernadores del Banco Central en su último comunicado (julio de 2021) llamaron al FMI a completar su examen sobre la revisión de los límites de acceso y la política de sobrecargos y a informar de sus resultados.

Aparte de reducir los flujos ilícitos y las lagunas fiscales, un área adicional para el fortalecimiento de la capacidad recaudatoria es la de los acuerdos tributarios internacionales. En este sentido, un acuerdo para el impuesto mínimo global a la renta corporativa es uno de los instrumentos que se están considerando para evitar el uso de prácticas de planificación tributaria agresiva que permiten a las empresas multinacionales trasladar beneficios a jurisdicciones con bajo, o incluso nulo, impuesto sobre la renta.

No obstante, para beneficiar a los países en desarrollo y los mercados emergentes es imprescindible ser más ambicioso en cuanto a la tasa mínima del impuesto global. Las estimaciones (Barake y otros, 2021) sugieren que la recaudación adicional resultante de un impuesto mínimo global en países como el Brasil, Chile y México sería limitada con una tasa de 15% (entre 200 millones y 900 millones de euros por año, dependiendo del país).

El Comisión Independiente para la Reforma de la Fiscalidad Corporativa Internacional propone una tasa del 25%, por encima del 21% que proponen los Estados Unidos. La tasa del 25%, generaría una recaudación adicional importante en los países antes mencionados. Por ejemplo, con base en estimaciones (Barake y otros, 2021), la tasa de 25% generaría una recaudación adicional de 7.400 millones de euros por año en el Brasil, 1.300 millones en México y 1.200 millones en Chile.

Es por ello que la región debe impulsar un posicionamiento común sobre el impuesto mínimo a la renta corporativa, argumentar en favor de una tasa mínima más alta, la ampliación del universo de empresas multinacionales a las que se aplicará el acuerdo y lograr una distribución más equitativa de la recaudación entre países desarrollados y en desarrollo.

La sostenibilidad y orientación de la política fiscal requiere de nuevos pactos sociales y fiscales que contribuyan a la reactivación de la inversión, el empleo, la igualdad, el cierre de brechas de género y la acción climática. Estos pactos deben dar un horizonte expansivo a la política fiscal que evite demandas prematuras de consolidación fiscal y austeridad que frenen sobremanera la recuperación económica.

#### **4. Las limitaciones de las agencias de calificación crediticia para evaluar el riesgo soberano y una propuesta para una agencia multilateral de calificación crediticia**

Las agencias de calificación crediticia son un componente importante de la arquitectura de financiamiento para el desarrollo. determinan en gran medida las condiciones en que los países acceden al financiamiento en los mercados internacionales de capital<sup>38</sup>.

Sus evaluaciones u “opiniones” sobre la solvencia de los emisores y las emisiones proporcionan a los prestamistas e inversores potenciales información que es difícil de obtener. Las calificaciones ayudan a discernir qué instrumentos son de grado de inversión y cuáles no lo son. Las calificaciones de grado de inversión sugieren que un soberano tiene la capacidad financiera para cumplir con sus obligaciones de deuda. Las calificaciones denominadas *prime* representan el nivel más alto y sugieren además que la capacidad financiera es sólida y no es probable que se vea afectada por acontecimientos imprevistos. A medida que las calificaciones disminuyen de grado de inversión, la capacidad financiera se debilita y las condiciones económicas y financieras se vuelven menos resistentes a las turbulencias externas. Las calificaciones que no tienen grado de inversión son de naturaleza especulativa. Estas conllevan mucho más riesgo con respecto al desempeño financiero de una economía y la capacidad de soportar turbulencias imprevistas (Schröder, 2021).

Como resultado, las agencias de calificación crediticia no solo pueden afectar el valor de los activos y de las garantías, sino también la volatilidad y la estabilidad financiera. Este ha sido especialmente el caso durante la crisis de COVID-19, ya que los mercados de capital privado se han convertido en una importante fuente de financiamiento para los países en desarrollo, incluidos los de América Latina y el Caribe<sup>39</sup>.

Las agencias de calificación crediticia se enfrentan a tres importantes limitaciones: el excesivo poder de mercado, la prociclicidad y, sobre todo, el conflicto entre el interés privado y el público.

<sup>38</sup> Las calificaciones mejoran la eficiencia del mercado al permitir que los precios de las emisiones reflejen toda la información disponible públicamente. Como resultado, la asignación de la inversión se vuelve más eficiente y el costo del capital se vuelve más preciso. Las calificaciones también actúan como puntos de referencia para validar los sistemas internos de las instituciones financieras. Las calificaciones soberanas se han utilizado como indicadores del desempeño de una economía en general. Una calificación sólida, por ejemplo, es indicativa de una buena gestión de la economía y de la resiliencia a las turbulencias externas. Una calificación débil refleja una mala gestión y vulnerabilidad a dichas turbulencias. Las calificaciones abarcan el desempeño de una economía a lo largo del ciclo económico más que el comportamiento a corto plazo, a menos que la economía se desplome de manera tan contundente que la estructura de la economía comience a cambiar.

<sup>39</sup> A las agencias de calificación crediticia se les atribuyen generalmente tres funciones tradicionales: i) proporcionar una medida objetiva del riesgo de crédito de un emisor de deuda y resolver la asimetría de información fundamental entre los emisores de deuda y los inversores (el riesgo de invertir en un valor está determinado por la probabilidad de que el emisor de la deuda, por ejemplo, una nación soberana, no realice pagos de intereses oportunos sobre la deuda); ii) proporcionar un medio de comparación entre todas las cuestiones de riesgo de crédito incorporado y proporcionar una escala de calificación mundial coherente para ayudar a construir una cartera (esto es esencial para el inversor), y iii) proporcionar a los participantes en el mercado una norma o lenguaje común para referirse al riesgo de crédito.



El negocio de la evaluación de la calificación crediticia está altamente concentrado. Es un oligopolio. Las tres grandes agencias de calificación crediticia, Moody's, Standard and Poor's (S&P) y Fitch Ratings, controlan alrededor del 95% de todas las calificaciones crediticias en los mercados financieros y un 98,7% de las calificaciones crediticias soberanas<sup>40</sup>. Un análisis más detallado para el caso europeo muestra que alrededor del 82% de la cuota de mercado está en manos de Standard and Poor's y Fitch Ratings (Griffith-Jones y Kraemer, 2021).

El poder de mercado de las agencias de calificación crediticia se explica por varios factores: la eficacia en las primeras décadas de su existencia, que les permitió ganarse la confianza de los inversores y determinar las disposiciones legales que sancionan su dominio, así como la existencia de economías de escala que las agencias han establecido a lo largo de los años en la recopilación, el procesamiento, la evaluación y la difusión de información. Estas condiciones han creado fuertes barreras de entrada en este mercado de calificación crediticia. Su estatus y poder de mercado se ven reforzados por su condición de Organización de Calificación Estadística Nacionalmente Reconocida (NRSRO) en los Estados Unidos. Este estatus se concede a determinadas agencias de calificación para utilizarlo con fines reglamentarios, como la discriminación entre de las emisiones de deuda que tienen grado inversión de las que no lo tienen.

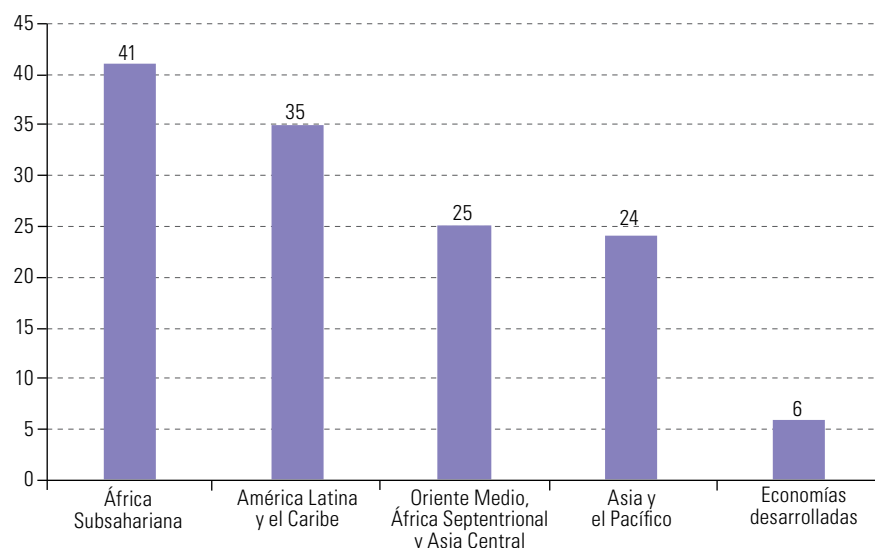
La concentración del mercado se ha asociado positivamente con evaluaciones de calificación crediticia cualitativas más pesimistas (Hung, Kraft y Yu, 2019).

La prociclicidad se refiere al hecho de que a medida que la actividad económica se suaviza y la posición fiscal de un gobierno se debilita, el riesgo soberano aumenta y la calificación se ve presionada a la baja. En 2020, las tres agencias de calificación crediticia registraron un número récord de rebajas crediticias. Fitch Ratings fue la más activa, con 45 rebajas, o el 26% de las emisiones de títulos soberanos que califica. S&P fue la siguiente, con 37 recortes, o el 18% de sus calificaciones soberanas, mientras que Moody's rebajó 33 emisiones del 20% de los países a los que asigna calificaciones soberanas.

La prociclicidad de las agencias de calificación crediticia tiene un sesgo en contra de las economías en desarrollo. Durante el período comprendido entre el 31 de enero de 2020 y el 28 de febrero de 2021, Moody's, Standard and Poor's y Fitch Ratings rebajaron solo el 6% del universo de calificaciones soberanas para las economías desarrolladas. En cambio, la proporción de rebajas para el mundo en desarrollo promedió el 31%.

África subsahariana, seguida de América Latina y el Caribe, son las regiones que experimentaron la mayor proporción de rebajas en la calificación crediticia de su deuda soberana (41% y 35%, respectivamente) (véase el gráfico 8).

**Gráfico 8 | Emisiones de títulos soberanos que han sido sometidos a por lo menos una rebaja crediticia, 31 de enero de 2020-28 de febrero de 2021**  
(En porcentajes del total)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de CountryRisk.io, "Sovereign Risk", 2021 [en línea] <https://www.countryrisk.io/platform>.

<sup>40</sup> Datos al 31 de diciembre de 2019 (SEC, 2020).

Fitch Ratings rebajó la calificación de la Argentina, el Ecuador y Suriname, que incumplieron el pago de su deuda. Además de estos países, Fitch Ratings también rebajó la calificación de Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala y México. Por su parte, Standard and Poor's rebajó la calificación de la Argentina, Bahamas, Belice, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Ecuador, Suriname y Trinidad y Tabago. Además, el análisis de las calificaciones soberanas de las tres principales agencias de calificación crediticia muestra que más de la mitad de las economías sobre las cuales se dispone de datos tienen las peores calificaciones (riesgo sustancial y grado especulativo). Entre ellas se encuentran la mayoría de las economías más pequeñas de la región y algunas de las que se encontraban en una posición más débil antes de la pandemia (por ejemplo, la Argentina) (véase el cuadro 8).

**Cuadro 8 | América Latina y el Caribe: calificaciones crediticias de la deuda soberana por agencia de calificación crediticia, septiembre 2021**  
(En porcentajes del total)

Tipo de calificación crediticia	Moody's	Standard and Poor's	Fitch Ratings	IO Risk
Extremadamente especulativo, altamente especulativo, riesgo sustancial	53,8	45,5	41,2	13,8
Especulativo	23,1	27,3	29,4	58,6
Grado intermedio bajo	19,2	22,7	23,5	24,1
Grado intermedio alto	3,8	4,5	5,9	3,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Countryeconomy.com [en línea] <https://countryeconomy.com/ratings> y Riesgo Io.

Nota: Los datos se proporcionan para la clasificación de Moody's, Standard and Poor's y Fitch Ratings. Las calificaciones crediticias se ordenan desde la peor (riesgo sustancial) hasta la mejor calificación crediticia (grado medio).

Las economías más vulnerables son las más susceptibles a las calificaciones crediticias negativas y a las rebajas de calificación, y son las más afectadas por estas calificaciones en términos de mayores costos de emisión de deuda. En general, el tipo de interés de las emisiones de deuda de las economías más pequeñas tiende a ser más alto que el de las grandes economías con unos "fundamentos macroeconómicos más sólidos". Los mayores costos de emisión de deuda implican que los países pueden enfrentarse a un servicio de la deuda con altos intereses en los años venideros. Los países tendrán que renunciar a gastos que podrían haberse destinado al desarrollo social y económico para cumplir con las obligaciones del servicio de la deuda.

Las calificaciones crediticias realizadas por agencias privadas de calificación crediticia también pueden plantear importantes conflictos entre el interés público y el privado. La existencia de la evaluación del riesgo por parte de las agencias privadas de calificación crediticia implica la transferencia de la autoridad reguladora del gobierno (al que normalmente se le encomienda esta tarea) al sector privado. Esto puede crear problemas importantes, ya que las agencias de calificación crediticia no tienen el mandato de proporcionar información o evaluar el riesgo crediticio en interés de los objetivos públicos. El objetivo de las agencias de calificación crediticia es maximizar los beneficios y el valor para los accionistas (Gravras, 2012).

Dos otras críticas relacionadas con las anteriores son la ausencia de transparencia en los métodos y procedimientos de la evaluación crediticia y la falta de rendición de cuentas. Ya que la evaluación crediticia es una opinión acerca de la solvencia de un emisor de deuda, es difícil asignar responsabilidades cuando dicha opinión muestra ser incorrecta.

Las agencias de calificación crediticia deben estar diseñadas al servicio del interés público y proporcionar bienes públicos globales en lugar de servir a los intereses privados. Esto puede justificar la creación de una agencia de calificación crediticia multilateral para contrarrestar el poder existente de las agencias de crédito privadas.

### *Una agencia de calificación crediticia multilateral*

La evaluación del riesgo crediticio no solo está vinculada a cuestiones de regulación, sino también a la necesidad de mantener la estabilidad financiera, que es un bien público global y no debe dejarse exclusivamente en manos del sector privado.

Una agencia de calificación crediticia multilateral complementaría a las agencias privadas de calificación crediticia y tendría un papel de contrapeso. Un organismo de calificación crediticia multilateral es una contraparte natural de un mecanismo multilateral de reestructuración de deuda (que implica la reestructuración de la deuda privada).

Las propuestas de crear una agencia de calificación crediticia pública no son nuevas. En 2011, tras la crisis financiera mundial y la crisis del euro, el Parlamento Europeo adoptó una resolución en la que pedía a la Comisión Europea que estudiara y evaluara el establecimiento de una agencia europea de calificación crediticia verdaderamente independiente (Scheinert, 2016). En 2012, la fundación Bertelsmann propuso la creación de una agencia internacional de calificación crediticia sin fines de lucro.

Ese mismo año, el FMI contempló la creación de una agencia pública de calificación, indicando muy claramente como justificación y propósito que la nueva agencia seguiría una metodología de calificación transparente y aprobada. Se le pagaría para cubrir sus costos operativos, pero en lugar de maximizar las ganancias, su principal objetivo sería el suministro de información precisa para optimizar el proceso regulatorio (Gravras, 2012).

En 2013, el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (DAES) comenzó a pensar en la creación de un observatorio de las Naciones Unidas de proveedores de servicios de calificación crediticia, que, entre otras cosas, certificaría los productos de calificación crediticia y crearía un consenso sobre normas (comunes) para las metodologías de calificación crediticia (Naciones Unidas, 2013).

Una agencia de calificación crediticia multilateral tiene como objetivo mejorar la evaluación del riesgo de crédito para los soberanos. Esta podría contribuir a evaluar y validar los métodos de las agencias crediticias de riesgo privadas. Una agencia de calificación crediticia multilateral también puede desarrollar enfoques alternativos con relación a la solvencia de los gobiernos, en particular para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Una mejora clave sería emplear horizontes temporales más largos para las evaluaciones de riesgo soberano de los países en desarrollo y emergentes, lo que promovería una mayor estabilidad de estas economías y la posibilidad de atraer inversión de largo plazo. Las evaluaciones de riesgo crediticio con un horizonte temporal más largo incluirían analizar qué manera el cambio climático afectará las actividades productivas y el endeudamiento de los gobiernos, lo que facilitaría el cumplimiento de los ODS.

Los retos que plantea una agencia multilateral de calificación crediticia incluyen: i) una mayor flexibilidad de los criterios para evaluar el riesgo mediante un amplio conjunto de indicadores, incluidos los factores sociales, políticos y ambientales; ii) la forma de financiamiento; iii) el conflicto de interés, iv) la captura reguladora, y v) convencer a los gobiernos y a otras partes interesadas relevantes de que incorporen las evaluaciones de la agencia multilateral de calificación crediticia en sus análisis y lineamientos<sup>41</sup>.

## **E. Cuarta medida de política: proporcionar a los países un conjunto de instrumentos innovadores destinados a aumentar la capacidad de reembolso de la deuda y evitar el endeudamiento excesivo**

La reestructuración de la deuda debe ir acompañada de iniciativas para desarrollar instrumentos de financiamiento innovadores que vinculen la capacidad de reembolso de los países a su exposición al riesgo. Las cláusulas sobre huracanes se incluyeron como parte de una reestructuración integral de la deuda pública de Granada (2013-2015) y contribuyeron significativamente a reducir los niveles de deuda pública del país, del 94% del PIB en 2013 al 56% del PIB en 2019. Las cláusulas sobre huracanes también formaron parte de la reestructuración de la deuda de Barbados (2018-2019) (aplazamiento de los pagos de intereses).

A un nivel más general, la experiencia con los bonos asociados a los huracanes subraya la necesidad de vincular la capacidad de reembolso al desempeño de la economía o al ciclo económico, como ocurre con otros instrumentos innovadores que merecen ser explorados, como los instrumentos vinculados al ingreso nacional y los instrumentos de deuda contingentes.

<sup>41</sup> La cuestión del financiamiento fue el principal obstáculo para la creación de una agencia europea de calificación crediticia independiente.

## **1. Las cláusulas sobre huracanes deberían aparecer siempre en las iniciativas encaminadas a aliviar la deuda de países como los del Caribe, que están constantemente expuestos a desastres naturales**

Los pequeños Estados insulares en desarrollo del Caribe se encuentran en una zona geográfica propensa a un número y una intensidad crecientes de desastres naturales. Entre 1950 y 2016 el costo económico de los desastres naturales fue de más de 22.000 millones de dólares en el Caribe, en comparación con los 58.000 millones de dólares de todo el mundo. En algunos países el daño estimado supera el tamaño de su economía. Así, se estima que el costo del huracán María en Dominica fue equivalente al 226% de su PIB, y el daño causado por el huracán Iván en Granada en 2004 fue del orden del 200% de su PIB (FMI, 2018).

Dada la frecuencia y la destrucción que causan los fenómenos meteorológicos extremos, algunos países del Caribe han empezado a explorar instrumentos de deuda resilientes al clima y otras formas innovadoras para aumentar su resiliencia financiera. Uno de ellos ha sido la introducción de las cláusulas relacionadas con huracanes o desastres similares en las negociaciones de la deuda. Estas cláusulas son cada vez más pertinentes debido a los crecientes riesgos derivados del cambio climático y otros problemas medioambientales, y su uso podría extenderse a países más grandes y a conjuntos más amplios de choques externos (incluidos los relacionados con los desastres de salud pública como el COVID-19).

La cláusula sobre huracanes está diseñada para aliviar el flujo de caja en el período crucial después de un desastre natural, justo cuando las necesidades de financiamiento son altas y las nuevas fuentes de financiamiento pueden ser limitadas. Al incluir cláusulas vinculadas a los huracanes en los contratos de deuda, los países pueden aprovechar períodos más largos de vencimiento de su deuda en caso de desastre natural. Esto permitiría a un país afectado por una catástrofe aplazar el pago de los intereses, del principal o de ambos durante un período determinado. Tanto la teoría como la breve experiencia práctica disponible muestran que los inversores podrían estar dispuestos a aceptarlas, aunque a costa de un mayor servicio de la deuda.

Las cláusulas de vinculación a catástrofes o huracanes exigen que el emisor y los inversores se pongan de acuerdo de antemano sobre los indicadores cuantificables y externamente verificables de un choque económico. La suspensión del pago del principal, de los intereses o de ambos estará entonces vinculada a que esos indicadores alcancen determinados umbrales predefinidos. Pero este aplazamiento es una opción que tiene el emisor de deuda, lo que proporciona un grado de flexibilidad para suspender los pagos si el emisor así lo requiere. De este modo, la cláusula ofrece un respiro, con una moratoria del pago de la deuda durante un período prescrito.

Las cláusulas podrían ayudar a evitar la necesidad de reestructurar, reduciendo la carga del servicio de la deuda en los momentos en que las finanzas del país están más ajustadas, lo que daría tiempo a la economía del país a recuperarse de la crisis antes de tener que reanudar el servicio de la deuda. Además, el flujo monetario que de otro modo se destinaría al servicio de la deuda podría ser utilizado por el país para las labores de rescate, ayuda y reconstrucción tras una catástrofe natural.

Además, la capacidad del emisor de aplazar el servicio de la deuda elimina la necesidad de buscar el consentimiento afirmativo de los tenedores de bonos y reduce el riesgo de un incumplimiento desordenado, evitando así los costos asociados a un proceso formal de reestructuración.

## **2. Los casos de Granada y Barbados**

En 2015, Granada se convirtió en el primer país que introdujo una cláusula que estipulaba una moratoria de la deuda inmediata, aunque temporal, si la economía se veía afectada por un desastre natural. Tres años después, en 2018, Barbados insertó una cláusula sobre huracanes durante la reestructuración de su deuda interna (véase el recuadro 1). Hasta ahora, estas cláusulas se han introducido solo en la deuda reestructurada, en lugar de hacerlo a través de las ventas tradicionales de bonos, donde suele haber resistencia a este tipo de cambios.

**Recuadro 1 | Cláusulas vinculadas a los huracanes: las experiencias de Granada y Barbados****Granada**

Granada fue un país pionero en la inclusión de una innovadora cláusula vinculada a los huracanes en sus bonos, que ha suscitado el apoyo de organismos multilaterales como el FMI y el BID, y también de las organizaciones comerciales privadas como la Asociación Internacional de Mercados de Capitales. En 2004, Granada sufrió un golpe devastador cuando el huracán Iván arrasó la pequeña isla caribeña. Los daños equivalieron al doble de la producción económica anual de la isla y sumieron a Granada en una crisis de deuda de la que tardó más de una década en recuperarse.

En 2015, 11 años después de que el huracán Iván devastara el país y diez años después de un ejercicio de reestructuración integral de la deuda desencadenado por Iván, este Estado insular del Caribe emprendió una segunda reestructuración integral de su deuda pública. En esa ocasión Granada ofreció un canje de bonos y la voluntad de recibir todas las ofertas de los bonos EC\$ 2025. Granada dio un paso proactivo y adoptó la primera cláusula sobre desastres naturales en sus nuevos bonos en dólares estadounidenses con vencimiento en 2030.

Esta cláusula permitió a Granada aplazar el pago del principal y de los intereses en la siguiente fecha de pago semestral si experimentaba un ciclón tropical que causara pérdidas de entre 15 y 30 millones de dólares, y aplazar los pagos del principal y de los intereses en las dos siguientes fechas de pago semestral si experimentaba un ciclón tropical que causara pérdidas de 30 millones de dólares o más.

La medida, respaldada por el influyente Club de París de acreedores oficiales, ofrecía la promesa de un alivio financiero vital en momentos de dificultad. Durante el período comprendido entre diciembre de 2014 y noviembre de 2015, se reestructuraron deudas por valor de 318 millones de dólares (un tercio de la deuda pública total de Granada) con tres acreedores, entre ellos, el Banco de Exportación e Importación (EXIMBANK) de Taiwán (Provincia China de), los tenedores del bono soberano de 2025 de Granada, previamente reestructurado, y los acreedores del Club de París de Granada. Sus disposiciones difieren notablemente, siendo el acuerdo del Eximbank el que más se ajustó a la petición de Granada.

La determinación de lo que constituye un ciclón tropical y el monto de la pérdida experimentada están vinculados a la póliza de seguro paramétrico de Granada del Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility (CCRIF), un grupo de riesgo que proporciona cobertura para huracanes catastróficos, terremotos y eventos de exceso de lluvia a los países del Caribe y Centroamérica.

**Barbados**

En agosto de 2018, las autoridades de Barbados pusieron en marcha el programa de recuperación y transformación económicas de Barbados. Este programa de reforma económica también proporcionó el marco macroeconómico para el programa de apoyo del Servicio Ampliado del FMI. Uno de los elementos clave del programa incluía una amplia reestructuración de la deuda, que incluía tanto la deuda interna como la externa (aunque las negociaciones con los acreedores externos estaban en curso, se alcanzó un acuerdo con los acreedores internos el 14 de octubre de 2018). El Gobierno pudo negociar con éxito las cláusulas sobre desastres naturales en sus bonos gubernamentales reestructurados. En este caso, el nuevo bono con un período de madurez hasta 2029 permitió la capitalización de los intereses y el aplazamiento de la amortización programada que vencía en un período de dos años, tras la incidencia de un desastre natural importante (véase Anthony, Impavido y van Selm, 2020). Al igual que en Granada, el factor desencadenante de lo que se considera una catástrofe natural sería un pago por encima de un umbral preestablecido por el Fondo de Seguros contra Riesgos de Catástrofes del Caribe, en el marco de la póliza de seguro contra catástrofes.

Los eventos naturales que Barbados incluyó en su cláusula sobre huracanes son más amplios que los propuestos por Granada, ya que incluyen eventos relacionados con terremotos y lluvias. El umbral mínimo para poner en marcha las cláusulas fue establecido en 5 millones de dólares, en el caso de un terremoto o lluvia, y en 7,5 millones de dólares en el caso de un huracán. Tras un acontecimiento de esta magnitud, Barbados podría optar por aplazar durante dos años cualquier pago de capital o de intereses que, de otro modo, vencería en el período de dos años a partir de la efectividad de dicha elección. El principal y los intereses aplazados, que se capitalizan, siguen acumulando intereses y, al final del período de aplazamiento de dos años, se añaden a todos los plazos del principal restante de forma proporcional. De este modo, Barbados tendría un aplazamiento del servicio de la deuda durante dos años y el reembolso de las cantidades aplazadas se repartiría a lo largo del plazo de madurez restante de los bonos. El uso del derecho al aplazamiento tiene algunas limitaciones. No puede utilizarse más de tres veces ni en los dos últimos años de la duración de los bonos con período de madurez hasta 2029.

Fuente: L. Vera, "(2021).

Las cláusulas relacionadas con los huracanes son menos complejas que otras innovaciones recientes introducidas y estandarizadas en el mercado de bonos, como los bonos relacionados con las catástrofes, y algunos inversores podrían estar dispuestos a aceptarlas, pero probablemente solo a costa de un mayor pago de intereses lo que desincentivaría su uso por parte de los países. Esto se ha puesto de manifiesto en el caso de Barbados, en que los tenedores de bonos internacionales parecen haber aumentado su reticencia ante la idea de introducir cláusulas ligadas a los huracanes y tuvieron que ser compensados con mayores pagos por concepto de intereses.

Esto se atribuye, en parte, a la falta de experiencia sobre estos instrumentos y su corta trayectoria, junto con el hecho de que el diseño puede añadir cierto grado de complejidad, lo que hace que los bonos con cláusulas vinculadas a las catástrofes naturales sean más difíciles de valorar que un instrumento financiero estándar, y esta puede ser una de las principales cuestiones que determinarán su futuro éxito.

El BID planea incluir a través de su Facilidad de Financiamiento Flexible (FFF) una “cláusula de huracán” que permita a los países prestatarios diferir los pagos de capital de préstamos elegibles durante dos años después de un evento elegible. La opción estaría disponible tanto en préstamos nuevos como existentes. Ningún prestatario ha utilizado cláusulas de huracán en los mercados primarios de bonos, pero la medida del BID podría ser el primer paso.

En su Estrategia de País del Grupo BID con Barbados (2019-2023), que prevé hasta 300 millones de dólares en préstamos de inversión, el BID propone el uso de su instrumento de línea de crédito contingente para responder a una emergencia de desastre natural. El mecanismo permitiría una transferencia rápida de fondos para cubrir las necesidades inmediatas de financiación que puedan surgir después de un desastre natural hasta que se disponga de otras fuentes de financiación. En 2018, tanto Bahamas como Jamaica firmaron acuerdos con el BID para acceder a este financiamiento contingente, mientras que Suriname firmó un acuerdo similar en marzo de 2019.

### 3. Cláusulas vinculadas a los huracanes: las lecciones aprendidas

Una de las cuestiones principales en relación con las experiencias relacionadas con las cláusulas sobre huracanes empleadas en el caso de Granada y Barbados no es solo si estos países se beneficiaron de un conjunto particular de circunstancias que les permitieron insertar cláusulas sobre desastres en los contratos de deuda, sino si tales disposiciones pueden ser empleadas con mejoras sustanciales por otras economías vulnerables a los desastres naturales cuando reestructuren su deuda o negocien nuevos acuerdos.

La reproducción exitosa de las cláusulas vinculadas a los desastres naturales requiere condiciones adecuadas para un intercambio mutuamente beneficioso en los instrumentos de deuda contingente entre el gobierno y sus acreedores. Las expectativas que tienen el emisor y el inversor sobre la rentabilidad esperada de los instrumentos de deuda contingentes pueden divergir, debido a expectativas diferentes sobre la evolución de la economía. Si el gobierno tiene la expectativa de que un determinado estado de la economía se asociará a un flujo de pagos inferiores a los que esperan los inversores —por ejemplo, porque la economía tendrá un comportamiento peor al esperado—, el gobierno estará dispuesto a ofrecer bonos con unas características más generosas para el inversor, lo que aumentará la probabilidad de colocar bonos soberanos en el mercado privado.

Las reestructuraciones de la deuda presentan una importante oportunidad para que las cláusulas sobre catástrofes naturales ofrezcan a los deudores soberanos una protección contra caídas futuras en el producto. Dichas cláusulas serían probablemente útiles en futuras reestructuraciones, ya que proporcionan un valioso seguro con un bajo costo contra los choques exógenos, algo que no es fácil de incorporar en los contratos privados.

No obstante, existen obstáculos para implementar cláusulas vinculadas a huracanes en los contratos de deuda y esa es la razón por la que algunos expertos financieros son escépticos con respecto a su utilización generalizada. Uno de los obstáculos señalados se refiere al hecho de que las cláusulas asociadas a los desastres naturales puedan inducir a los gobiernos a apostar por la suspensión del servicio de la deuda y a aumentar su endeudamiento (Mallucci, 2020).

En las negociaciones y acuerdos entre el deudor y los acreedores, la experiencia de Granada muestra la importancia de identificar quién va a realizar la evaluación independiente de una catástrofe cuyas características están contempladas en las cláusulas asociadas a los desastres naturales, y quién y cómo se realizaría una evaluación de «incumplimiento inminente.”

Además, puede ser conveniente vincular el alivio del flujo de caja que puede resultar de la cláusula de huracán a la pérdida máxima probable de un evento que ocurre una vez cada un determinado número de años (25 años en el caso de Granada).

Aprovechando también la experiencia de Barbados y Granada, los países que contemplen la posibilidad de incluir cláusulas vinculadas a huracanes o a catástrofes similares en sus acuerdos de préstamo deberían considerar la posibilidad de evaluar si la composición de su cartera de deuda se presta a la inclusión de cláusulas relativas a huracanes, y si dichas cláusulas cubrirían una proporción lo suficientemente grande de la deuda de su país como para ofrecer un espacio fiscal adecuado en caso de una catástrofe natural. Además, el país debería determinar un desencadenante y un conjunto de datos para medir el tipo y la intensidad de una catástrofe, así como asegurarse de que la magnitud de los daños causados pueda verificarse de forma independiente y confiable.

El compromiso de los organismos multilaterales en los procesos de negociación para la inclusión de cláusulas vinculadas a los huracanes es también importante. Es probable que el diseño e implementación de las cláusulas asociadas a los desastres naturales requieran una cantidad considerable de asistencia técnica. En el contexto de las evaluaciones de las garantías financieras que se exigen para un programa multilateral, el análisis de la sostenibilidad de la deuda y del financiamiento y flujo de caja esperado a mediano plazo serán útiles tanto para los deudores como para los inversores. En el contexto de un proceso de reestructuración esto garantizará que la reestructuración y la inclusión de cláusulas relativas a las catástrofes tengan un impacto efectivo positivo en la futura sostenibilidad de la deuda. Además, sería conveniente mantener un estrecho contacto con los negociadores de la reestructuración de la deuda del país para garantizar la coherencia de los supuestos de financiamiento y confirmar que las condiciones de la reestructuración se ajustan a los parámetros del programa de las autoridades. Por último, el apoyo de los organismos multilaterales en relación con las condiciones de los nuevos contratos de deuda podría aportar una confianza valiosa para los inversores.

Finalmente, cuando se aplaza el pago del servicio de la deuda, la moratoria da lugar a desembolsos más grandes en el futuro debido a la capitalización del pago de los intereses. Los países deben tener la capacidad de reembolso necesaria para solventar esos desembolsos, de lo contrario, la moratoria no hace más que aplazar el endeudamiento excesivo y la falta de pago.

#### 4. Bonos vinculados al PIB y bonos vinculados al ingreso nacional

El bono vinculado al PIB es un instrumento financiero que vincula el pago del principal o de los intereses (o ambos) al crecimiento del PIB. Por lo tanto, cuando la economía se encuentra en una fase ascendente del ciclo económico, el pago de intereses aumenta. Por el contrario, cuando la economía se ralentiza o está en crisis, el servicio de la deuda se reduce o incluso se suspende (dependiendo de su diseño). En este sentido, un bono vinculado al PIB proporciona un mecanismo de aseguramiento para los malos tiempos contra las crisis de liquidez fiscal, reduciendo así la probabilidad de impago y de reestructuración de la deuda.

La vinculación del servicio de la deuda a un indicador de resultados económicos como el PIB estabiliza la relación entre la deuda y el PIB a lo largo del tiempo. Esto es así porque la necesidad de refinanciar o renovar la deuda existente disminuye. Al mismo tiempo, con la deuda indexada, su servicio se reduce durante las dificultades económicas, un hecho que facilita el uso de los recursos para financiar actividades que favorezcan el crecimiento. Esta característica inherente a los bonos vinculados al PIB proporciona muchos beneficios tanto al país emisor como a los inversores.

El uso del PIB para vincular la capacidad de reembolso del gobierno con las fluctuaciones del ciclo económico adolece de una importante deficiencia. No incluye algunos de los principales determinantes de los ciclos económicos, como las remesas y la relación de los términos de intercambio. En el caso de América Latina y el Caribe, en 2020 las remesas representan más del 20% del PIB para algunos países como El Salvador, Haití, Honduras y Jamaica, aproximadamente el 15% del PIB para Guatemala y Nicaragua, y alrededor del 10% del PIB para Belice, Dominica y la República Dominicana. Por su parte, la relación de intercambio es una fuente importante de fluctuaciones para los países productores y exportadores de materias primas, entre los que se encuentran principalmente los países de América del Sur (Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela (República Bolivariana de)).

La sustitución del PIB por bonos vinculados al ingreso nacional bruto (INB) puede ayudar a corregir estas deficiencias. El INB incluye el PIB y, además, las remesas y los efectos de la relación de intercambio. Además, el uso del INB también resuelve un problema de asimetría de información que está presente en el uso del PIB, ya que algunos de sus componentes pueden verificarse de forma independiente utilizando fuentes externas.

Así el uso del INB puede proporcionar más seguridad al inversor privado. El inversor privado puede verificar fácilmente la fiabilidad de los datos proporcionados por el gobierno y, por tanto, la fase del ciclo económico en la que se encuentra una determinada economía, ya que los datos sobre las remesas y la relación de intercambio están disponibles en fuentes externas.

## 5. Ventajas y desventajas de los bonos vinculados al PIB

Como cualquier otro instrumento financiero, un bono vinculado al PIB implica la existencia de dos partes (el emisor, que en este caso es el gobierno) y el inversor. Las ventajas y desventajas de los bonos vinculados al PIB deben considerarse desde ambas perspectivas.

Los principales beneficios para el emisor son la reducción del riesgo de impago, de los diferenciales de crédito y en los costos de servicio de la deuda. Al mismo tiempo, aumenta el espacio fiscal y mitiga la prociclicidad. Dado que a través de este innovador mecanismo de financiamiento se estabiliza la relación entre la deuda y el PIB, disminuye la probabilidad de impago y, por tanto, la probabilidad de una crisis de la deuda. En este sentido, los bonos indexados al PIB reducen la necesidad de políticas procíclicas, actuando como un mecanismo de tipo “estabilizador automático”<sup>42</sup>. Esto permite evitar castigar al gasto social y los programas de infraestructura pueden mantenerse y contener el aumento de los niveles de pobreza y precariedad.

Esto también beneficia al inversor, ya que los bonos vinculados al PIB proporcionan una fuente de ingresos más amplia, más estable y menos volátil. Además, los bonos vinculados al PIB pueden servir también para diversificar el riesgo.

La principal desventaja del uso de los bonos ligados al PIB se encuentra del lado de los inversores y se refiere al riesgo derivado de la incertidumbre de las fluctuaciones del ciclo económico. Esto no solo se debe a la mayor volatilidad que caracteriza a las fluctuaciones del PIB en los países en desarrollo en relación con los países desarrollados, sino también a la confiabilidad de la información disponible para evaluar la evolución del PIB en el tiempo<sup>43</sup>.

Además, la emisión de bonos vinculados al PIB en moneda extranjera (que es la opción más probable) introduce una fuente adicional de riesgo (el riesgo de tipo de cambio).

En este contexto de incertidumbre, los bonos vinculados al PIB son una opción atractiva para los inversores privados si estos incluyen una compensación (denominada “prima de seguro”), además de la rentabilidad normal obtenida por este bono. Al mismo tiempo, la prima de seguro representa un costo para el gobierno emisor. Además, los costos de emisión de un bono vinculado al PIB aumentan cuando los riesgos percibidos por el inversor aumentan, que puede ser en el momento en el que el gobierno más necesita de espacio fiscal<sup>44</sup>.

Así pues, la incertidumbre existente y su impacto en los costos puede ser un obstáculo para encontrar un terreno común entre el emisor (el gobierno) y el inversor, que tienen intereses diferentes a la hora de determinar la prima del PIB.

La información sobre emisión de bonos vinculados al PIB se limita a unos pocos países. La lista de países que han emitido bonos con características indexadas al PIB incluye Bulgaria (1994), Bosnia y Herzegovina (1997), Singapur (2011), Argentina (2005) y Grecia (2012). El experimento más reciente es el de Italia (BTP Futura, 2019). Los hallazgos muestran que los bonos vinculados al PIB pueden reducir el riesgo de incumplimiento para los países con calificaciones crediticias más bajas, con una mayor volatilidad del PIB y una política monetaria más restringida (Benford, Best y Joy, 2016). En el caso de la Unión Europea, los bonos vinculados al PIB han podido reducir los pagos de tasas de interés durante la crisis soberana, proporcionando un mayor espacio fiscal (véase un resumen de las experiencias sobre este tipo de bono en el cuadro 9)<sup>45</sup>.

<sup>42</sup> Blanchard y otros, 2016, Benford, Best y Joy, 2016.

<sup>43</sup> Esto se conoce en la literatura como selección adversa y riesgo moral. La selección adversa puede ocurrir porque un gobierno puede tener un incentivo para emitir bonos vinculados al PIB en un contexto de bajo crecimiento esperado que puede llevar a los inversores a aumentar la prima y, por lo tanto, el costo del bono. El riesgo moral se refiere al incentivo del gobierno para manipular los datos para mostrar una menor tasa de crecimiento del PIB.

<sup>44</sup> La cuestión de precios más importante es el precio de la prima de riesgo de los bonos vinculados al PIB. Dado que hay pocos precedentes históricos y ningún mercado establecido para los bonos indexados vinculados al PIB, el precio de la prima de riesgo de los bonos asociados al PIB está sujeto a un alto nivel de incertidumbre. Esto se refleja en la amplia gama de estimaciones de la prima del PIB. Además, no existe una metodología estándar para estimar la prima del PIB, de modo que diferentes metodologías pueden producir diferentes estimaciones. Por último, la falta de liquidez, la falta de mercados para cubrir el riesgo del PIB y las dificultades en la fijación de precios pueden limitar la viabilidad de los bonos vinculados al PIB.

<sup>45</sup> Benford, Best y Joy (2016) y Barr, Bush y Pienkowski (2014).



**Cuadro 9 | Experiencias seleccionadas con bonos vinculados al PIB**

Pais	Duración	Razón de la emisión	Tipo	Instrumento	Condiciones de activación del pago	Dificultades	Lecciones aprendidas
Argentina	2005-presente	Reestructuración de deuda	Garantía	Garantías vinculadas al crecimiento del PIB real	El crecimiento del PIB supera la meta	El cálculo estadístico podría informarse erróneamente para evitar los pagos	Necesidad de un organismo estadístico independiente
Bulgaria	2004	Reestructuración de deuda	Garantía	Pago adicional de interés vinculado al PIB	i) El PIB alcanza un 125% de su nivel de 1993 y ii) la tasa de crecimiento anual es positiva	El gobierno podría redimir los bonos en forma unilateral (opción de recompra)	Las opciones de recompra socavan el apetito de los inversores por el título
Bosnia-Herzegovina	1993-2017	Reestructuración de deuda	Garantía	Bono vinculado al desempeño del PIB	EL nivel del PIB y el PIB per cápita alcanzan la meta	Confiabilidad de los datos, el banco central estima las cifras con un posible conflicto de intereses	Los datos deberían ser transparentes y precisos, generados por un organismo independiente
Singapur	2001-2006	Subsidiar a la población de bajos ingresos tras un incremento del IVA	Acción	Acciones preferenciales	Los dividendos anuales superan la meta	Pagos altamente procíclicos	El financiamiento alternativo es eficaz si funciona de manera contracíclica
Grecia	2012-2042	Reestructuración de deuda	Garantía	Garantía vinculada al PIB	El PIB nominal es igual o mayor que la tasa de referencia del PIB nominal	...	Las garantías se comercializan escasamente debido a una débil recuperación económica tras la crisis
Portugal	2013-2018 / 2017-2024	Crisis económica de 2008	Bono	Certificados del Tesoro vinculados al crecimiento del PIB	Pago de cupón de acuerdo con el desempeño del PIB del año anterior, más la prima	...	Estos certificados tienen mucha demanda y pueden considerarse exitosos
Ucrania	...	Reestructuración de deuda	Garantía	Garantías vinculadas al PIB	1% del PIB nominal general, si el PIB alcanza la meta	Los bonos representan un riesgo fiscal una vez que se elimina el límite	...

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de F. Hernández Trillo, "GDP and income linked bonds", 2021, inédito.

## 6. Argumentos a favor de los bonos vinculados al ingreso

Los bonos vinculados al ingreso nacional bruto (INB) tienen tres ventajas principales sobre los bonos vinculados al PIB. En primer lugar, para economías como las de América Latina y el Caribe, cuyo desempeño económico está restringido, en gran medida, por el sector externo, la evolución del INB es un reflejo más preciso del ciclo económico que el PIB. El bono vinculado al ingreso es una extensión del bono vinculado al PIB de las economías en desarrollo, considerando la importancia del sector externo, incluidas las remesas y la relación de términos de intercambio, para determinar las fluctuaciones económicas de un país.

En segundo lugar, los bonos vinculados al INB pueden ofrecer, en principio, menos riesgo y, por lo tanto, una mayor credibilidad para los inversores privados que los bonos vinculados al PIB, ya que incluyen elementos más exógenos (como las remesas y los términos de intercambio) que pueden ser verificables externamente. Las fuentes de datos externos sobre las remesas y los precios de los productos básicos (términos de intercambio) están fácilmente disponibles y, por lo tanto, un inversor puede verificar la información proporcionada por un gobierno sobre la evolución del ciclo económico. Por lo tanto, para los países donde el comercio es importante y las remesas representan una cierta proporción del INB, un bono vinculado al INB puede, en principio, ser atractivo para los inversores, ya que pueden verificar fácilmente la exactitud de los datos, reduciéndose así la incertidumbre.

Una forma de determinar si una economía abierta al comercio exterior o receptora neta de remesas es una candidata idónea para emitir bonos ligados al ingreso es verificar si el ingreso nacional tiene una estrecha asociación en el tiempo con las exportaciones, las remesas y los términos de intercambio. Esto permitiría considerar en el análisis los factores externos que determinan la tasa de crecimiento de una economía.

Una estimación econométrica para los casos de la Argentina, el Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México y la República Dominicana muestra que para todos los países seleccionados existe una asociación estadísticamente significativa entre las exportaciones y el INB. Los resultados también indican que existe una relación estadísticamente significativa entre el INB y las remesas y los términos de intercambio para los casos de Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México y la República Dominicana.

El hecho de que el INB incluya un conjunto más amplio de variables —como variables exógenas— puede implicar que el INB muestra menos volatilidad que el PIB. No todas las variables incluidas en el INB se mueven en la misma dirección durante los ciclos económicos por lo que el movimiento al alza de algunas de estas variables se compensa de alguna manera con el movimiento a la baja de otras. Una menor volatilidad conduce a una prima de seguro más baja. Esto se corrobora empíricamente para un grupo seleccionado de economías de América Latina, incluidas las del Brasil, El Salvador, Guatemala, Honduras y México (véase el recuadro 2).

### Recuadro 2 | Una primera aproximación al diseño de un bono vinculado al ingreso nacional bruto

Cuando se emite un bono estándar, los inversores esperan recibir pagos regulares (cupón) durante la vida útil del instrumento, más el valor nominal del bono al vencimiento. En su versión más simple, los pagos de cupones de un bono vinculado al INB dependerían del crecimiento de ese INB, mientras que su valor nominal permanecería constante.

Una alternativa consistiría en que los cupones vinculados al INB pagaran un porcentaje de la diferencia entre la tasa de crecimiento del INB observada en un período determinado y una tasa de crecimiento de referencia predeterminada, a condición de que esa diferencia sea positiva. En comparación con un bono estándar, donde las tasas de interés del cupón se conocen de antemano, los pagos de cupones de un bono vinculado al INB son inciertos. Por lo tanto, los inversores exigirán una prima de seguro para mantenerlos. En principio, una prima de seguro más pequeña incentivaría la demanda de bonos vinculados al INB.

La magnitud de la prima del seguro se puede estimar utilizando los métodos de valoración que se utilizan para valorar los instrumentos derivados llamados opciones de compra, que otorgan a sus titulares el derecho, pero no la obligación de comprar un determinado valor en un momento dado en el futuro. En este caso, el pago del cupón se recibe si se cumplen ciertas condiciones, a saber, que el crecimiento observado supere un cierto umbral.

En el cuadro se resumen las primas de seguro que se exigirían a determinados países de América Latina para un bono vinculado al INB cuyos cupones paguen el 5% de la diferencia entre el crecimiento observado del INB en un período determinado y una tasa de crecimiento de referencia del INB preespecificada. También muestra los resultados de un bono vinculado al PIB<sup>a</sup>.

**Cuadro | Prima de seguro con bonos vinculados al PIB y al ingreso nacional bruto (INB)**

	México	Brasil	Argentina	Honduras	Guatemala	El Salvador
<b>INB</b>						
Prima de seguro	0,28975	0,40455	1,7825	0,16965	0,0772	0,18565
Delta	0,9485	0,998	0,998	0,816	0,833	0,907
<b>PIB</b>						
Prima de seguro	0,3497	0,40545	1,76385	0,17665	0,11865	0,23985
Delta	0,762	0,986	0,999	0,784	0,656	0,719

Los resultados muestran que para el caso de México la prima de seguro es de aproximadamente el 0,29% del valor nominal de un bono vinculado al INB y para el Brasil esta cifra alcanza el 0,40%. Para los tres países centroamericanos la prima del seguro es bastante pequeña: 0,17%, 0,08% y 0,18% para Honduras, Guatemala y El Salvador, respectivamente. La Argentina es el único país donde la prima es alta ya que es del 1,79%. Utilizando el modelo estándar de fijación de precios de activos de capital, Borensztein y Mauro (2002) han estimado que la prima del seguro es de aproximadamente el 0,4%. Ambas estimaciones (esta última y la nuestra) son razonablemente bajas y atractivas para los inversores, tal vez con excepción de la Argentina.

Uno de los resultados adicionales que se obtienen de la estimación de la prima del seguro es el llamado "delta," que en el caso de un instrumento como una opción de compra mide la sensibilidad del precio del instrumento derivado a los cambios en el precio del valor subyacente. Delta a menudo se interpreta como la probabilidad de que se cumplan las condiciones para el pago, en nuestro caso el crecimiento observado del INB que excede el crecimiento de referencia del INB. Nótese, en el cuadro, que para México y el Brasil esa probabilidad es bastante alta (95% y 99%). Para los países centroamericanos el delta es del 81%, el 83% y el 90% (Honduras, Guatemala y El Salvador, respectivamente). Esto significa que la probabilidad de que los inversores reciban pagos de intereses es alta. Naturalmente, es en las recesiones económicas donde corren el riesgo de no cobrar el cupón. Por último, los resultados indican que la prima de seguro es más baja en un instrumento vinculado al INB que en un bono vinculado al PIB.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de E. Borensztein y P. Mauro, "The case for GDP-indexed bonds", *Economic Policy*, vol. 19, N° 38, abril de 2004.

<sup>a</sup> El cálculo se realiza sobre la base de la evolución del INB de cada país desde 1990, así como de los rendimientos observados de sus respectivos bonos soberanos a largo plazo.

## **F. Quinta medida de política: integrar las medidas de liquidez y de reducción de la deuda a una estrategia de resiliencia encaminada a construir un futuro mejor (Fondo de Resiliencia del Caribe)**

El aumento del acceso a la liquidez y la reducción de la deuda deben entrelazarse con los objetivos de desarrollo a medio y largo plazo y, por tanto, con las iniciativas para construir un futuro mejor. En este sentido, la crisis actual debe ser aprovechada no solo como una oportunidad para repensar la agenda de financiamiento para el desarrollo de los países de ingreso medio y de América Latina y el Caribe, sino también como una ocasión para alcanzar un amplio consenso social y político que permita aplicar reformas ambiciosas con el fin de emprender un proceso de construcción sostenible e igualitario hacia el futuro. Construir un futuro mejor significa situar la igualdad y la sostenibilidad medioambiental en el centro de la fase de recuperación.

### **1. La necesidad de dinamizar la inversión con una mirada estratégica**

Para construir un futuro mejor es preciso dinamizar la inversión en el crecimiento económico con una mirada estratégica. La evidencia empírica disponible para el período 1991-2020 revela no solo que la inversión es altamente volátil, y ciertamente más volátil que el PIB, como cabe esperar, sino que además desde el fin de la crisis financiera mundial (2008-2009) muestra una tendencia a la baja en su tasa de crecimiento, que promedió el 4,1% entre 1991 y 2010 y cayó al 0,4% en el período 2010-2019 (véase el gráfico 9).

**Gráfico 9 | América Latina y el Caribe: tasa de variación de la formación bruta de capital fijo y del PIB, 1991-2020**

(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base del Banco Mundial, "World Development Indicators", 2021 [en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

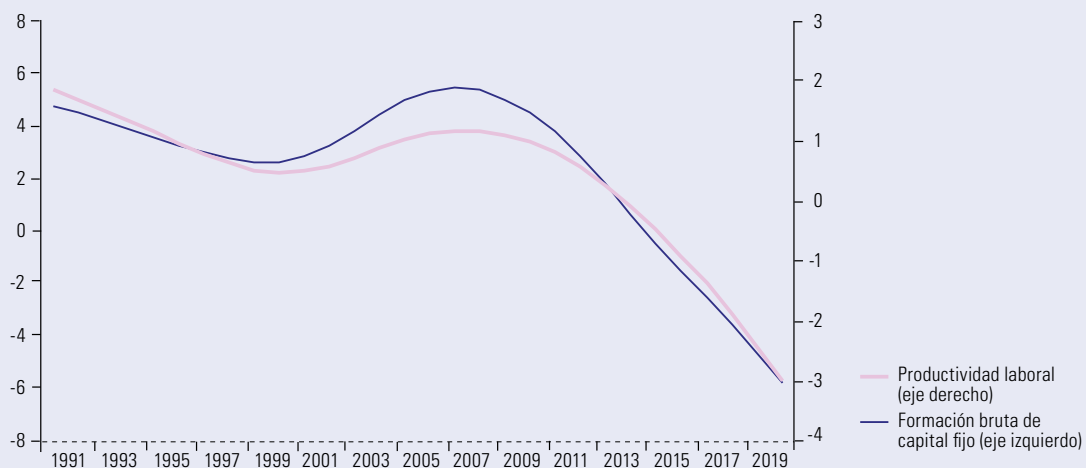
Nota: La significación estadística del coeficiente de correlación se determinó sobre la base de la fórmula:  $\rho = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$  donde  $r$  es el coeficiente de correlación simple y  $n$  el número de observaciones.  $\rho$  sigue una distribución student-t. En este caso particular, el valor t calculado para el coeficiente de correlación entre formación bruta de capital fijo y PIB es igual a 7,1, por encima del nivel crítico 1,64 a un nivel de confianza del 95%.

La crisis del COVID-19 produjo una fuerte contracción de la inversión (-10% en 2020) lo que agravó esta tendencia. Además, la evidencia muestra que las crisis tienden a castigar a la inversión con mayor intensidad que al PIB y a la vez dificultan su recuperación. Un análisis del ciclo económico sobre la base de datos anuales para el período 1980-2020 muestra que en la fase contractiva del ciclo la inversión se contrae tres veces más que el PIB. En la fase expansiva del ciclo, el PIB se expande un 27% más que la inversión<sup>46</sup>. El desfavorable desempeño de la formación bruta de capital fijo incide en la acumulación de capital y a través de esta variable en la evolución de la productividad.

En el caso de América Latina y el Caribe, a la par con la caída de la inversión, la tasa de variación de la productividad ha tendido a la baja (véase el gráfico 10). La evidencia disponible muestra que la tasa de crecimiento de la productividad laboral disminuyó de 1,87 a -0,015% entre 1970-1979 y 2010-2019. Según Paus (2019), la tasa de crecimiento de la productividad laboral en América Latina ha quedado rezagada en los últimos 30 años con respecto a la de las demás regiones en desarrollo. Además, la relación entre la productividad laboral de América Latina respecto de la de los Estados Unidos cayó de aproximadamente un 30% en la década de 1980 a un 20% en la década de 2000.

**Gráfico 10 | América Latina: tasa de variación tendencial de la productividad laboral y de la formación bruta de capital fijo, 1991-2020**

(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, "World Development Indicators", 2021 [en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

Nota: La tasa de variación tendencial se obtuvo a través de la aplicación del filtro Hodrick-Prescott a las respectivas series de tiempo de la productividad laboral y la formación bruta de capital fijo.

<sup>46</sup> Estimaciones basadas en la metodología de Harding y Pagan (2002) con datos anuales del Banco Mundial (2021a). La fase expansiva se define por una tasa de crecimiento positiva de una variable y la fase contractiva por una tasa de crecimiento negativa. La amplitud se refiere a la diferencia del logaritmo de una variable entre el punto mínimo y el punto máximo dividida por el número de ciclos.

## 2. El papel de la banca de desarrollo en la inversión y la transformación productiva

Los bancos de desarrollo, en particular los bancos de desarrollo regionales, subregionales y nacionales pueden desempeñar un papel clave y encabezar la labor de recuperación de la inversión priorizando objetivos de desarrollo a mediano y largo plazo. Uno de los componentes más importantes para dinamizar el crecimiento con una mirada estratégica es la inversión verde y proyectos relacionados con el cambio climático<sup>47</sup>.

El aumento del financiamiento hacia estas áreas debe ir acompañado de cambios en la composición de la cartera de préstamos. Los bancos de desarrollo regionales y subregionales han dado un paso adelante en esta dirección. El BID ha fijado una meta del 30% de su cartera para inversiones climáticas. Por su parte, las metas fijadas por el BCIE y el CAF son del 35% y el 30% del total. Además, el CAF proyecta que para 2025 dedicará un 40% y para 2050 un 50% de sus carteras a inversiones climáticas. En el caso de la banca nacional, la participación de las inversiones climáticas en la cartera total es mucho menor. Según un estudio del BID, en 2017 esta se situaba en promedio en un 1% para los bancos nacionales del Brasil, México y Chile<sup>48</sup>.

Para que el sistema de la banca de desarrollo articule una estrategia coherente encaminada al financiamiento verde es necesario que los bancos multilaterales de desarrollo apoyen a los bancos subregionales y nacionales para que accedan a financiamiento de bajo costo, a capital de largo plazo y a la capacidad técnica que les permita acceder a los fondos y diseñar proyectos.

Para potenciar la inversión y contribuir a una recuperación transformadora la banca de desarrollo también puede explorar mecanismos alternativos de financiamiento como los bonos sociales y sostenibles. Desde 2012 este tipo de instrumentos financieros ha tenido un fuerte crecimiento pasando de 11,6 millones de dólares en 2013 a 852.000 millones de dólares en 2021. En 2020, el 63,6% de los bonos sociales y sostenibles emitidos estaba alineado con los objetivos de desarrollo sostenible. Para el tercer trimestre de 2021, la emisión de bonos sostenibles en América Latina y Caribe se situó en 15.513 millones de dólares, lo que representa 7,8% del total mundial.

**Cuadro 10 | Regiones seleccionadas: emisiones de bonos sostenibles como participación en el total, tercer trimestre de 2021**  
(En millones de dólares y porcentajes)

Región	Millones de dólares	Participación (porcentajes)
África	883	0,4
Asia	29 169	14,7
América Latina y el Caribe	15 513	7,8
Europa	103 504	52,2
Oriente Medio	1 600	0,8
América del Norte	42 478	21,4
Oceanía	5 205	2,6

Fuente: Environmental Finance, Environmental Finance Bond Database [en línea] [www.bonddata.org](http://www.bonddata.org).

## 3. La propuesta del Fondo de Resiliencia del Caribe (FRC)

El fortalecimiento de la capacidad de las economías para recuperarse y hacer frente a sus desafíos estructurales de largo plazo también debe abordarse desde una perspectiva subregional. La propuesta del Fondo de Resiliencia del Caribe (FRC) ejemplifica este objetivo<sup>49</sup>.

El propósito del FRC es financiar intervenciones estratégicas en todo el Caribe para aliviar tres dificultades principales que afectan a la subregión: i) los niveles insostenibles de deuda y el significativo aumento de los costos del servicio de esta; ii) el bajo crecimiento económico junto con el compromiso de cumplir los ODS, y iii) la extrema vulnerabilidad climática y la exposición a los desastres naturales.

<sup>47</sup> La CEPAL ha identificado ocho motores para un nuevo estilo de desarrollo que pueden potenciar la competitividad, el empleo, la disminución de la huella ambiental y la reducción de las desigualdades socioeconómicas y de género. Cuatro de estos motores (el turismo sostenible, la bioeconomía y los servicios ecosistémicos, la movilidad sostenible en ciudades y la transición hacia energías renovables) están relacionados con la inversión verde y el cambio climático.

<sup>48</sup> Véase Abramskiehn y otros (2017).

<sup>49</sup> Véase CEPAL (2021e).

El FRC sería uno de los principales instrumentos del desarrollo regional para el Caribe con el objetivo de financiar, entre otras cosas, proyectos e infraestructuras para la adaptación al cambio climático, así como para el fomento de la resiliencia y la reducción de la deuda. Servirá como mecanismo para atraer financiamiento a gran escala con el fin de potenciar la resiliencia del Caribe a través de la inversión en infraestructura sostenible relacionada con la adaptación y la mitigación al cambio climático.

La lógica subyacente del FRC es que el crecimiento económico compatible con la sostenibilidad ambiental de largo plazo que se necesita urgentemente para la implementación de los ODS solo puede lograrse a través de inversiones sistemáticas en infraestructura con una amplia base y en la construcción de resiliencia. Aunque el FRC tiene un único propósito, las fuentes de financiamiento del fondo podrían variar considerablemente, lo que significaría que el FRC debería ser lo suficientemente flexible para acomodar las diversas fuentes de capitalización a las que puede tener acceso.

El FRC se centraría explícitamente en subsanar los principales desafíos a los cuales se enfrenta el Caribe, considerando tres áreas temáticas: i) la creación de resiliencia; ii) el crecimiento y la competitividad, y iii) la liquidez y la deuda (insostenibilidad).

Por lo tanto, se propone que el FRC se configure como un fondo fiduciario establecido como una asociación público-privada enfocada en abordar esas áreas temáticas y con una denominación que refleje un carácter de fondo fiduciario para la resiliencia del Caribe con una cartera segregada (CEPAL, 2021e).

Es importante destacar que se propone el establecimiento del FRC como un fondo con una cartera diferenciada por áreas temáticas debido a las limitaciones impuestas a los recursos concesionales para los países de renta media de la subregión y dada la necesidad de abordar las preferencias específicas de los distintos acreedores. Esto también garantizará que los fondos concesionales no elegibles no se superpongan con otros recursos destinados a la creación de resiliencia y crecimiento.

### **3.1 Construcción de resiliencia**

Un FRC con una cartera para el desarrollo de la resiliencia proporcionaría financiamiento a las actividades del sector público y privado centradas en el desarrollo de la resiliencia. Esta área temática se centraría principalmente en las actividades de fomento de la resiliencia climática y medioambiental y se abocaría también a promover el financiamiento en distintas subáreas como la mejora de la infraestructura física, la profundización de los mercados de capitales, incluidos los mercados de seguros, y la identificación y el desarrollo de las capacidades necesarias para fomentar la resiliencia climática, entre otras.

### **3.2 Crecimiento y competitividad**

Para abordar la temática del crecimiento y la competitividad se propone el establecimiento de una cartera del FRC para el crecimiento que financiaría actividades tanto del sector público como del privado centradas en proyectos con marcados encadenamientos hacia atrás y hacia adelante y con un alto componente medioambiental y de inversiones verdes. La cartera para el crecimiento colaboraría con los países miembros, centrándose en las actividades relacionadas con las reformas económicas, y utilizaría el índice de reformas del Banco Mundial (indicador *Doing Business* del Banco Mundial) como referencia para sus actividades. Este fondo también podría apoyar la modernización de infraestructura física y la inclusión financiera de las mipymes.

### **3.3 Mecanismo para aumentar la liquidez y reducir el servicio de la deuda**

Con respecto a la tercera área temática se propone el establecimiento de un mecanismo para aumentar la liquidez y reducir deuda de los países de la CARICOM participantes de este mecanismo con altos índices de deuda en relación con el PIB. Este mecanismo tendría a la vez un sistema de mejora crediticia orientado a aumentar el atractivo de la deuda pública de la subregión para los inversores privados y, a la vez, conseguir la reducción de los tipos de interés efectivos globales, el aumento del espacio fiscal y más tiempo para que los gobiernos amorticen su deuda aumentando el plazo de la misma, y estimular los mercados de capitales donde la deuda podría revenderse en el mercado secundario.

En esta área, el FRC también podría llevar a cabo diferentes actividades de financiamiento asociadas a la reconfiguración de la deuda como recompras de deuda; canjes de deuda, como la iniciativa de la CEPAL de canje de deuda por adaptación al cambio climático; iniciativas de canje basadas en el apoyo de los acreedores para ayudar a los países del Caribe a abordar la reducción de la deuda, y mecanismos de mejora de la liquidez.

## Bibliografía

- Abramskiehn, D. y otros (2017), *Supporting National Development Banks to Drive Investment in the Nationally Determined Contributions of Brazil, Mexico, and Chile*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Acevedo, S. (2016), "Gone with the wind: estimating hurricane and climate change costs in the Caribbean," *IMF Working Paper*, N° 16/199, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Ali Abbas, M. y otros (2020), "The role of State-contingent debt instruments in sovereign debt restructurings," *IMF Staff Discussion Note*, N° 06, Ch. Cohen, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Andrews, D. (2021a), "Can special drawing rights be recycled to where they are needed at no budgetary cost?," Center for Global Development (CGD), 21 de abril [en línea] <https://www.cgdev.org/publication/can-special-drawing-rights-be-recycled-where-they-are-needed-no-budgetary-cost>.
- \_\_\_ (2021b), "Reallocating SDRs to multilateral development banks or other prescribed holders of SDRs," *CGD Notes*, Center for Global Development (CGD), 12 de octubre [en línea] <https://www.cgdev.org/publication/reallocating-sdrs-multilateral-development-banks-or-other-prescribed-holders-sdrs>.
- Andrews, D. y M. Plant (2021), "Rechanneling SDRs to MDBs: urgent action is needed to jumpstart the green equitable transition," Center for Global Development (CGD), 12 de octubre [en línea] <https://www.cgdev.org/blog/rechanneling-sdrs-mdbs-urgent-action-needed-jumpstart-green-equitable-transition>.
- Anthony, M., G. Impavido y B. van Selm (2020), "Barbados' 2018–19 sovereign debt restructuring—a sea change?," *IMF Working Paper*, N° 20/34, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Asonuma, T. y otros (2017), "Sovereign debt restructurings in Grenada: causes, processes, outcomes, and lessons learned," *IMF Working Paper*, N° /17/171, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Banco Mundial (2021a), "World Development Indicators" [en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.
- \_\_\_ (2021b), *Informe Anual 2021: de la crisis a la recuperación verde, resiliente e inclusiva*, Washington, D.C.
- \_\_\_ (2021c) "Total reserves (includes gold, current US\$)" [en línea] <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.
- Banco Mundial y otros (2015), *From Billions to Trillions: MDB Contributions to Financing for Development* [en línea] <https://documents1.worldbank.org/curated/en/60276146799349576/pdf/98023-BR-SecM2015-0233-IDA-SecM2015-0147-IFC-SecM2015-0105-MIGA-SecM2015-0061-Box391499B-OUO-9.pdf>.
- Baraké, M. y otros (2021), *Collecting the tax deficit of multinational companies simulations for the European Union*, EU Tax Observatory.
- Barr, D., O. Bush y A. Pienkowski (2014), "GDP-linked bonds and sovereign default," *Bank of England Working Paper*, N° 484.
- BEI (Banco Europeo de Inversiones) (2019), "EU Bank launches ambitious new climate strategy and Energy Lending Policy" [en línea] <https://www.eib.org/en/press/all/2019-313-eu-bank-launches-ambitious-new-climatestrategy-and-energy-lending-policy>.
- Bello, O. y otros (2020), *Assessment of the Effects and Impacts caused by Hurricane Irma: The Bahamas 2017*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Benford, J., T. Best y M. Joy (2016), "Sovereign GDP-linked bonds," *Financial Stability Paper*, vol. 39, Banco de Inglaterra, septiembre.
- Benford, J., J. Ostry y R. Shiller (2012), *Sovereign GDP-Linked Bonds: Rationale and Design*, CEPR Press.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2020), *Panorama de la Efectividad en el Desarrollo (DEO), 2020*, Washington, D.C.
- Blanchard, O., P. Mauro y J. Acalin (2016), "The case for growth-indexed bonds in advanced economies today," *Policy Brief*, vol. 16, N° 2, Peterson Institute for International Economics.
- Bolton, P. y otros (2020), "Born out of necessity: a debt standstill for COVID 19," *CEPR Policy Insight*, N° 103, abril.
- Bonfim, D. y D. Pereira (2018), "GDP-linked bonds: design, effects, and way forward" [en línea] [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ree1802\\_e.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ree1802_e.pdf).

- Borensztein, E. y P. Mauro (2004), "The case for GDP-indexed bonds", *Economic Policy*, vol. 19, N° 38, abril.
- \_\_\_(2002), "Reviving the case for GDP-Indexed Bonds", *IMF Policy Discussion Paper*, N° 02/10, septiembre.
- Borio, C. (2019), "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability", *BIS Annual Economic Report*, Ginebra [en línea] <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.pdf>Borio.
- Bowman, J. y P. Naylor (2016), "GDP-linked bonds", *Bulletin Reserve Bank of Australia*, septiembre.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2021a), "Global Liquidity Indicators" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- \_\_\_(2021b), "Global liquidity indicators" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm?m=6%7C333%7C690>.
- Bredenkamp, H. y C. Pattillo (2010), "Financing the response to climate change", *IMF Staff Position Note* (SPN10/06), 25 de marzo.
- Buchner, B. and others (2019), *Global Landscape of Climate Finance 2019*, Climate Policy Initiative [en línea] <https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/global-landscape-of-climatefinance-2019/>.
- Bulow, J. y K. Rogoff (1989), "LDC Debt: is to forgive to forget?"; *American Economic Review*, vol. 79.
- \_\_\_(1988), "The buyback boondoggle", *Brooking Economic Papers on Economic Activity*, vol 2.
- Campbell, J. y R. Shiller (1996), "A score card for indexed government debt", *NBER working Paper*, N° 5587, mayo.
- Cao, Y. (2012), "GDP warrant design for Greek debt restructuring", tesis de magister, The Fletcher School, Tufts University, abril.
- CARIBANK (Banco de Desarrollo del Caribe) (2019), *Development Effectiveness Review 2019*, diciembre.
- Carin, B. (2013), *Sustainable Development and Financing Critical Global Public Goods*, C. Hurst and Company.
- Cecchetti, S. y K. Schoenholtz (2017), "GDP-linked bonds: A primer" [en línea] <http://voxeu.org/article/gdp-linked-bonds-primer>.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2021a), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2021* (LC/PUB.2021/5-P), Santiago.
- \_\_\_(2021b), "Financiamiento para el desarrollo en la era de la pandemia de COVID-19 y después: prioridades de América Latina y el Caribe en la agenda de políticas mundial en materia de financiamiento para el desarrollo", *Informe Especial COVID-19*, N° 10, Santiago, marzo.
- \_\_\_(2021c), *Desarrollo en transición: propuesta de concepto y medición para una cooperación renovada en América Latina y el Caribe* (LC/TS.2021/95/REV.1), Santiago.
- \_\_\_(2021d), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe* (LC/PUB.2021/10-P), Santiago.
- \_\_\_(2021e), "A Caribbean Resilience Fund: Segregated Portfolio Caribbean Resilience Trust Fund", Puerto España, inédito.
- \_\_\_(2020), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2020* (LC/PUB.2020/6-P), Santiago.
- \_\_\_(2019), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe, 2019* (LC/PUB.2019/8-P), Santiago.
- CEPAL/BID (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Banco Interamericano de Desarrollo) (2020), *Assessment of the Effects and Impacts caused by Hurricane Irma. The Bahamas 2017* (LC/TS.2020/30), Santiago, agosto.
- CEPAL/Oxfam Internacional (Comisión Económica para América Latina y el Caribe/Oxfam Internacional) (2019), "Los incentivos fiscales a las empresas en América Latina y el Caribe", *Documentos de Proyectos* (LC/TS.2019/50), Santiago.
- CEEY (Centro de Estudios Espinosa Yglesias) (2020), *Elementos de un plan integral para atender las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus en México*.
- Cipoletta, G. y T. Abdo (2021), "Financiamiento de la banca de desarrollo en el marco de la crisis del COVID-19 en América Latina y el Caribe", *serie Financiamiento para el Desarrollo*, N° 272, Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en prensa.
- Climate Funds Update, "Data Dashboard" [en línea] <https://climatefundsupdate.org/data-dashboard/>.



- Congreso de los Estados Unidos (2010), "Report to Congress on the Use of Special Drawing Rights by IMF Member Countries. August 2010" [en línea] <https://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/International-Affairs/Documents/Report%20to%20Congress%20on%20SDR%20Use%20-%20August%202010.pdf>.
- Costa, A., M. Chamon y L. A. Ricci (2008), "Is there a novelty premium on new financial instruments? The Argentine experience with GDP indexed warrants"; *IMF Working Paper*, N° 08/109, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Council of Economic Advisers (2004), "Growth-Indexed Bonds: A Primer"; 22 de noviembre [en línea] <https://mitsloan.mit.edu/shared/ods/documents?DocumentID=4940>.
- Countryrisk (2021) [en línea] <https://countryrisk.io/>.
- CRS (Servicio de Investigación del Congreso) (2020), "Treasury's Exchange Stabilization Fund and COVID-19"; 10 de abril.
- Drelichman, M. y H. J. Voth (2013), "Contingent sovereign debt contracts: the historical perspective"; *CESifo DICE Report*, vol. 11, N° 3.
- Eaton, J. y M. Gersovitz (1981), "Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis"; *Review of Economic Studies*.
- Eichengreen, B. y R. Portes (1986), "Debt and default in 1930s: causes and consequences"; *European Economic Review*, vol. 30.
- Environmental Finance (2021), Environmental Finance Bond Database [en línea] [www.bonddata.org](http://www.bonddata.org).
- Ferron, C. y R. Morel (2014), "Appendix I-Special Drawing Rights"; *Climate Report*, N° 46, julio [en línea] [https://www.i4ce.org/wp-core/wp-content/uploads/2016/02/14-09-Climate-Report-n%C2%B046\\_Appendix-I\\_SDRs.pdf](https://www.i4ce.org/wp-core/wp-content/uploads/2016/02/14-09-Climate-Report-n%C2%B046_Appendix-I_SDRs.pdf).
- Fleiss, P. (2021), "Multilateral development banks in Latin America: recent trends, the response to the pandemic, and the forthcoming role"; *serie Estudios y Perspectivas-Oficina de la CEPAL en Washington, D.C.*, N° 21 (LC/TS.2021/62-LC/WAS/TS.2021/2), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2021a), "World Economic Outlook Database"; Washington, D.C., abril.
- \_\_\_(2021b), "IMF Financing and Debt Relief Service" [en línea] <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker>.
- \_\_\_(2021c), "Remarks by IMF Managing Director on Global Policies and Climate Change" [en línea] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/07/11/sp071121-md-on-global-policies-and-climate-change>.
- \_\_\_(2021d), *Monitor Fiscal*, abril [en línea] <https://www.imf.org/es/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.
- \_\_\_(2021e), "Poverty reduction and growth trust-2020-2021 borrowing agreements with the Government Australia, Danmarks, Nationalbank, the Bank of Italy, the German Federal Ministry of Finance on Behalf of the Federal Republic of Germany and the Swiss National Bank"; *Policy Paper*, N° 2021/021, marzo.
- \_\_\_(2021f), "Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations"; *Policy Paper*, N° 2021/059, agosto.
- \_\_\_(2021g), "Questions and Answers on Special Drawing Rights (SDRs)" [en línea] <https://www.imf.org/en/About/FAQ/special-drawing-right>.
- \_\_\_(2021h), "The IMF approves policy reforms and funding package to better support the recovery of low-income countries from the pandemic"; *Press Release*, N° PR21/222, julio [en línea] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/07/22/pr21222-imf-approves-policy-reforms-funding-package-support-low-income-countries-from-pandemic>.
- \_\_\_(2021i), "Macroeconomic developments and prospects in low-income countries—2021"; *Policy Paper*, N° 2021/020.
- \_\_\_(2021j), "IMF Managing Director Kristalina Georgieva welcomes the executive board's backing for a new US\$650 billion SDR allocation"; *Press Release*, N° 21/208, 9 de julio [en línea] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/07/08/pr21208-imf-managing-director-kristalina-georgieva-executive-board-backing-new-us650b-sdr-allocation>.
- \_\_\_(2021k) "Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity (IRFCL)" [en línea] <https://data.imf.org/?sk=2DFB3380-3603-4D2C-90BE-A04D8BBCE237>.

- \_\_\_(2020a), *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington, D.C., abril.
- \_\_\_(2020b), "Eligibility to use the fund's facilities for concessional financing"; *IMF Policy Paper*, N° PR20/88, marzo.
- \_\_\_(2018), "Dominica: 2018 Article IV Consultation-Press Release and Staff Report"; *IMF Country Report*, N° 18/265, agosto.
- \_\_\_(2011), "Enhancing International Monetary Stability—A Role for the SDR? Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department" [en línea] <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf>.
- \_\_\_(2009), *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional: Sexta Edición (MBP6)*, Washington, D.C.
- Gavras, P. (2012), "Ratings Game"; *Finance and Development*, vol. 49, N° 1. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/03/gavras.htm>.
- Gobierno de Dominica (2017), *Post-Disaster Needs Assessment Hurricane Maria September 18, 2017*, Fondo Mundial para la Reducción de los Desastres y la Recuperación (GFDRR).
- \_\_\_(2015), *Rapid Damage and Impact Assessment Tropical Storm Erika – August 27, 2015*, Fondo Mundial para la Reducción de los Desastres y la Recuperación (GFDRR).
- Gold, J. (1980), *SDRs, Currencies, & Gold 4 Fourth Survey of New Legal Developments*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Green Bank Design Platform (2020), *State of Green Banks 2020*, Rocky Mountain Institute.
- Green Bank Network, "Prospective GBN Members"; [en línea] <https://greenbanknetwork.org/prospectivegbn-members/>.
- Green Climate Fund (2021), "FP098 DBSA Climate Finance Facility" [en línea] <https://www.greenclimate.fund/project/fp098>.
- Griffith-Jones, S. y K. Sharma (2006), "GDP indexed bonds: making it happen"; *DESA Working Paper*, N° 21 (ST/ESA/2006/DWP/21), abril.
- Griffith-Jones, S. y M. Kraemer (2021), "Credit rating agencies and developing economics"; *DESA Policy Note*, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES).
- Griffith-Jones, S. y otros (2020), "Matching risks with instruments in development banks"; *Research Papers*, N° 170, Agencia Francesa de Desarrollo, octubre.
- G20 (Grupo de los 20) (2021), *Italian G20 Presidency. Third G20 Finance Ministers and Central Bank Governors meeting. Annex I: An Independent Review of Multilateral Development Banks' Capital Adequacy Frameworks Terms of Reference*, julio.
- Harding, D. y A. Pagan (2002), "Dissecting the cycle: a methodological investigation"; *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, N° 2, marzo.
- Harrod, R. (1965), *Reforming the World's Money*, Nueva York, St. Martin's Press.
- Hatchondo, J. C. y L. Martínez (2012), "On the benefits of GDP-indexed government debt: lessons from a model of sovereign defaults"; *Economic Quarterly*, vol. 98, N° 2, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Hawaii State Energy Office (2020), "Securing the Renewable Future"; [en línea] <https://energy.hawaii.gov/renewable-energy#:~:text=Hawaii%20has%20made%20great%20inroads,the%20state%20will%20continue%20to%3A&text=Deploy%20renewable%20generation%20and%20grid,new%20applications%20of%20existing%20technologies>.
- Hepburn, C. y otros (2020), "Will COVID-19 fiscal recovery packages accelerate or retard progress on climate change?"; *Smith School Working Paper*, vol. 20-02.
- Herman, B. (2020), "What you really need to know about the SDR and how to make it work for multilateral financing of developing countries"; *Challenge*, vol. 63, N° 5.
- Hernández Trillo, F. (2021), "GDP and income linked bonds"; inédito.
- \_\_\_(1995), "A model-based estimation of the probability of default in sovereign credit markets"; *Journal of Development Economics*, vol. 46, N° 1.
- Hull, J. (2011), *Options, Futures, and Other Derivatives*, Pearson.
- Humphrey, C. (2020), "All hands on deck: how to scale up multilateral financing to face the Covid-19 crisis"; *Briefing papers*, Londres, Overseas Development Institute, abril [en línea] <https://www.odi.org/publications/16832-all-hands-deck-how-scale-multilateral-financing-face-coronavirus-crisis>.

- Hung, M., P. Kraft y G. Yu (2019), "Market Power and Credit Rating Standards: Global Evidence" <https://mitsloan.mit.edu/sites/default/files/inline-files/Market%20power%20and%20rating%20standards%2020190531.pdf>.
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales) (2021), *IIF Capital Flows Tracker. A Well-Entrenched Recovery*, junio.
- Kletzer, K. (1984), "Assymetries of information and LDC Borrowing with sovereign risk", *The Economic Journal*.
- Kletzer, K., D. M. Newbery y B. Wright (1992), "Smoothing primary exporters' price risks: bonds, futures, options and insurance", *Oxford Economic Papers New Series*, vol. 44, N° 4.
- Krugman, P. (1988), "Financing vs forgiving a debt overhang", *Journal of Development Economics*, vol. 29.
- Latindadd (Red Latinoamericana por Justicia Económica y Social) (2021), *Handbook for the use of Special Drawing Rights (SDRs) for Fiscal Purposes*, Lima, agosto.
- Levy, S. (2020), "Superemos la pandemia juntos", *Nexos* [en línea] [https://www.nexos.com.mx/?p=47405&fbclid=IwAR020QBeloZvtvHuzy5skFEs2zWW-Gm-dwO9YXEKNkvIHTRhA\\_g3hqqqazo](https://www.nexos.com.mx/?p=47405&fbclid=IwAR020QBeloZvtvHuzy5skFEs2zWW-Gm-dwO9YXEKNkvIHTRhA_g3hqqqazo).
- Lindert P. y P. Morton (1989), "How sovereign debt has worked", *Third World Debt (NBER Project)*, J. Sachs (comp.), University of Chicago Press.
- Maasdorp, L. (2021), "Multilateral development banks can do more to aid the recovery. They have been held back by restrictive capital requirements and a desire to maintain AAA credit ratings", *Financial Times*, 7 de septiembre.
- Mallucci, E. (2020), "Natural disasters, climate change, and sovereign risk", *International Finance Discussion Papers*, N° 1291, Washington, D.C., Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.
- Martin, E. (2021), "Latin America Bank Needs \$80 Billion Capital Hike, Head Says", *Bloomberg*, 3 de febrero [en línea] <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-03/latin-america-bank-head-says-capital-boost-needed-for-recovery>.
- Miyajima, K. (2006), "How to evaluate GDP-linked warrants: price and repayment capacity", *IMF Working Paper*, N° 06/85, marzo.
- Mutua, D. C. (2021), "Social Bonds Propel ESG Issuance to Record \$732 Billion in 2020", *Bloomberg*, 11 de enero [en línea] <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-11/social-bonds-propel-esg-issuance-to-record-732-billion-in-2020>.
- Naciones Unidas (2021), "Liquidity and debt solutions to invest in the SDGs: the time to act is now", *Policy Brief*, Nueva York, marzo.
- \_\_\_(2013), "Courage is needed to reform global ratings system", 10 de septiembre [en línea] <https://www.un.org/development/desa/en/news/financing/global-credit-rating-system-2.html>.
- NRDC (Natural Resources Defense Council) (2016), "Green & Resilience Banks: How the Green Investment Bank Model Can Play a Role in Scaling Up Climate Finance in Emerging Markets" [en línea] <https://www.nrdc.org/sites/default/files/green-investment-bank-modelemerging-markets-report.pdf>.
- OACPS (Grupo de Estados de África, el Caribe y el Pacífico) y otros (2017), "Antigua and Barbuda: Hurricane Irma Post-Disaster Needs Assessment and Recovery Framework" [en línea] <https://www.gfdr.org/en/antigua-and-barbuda-hurricane-irma-post-disaster-needs-assessment-and-recovery-framework>.
- Ocampo, J. A. (2011), "Reforming the International Monetary System", *WIDER Annual Lecture*, vol. 14, Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (UNU-WIDER).
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2017), "Green Investment banks: innovative public financial institutions scaling up private, low-carbon investment", *OECD Environment Policy Papers*, N° 6 [en línea] <https://doi.org/10.1787/e3c2526c-en>.
- OECD (Organización de Estados del Caribe Oriental) (2017), "Prime Minister Dr. the Hon. Timothy Harris' Post-Hurricane Maria Address", *OECS Press Release*, 23 de septiembre.
- Paus, E. (2019), "Latin America's dismal productivity growth: firm-level innovation and government policies", presentación efectuada en el XXXVII Congreso Internacional de la Asociación de Estudios Latinoamericanos (LASA), Boston, 24-26 de mayo.
- Pedroso, P. (2014), *Portugal and the Global Crisis: The impact of austerity on the economy, the social model and the performance of the State*, Friedrich Ebert Stiftung, abril.
- Pina, G. (2020), "GDPLinked Bonds in the Portuguese Economy", *Estudos da Fundação*, Lisboa, Fundación Francisco Manuel dos Santos.
- Plant, M. (2021), "The challenge of reallocating SDRs: a primer", *Center for Global Development (CGD)*, 18 de agosto [en línea] <https://www.cgdev.org/publication/challenge-reallocating-sdrs-primer>.

- PNUD (Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo) (2021), "An Unprecedented Opportunity to Boost Finance for Development"; *Development Futures Series*, 24 de junio [en línea] <https://www.undp.org/publications/unprecedented-opportunity-boost-finance-development>.
- Porter, M. E. (2008), "The five competitive forces that shape strategy"; *Harvard Business Review*, vol. 88, N°1, enero.
- \_\_\_(1989), "How competitive forces shape strategy"; *Readings in Strategic Management*, Londres, Macmillan Education.
- Prates, D. y P. Hawkins (2021), "The IMF System of Surcharges"; Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), inédito.
- Prospectus Supplement (2005), "The Republic of Argentina"; 10 de enero [en línea] <https://sec.report/lux/doc/501915>.
- Ram, J. y otros (2019), "Measuring Vulnerability: A Multidimensional Vulnerability Index for the Caribbean"; *CDB Working Paper*, N° 2019/01 [en línea] <https://www.caribank.org/sites/default/files/publication-resources/Measuring%20Vulnerability-A%20Multidimensional%20Vulnerability%20Index%20for%20the%20Caribbean.pdf>.
- Sachs, J. (1989), "The debt overhang of developing countries"; *Debt, Stabilization and Development*, G.A. Calvo y otros (eds.), Oxford, Basil Blackwell.
- \_\_\_(1984), "Theoretical issues in international borrowing"; *Princeton Studies in International Finance*, N° 54, Princeton University.
- Sachs, J. y D. Cohen (1982), "LDC borrowing with default risk"; *NBER Working Paper*, N° 925.
- Scheinert, C. (2016), "The case for a European public credit rating agency"; *Brief*, Parlamento Europeo, octubre.
- Schröder, M. y otros (2004), "GPD-linked bonds as a financing tool for developing countries and emerging markets"; *Discussion Paper*, N° 04-64, Center for European Economic Research (CEER).
- Schröder, S. (2021), "A multilateral credit rating agency"; inédito.
- Schwartz, A. (1997), "From obscurity to notoriety: a biography of the Exchange Stabilization Fund"; *Journal of Money, Credit and Banking Lecture*, vol. 29, N° 2, mayo.
- SEC (Comisión del Mercado de Valores) (2020), *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations as Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, Washington, D.C., diciembre.
- Settimo, R. (2019), "Higher multilateral development bank lending, unchanged capital resources and triple-a rating. A possible trinity after all?"; *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, N° 488, abril.
- Shiller, R. (1993), *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, New York, Oxford University Press.
- Stiglitz, J. E. y otros (2011), "A Modest Proposal for the G20" [en línea] <https://academiccommons.columbia.edu/doi/10.7916/D8KW5Q9W>.
- Ubide, Á. y E. Levy Yeyati (2015), "GDP-linked Bonds: Can Argentina's Failure Become Greece's Success?"; 19 de febrero [en línea] <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/gdp-linked-bonds-can-argentinas-failure-become-greeces-success>.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1965), "International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts appointed by the United Nations Conference on Trade and Development and Trade and International Inequality"; *International Affairs*, vol. 42, N° 4, Nueva York.
- UTC (Unit Trust Corporation) (2019), "Annual Report 2019" [en línea] <https://www.tuttc.com/financial-reports/>.
- Vera, L. (2021), "State-contingent debt instruments as insurance against future sovereign debt crises in Latin America"; inédito.
- Whitney, A. y P. Bodnar (2018), "Beyond direct access: how national green banks can build country ownership of climate finance"; Rocky Mountain Institute [en línea] [https://d231jw5ce53gcq.cloudfront.net/wp-content/uploads/2018/03/Beyond\\_Direct\\_Access\\_Insight\\_Brief.pdf](https://d231jw5ce53gcq.cloudfront.net/wp-content/uploads/2018/03/Beyond_Direct_Access_Insight_Brief.pdf).
- Wolf, M. (2021), "A windfall for poor countries is within reach. High-income states can help by lending on their IMF special drawing rights"; *Financial Times*, 1 de junio.
- Zettelmeyer, J., C. Trebesch y M. Gulati (2013), "The Greek debt restructuring: an autopsy"; *Economic Policy*, vol. 28, N° 75.

Este *Informe Especial* es el duodécimo de una serie que elabora la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la evolución y los efectos de la pandemia de COVID-19 en América Latina y el Caribe. Sus análisis económicos y sociales se actualizarán a medida que surja información relevante. La Secretaria Ejecutiva de la CEPAL, Alicia Bárcena, dirigió la elaboración de este *Informe*, con el apoyo técnico de la Oficina del Secretario Ejecutivo Adjunto, Mario Cimoli, de Daniel Titelman, Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL y de Esteban Pérez Caldentey, Jefe de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo de la misma División.

Copyright © Naciones Unidas, 2021



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)  
Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)  
[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

