

Un ensayo sobre los derechos especiales de giro (DEG) y su papel en la arquitectura financiera internacional

Nicolás Cerón Moscoso
Juan Martín Ianni
Esteban Pérez Caldentey



NACIONES UNIDAS

CEPAL

Gracias por su interés en esta publicación de la CEPAL



Si desea recibir información oportuna sobre nuestros productos editoriales y actividades, le invitamos a registrarse. Podrá definir sus áreas de interés y acceder a nuestros productos en otros formatos.

Deseo registrarme



NACIONES UNIDAS



www.cepal.org/es/publications



www.instagram.com/publicacionesdelacepal



www.facebook.com/publicacionesdelacepal



www.issuu.com/publicacionescepal/stacks



www.cepal.org/es/publicaciones/apps

SERIE

**FINANCIAMIENTO PARA
EL DESARROLLO**

273

Un ensayo sobre los derechos especiales de giro (DEG) y su papel en la arquitectura financiera internacional

Nicolás Cerón Moscoso

Juan Martín Ianni

Esteban Pérez Caldentey



Este documento fue preparado por Esteban Pérez-Caldentey, Coordinador de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Nicolás Cerón Moscoso y Juan Martín Ianni.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización o las de los países que representa.

Publicación de las Naciones Unidas
ISSN: 1680-8819 (versión electrónica)
ISSN: 1564-4197 (versión impresa)
LC/TS.2022/187
Distribución: L
Copyright © Naciones Unidas, 2022
Todos los derechos reservados
Impreso en Naciones Unidas, Santiago
S.22-01003

Esta publicación debe citarse como: E. Pérez Caldentey, N. Cerón Moscoso y J. M. Ianni, "Un ensayo sobre los derechos especiales de giro (DEG) y su papel en la arquitectura financiera internacional", *serie Financiamiento para el Desarrollo*, N° 273 (LC/TS.2022/187), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2022.

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Documentos y Publicaciones, publicaciones.cepal@un.org. Los Estados Miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción.

Índice

Resumen	5
Introducción	7
I. Consideraciones preliminares sobre los derechos especiales de giro (DEG)	9
II. El derecho especial de giro fue creado para enfrentar el principal problema de la economía internacional entre 1920 y 1970: la escasez de reservas internacionales.....	13
III. Los DEG tienen un escaso impacto en la liquidez internacional.....	17
IV. Los DEG enfrentan importantes limitantes institucionales y legales en su uso.....	21
A. La falta de correspondencia entre la asignación basada en la lógica de cuotas y en la necesidad de uso	21
B. La falta de participación de los países miembros en las transacciones de DEG y la escasa importancia de los tenedores autorizados.....	23
C. El uso limitado del DEG fuera de la esfera oficial	23
D. El DEG y su caracterización como activo de reserva internacional	25
V. A pesar de su reducida esfera de aplicación, los DEG han demostrado ser versátiles y flexibles en sus usos.....	27
A. El pago de la deuda pública	27
B. Reestructuración de deuda pública	28
C. Enfrentar los desastres naturales.....	28
D. Fortalecimiento de las instituciones financieras y regionales.....	29
E. El uso fiscal de los DEG.....	29
VI. Conclusión: lineamientos para el futuro	33
Bibliografía.....	35
Serie Financiamiento para el Desarrollo: número publicados	38

Cuadros

Cuadro 1	Monedas de libre uso, ponderación en la canasta del DEG, tipos de cambio y equivalente en dólares de los Estados Unidos, septiembre 2022	10
Cuadro 2	Asignaciones de DEG por período, tipo de asignación y contexto (1979-2021)	10
Cuadro 3	Asignación de DEG como porcentaje de las reservas internacionales clasificado por nivel de ingreso (1970-2021)	18
Cuadro 4	Agrupaciones de países: asignación de DEG y su equivalente en dólares; participación en el total y porcentaje de las reservas internacionales, agosto de 2021	22
Cuadro 5	Recirculación de DEG prometida en miles de millones de dólares y en porcentajes de la asignación del 2021	25
Cuadro 6	Utilización de DEG en 2009 y 2021, por número de países, montos y uso	29
Cuadro 7	Uso de DEG emitidos en 2021 por región: cantidad de países, monto y uso	30
Cuadro 8	Uso fiscal de DEG en Latinoamérica y el Caribe	30

Gráficos

Gráfico 1	Asignación de DEG como porcentaje de reservas internacionales del conjunto de los países miembros del FMI (1970-2021)	17
Gráfico 2	Posición de deuda neta en tenencias de DEG y ratio de liquidez para los países miembros del FMI (1970-2021)	19
Gráfico 3	Tasa de utilización de los DEG por nivel de ingreso (1970-2021)	22
Gráfico 4	Composición de acreedores netos en tenencias de DEG y ratio de liquidez (1999-2021)	23

Resumen

Este ensayo analiza el rol que cumple el DEG en la arquitectura financiera internacional resaltando sus limitantes. Explica que el DEG fue la respuesta al principal problema que aquejó la economía internacional entre 1920 y 1971: la insuficiencia de liquidez en la economía mundial. Más de medio siglo después de su creación el DEG no ha cumplido con sus dos fines principales: ser el principal activo de reserva en la economía global y ser un instrumento central para manejar el ciclo económico global. Argumenta que el DEG enfrenta importantes limitantes para su uso. Las restricciones que enfrenta el DEG para expandir su esfera de acción no necesariamente corresponden a la lógica económica con la cual fue creado este instrumento. Adicionalmente, en algunos casos no existe un argumento económico plausible que sustente un uso restringido del DEG. No obstante, se plantea que el DEG ha demostrado ser un instrumento altamente flexible y versátil. Finalmente plantea ampliar el limitado número de tenedores autorizados de los DEG y el escaso uso de los DEG por parte de estos; expandir el uso de los DEG al sector privado y flexibilizar y definir de manera más precisa la noción de activo de reserva internacional.

Introducción

El derecho especial de giro (DEG) es un activo de reserva internacional que devenga interés, creado en 1969 por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para complementar las reservas oficiales de sus países miembros. La creación del DEG fue el resultado de un arduo proceso intelectual y de negociación que empezó hacia finales de la primera guerra mundial cuyo objetivo fue hacer frente a la insuficiencia de la liquidez internacional, un fenómeno que surgió con fuerza durante los regímenes cambiarios atados al oro, incluyendo el periodo del patrón oro entre 1920 y 1931; y de paridades fijas con el oro entre 1944 y 1971.

El DEG fue creado con dos finalidades. La primera pretendía transformar al DEG en el principal activo de reserva a nivel global¹. En segundo lugar, el DEG se concibió como un instrumento para manejar el nivel de la demanda agregada en la economía internacional. Así según el FMI la asignación y cancelación de DEG debía "de satisfacer la necesidad global a largo plazo, cuando esta surja, de complementar los activos de reserva existentes de manera de facilitar el logro de sus fines y de evitar que ocurran en el mundo situaciones tanto de estancamiento económico y deflación como de demanda excesiva e inflación"².

Después de más de medio siglo en existencia el DEG nunca cumplió con los fines para los cuales fue creado. En primer lugar, el FMI ha recurrido a la emisión de DEG en contadas ocasiones, pero jamás ha sido un instrumento de uso regular. En total se han realizado cinco emisiones de DEG.

La primera de ellas fue realizada entre 1970 y 1972 y constó de 9.3 miles de millones de DEG, creados y distribuidos entre los miembros del FMI (proporcionalmente a la cuota de cada miembro). La segunda emisión de DEG tuvo lugar entre 1979 y 1981, en donde el FMI emitió y distribuyó 12.1 billones. La tercera emisión de DEG fue realizada el 28 de agosto de 2009, en el contexto de la crisis financiera internacional. En esta oportunidad se emitieron y distribuyeron 161,2 billones de DEG. No obstante, en septiembre de este mismo año se emitieron con carácter especial 21.5 billones adicionales. Estos últimos fueron producto de la Cuarta Enmienda del FMI acordada en 1997, la cual buscaba armonizar la distribución de DEG con la cuota de los países miembros con el organismo internacional (dado que

¹ Según el artículo VIII. Sección 7 del Convenio Constitutivo del FMI (Segunda enmienda): "Los países miembros se comprometen a colaborar con el Fondo y entre sí para que sus políticas relativas a los activos de reserva sean compatibles con los objetivos de promover una mejor supervisión internacional de la liquidez internacional y de convertir el derecho especial de giro en el principal activo de reserva del sistema monetario internacional".

² Segunda enmienda del Convenio Constitutivo del FMI (2020, 1976, p. 44, Artículo XVIII, sección 1 a).

algunos países se habían unido al FMI luego de las primeras emisiones). Por último, en el contexto de la pandemia de la COVID-19, en agosto del 2021 el FMI realizó una emisión de 456,5 billones de DEG (equivalente a aproximadamente US\$ 650 mil millones de dólares), siendo la mayor hasta el momento.

En segundo lugar, la lógica de la distribución de los DEG basada en el sistema de cuotas del FMI, y en última instancia en el tamaño del Producto Interno Bruto (PIB), favorece una excesiva concentración de los DEG en los países desarrollados que son quienes menos utilizan los DEG y quienes tienen la restricción externa menos vinculante a su desarrollo económico y social. El FMI distribuyó el 64.4 % de la última emisión de DEG (agosto, 2021) a los países desarrollados. Además, algunos de estos países y agrupaciones de países como Estados Unidos, la Zona Euro, el Reino Unido, y Japón, emiten la moneda de reserva internacional.

En tercer lugar, el volumen de las emisiones de DEG no ha correspondido a las necesidades de financiamiento de la economía global. Un análisis comparativo de las emisiones de DEG para el periodo 1970-2021 muestra que esta jamás ha superado el 6% del total del acervo de las reservas internacionales a nivel global. Además, un cálculo preliminar muestra que la emisión de DEG de agosto 2021, representó solo el 16% de las necesidades de financiamiento a nivel global.

En cuarto lugar, el DEG no tiene un uso prescrito y su utilización es una prerrogativa de los países miembros del departamento de DEG del FMI. El análisis de la utilización de DEG correspondiente a la asignación del 2009 y del 2021 muestra que este puede ser un instrumento muy versátil con distintos usos, por fuera de su empleo más tradicional como activo de reserva. El DEG puede ser utilizado con fines fiscales para expandir el gasto público, para pagar la deuda externa con el FMI y también para operaciones de restructuración de deuda, así como para fortalecer las hojas de balance de instituciones financieras que son tenedores autorizados de DEG.

No obstante, debido a regulaciones legales, el ámbito de acción del DEG es muy limitado para pasar a ser el principal activo de reserva a nivel global. Se puede utilizar para saldar transacciones oficiales (es decir como medio de pago) entre las autoridades monetarias de los países miembros del departamento de DEG del FMI y entre un país miembro y el FMI.

El FMI ha nombrado oficialmente a 15 instituciones como tenedores oficiales de DEG (bancos centrales, instituciones monetarias y bancos de desarrollo), que no obstante no reciben asignaciones de DEG ya que no son participantes del departamento de DEG del FMI. Los tenedores autorizados tienen una participación muy limitada en la tenencia de los DEG. Un análisis muestra que la participación de los tenedores autorizados en la posición acreedora total de la tenencia de DEG (es decir, una situación en la cual las tenencias superan a las asignaciones de DEG) era de 13% en el 2008, disminuyendo a 5% en el 2012 y manteniéndose alrededor de ese nivel hasta el 2021. Un uso adicional de los DEG es servir de unidad de cuenta en las transacciones privadas. No obstante, esto ha ocurrido en pocas ocasiones y para operaciones de escasa significancia.

Este ensayo se divide en seis secciones. La primera sección define el DEG y describe sus funciones principales así como su modus operandi. La segunda sección describe el contexto histórico que llevó a la creación del DEG. La tercera sección analiza la contribución de los DEG a la liquidez internacional global, y por regiones del mundo clasificadas por nivel de ingreso. La cuarta sección analiza las limitantes que tienen los DEG argumentando que carecen de una lógica económica plausible. La quinta sección se aboca a mostrar la flexibilidad y versatilidad del DEG ejemplificándola con la diversidad de su uso en América Latina y el Caribe y con el uso fiscal de los DEG a nivel global. Las reflexiones finales se encuentran en la última sección.

I. Consideraciones preliminares sobre los derechos especiales de giro (DEG)

Según la definición oficial el derecho especial de giro (DEG) es un activo de reserva internacional que devenga interés, creado en 1969 por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para complementar las reservas oficiales de sus países miembros. El DEG se utiliza como unidad de cuenta para las transacciones del FMI y algunos otros organismos internacionales.

El DEG es un derecho potencial sobre las monedas de libre uso de los países miembros. Las monedas de libre uso son aquellas que se utilizan ampliamente para saldar transacciones internacionales y que tienen una elevada participación en los volúmenes operados en los mercados de cambio internacionales.

Una vez asignados, los miembros pueden mantener sus DEG como parte de sus reservas de divisas o vender o utilizar parte o la totalidad de sus asignaciones de DEG. Los miembros pueden cambiar DEG por monedas de libre uso entre ellos y con los titulares prescritos; dicho intercambio puede tener lugar en virtud de un acuerdo voluntario o de un plan de designación obligatoria de los miembros con posiciones externas suficientemente sólidas. Desde 1987, el mercado de DEG ha funcionado a través de acuerdos voluntarios, sin necesidad de activar el plan de designación.

Las monedas de libre uso del FMI incluyen al dólar estadounidense, al Euro, al Yen, la Libra Esterlina y al Renminbi chino. Las monedas de libre uso constituyen la canasta de monedas que se utiliza para determinar el valor del DEG. Según la última revisión del FMI las ponderaciones asignadas a cada moneda de la canasta son equivalentes a 43.38% para el dólar estadounidense, 29.31% para el euro, 12.28% para el Renminbi chino, 7.59% para el yen japonés y 7.44% para la libra esterlina.

En base a estas ponderaciones se establecen volúmenes fijos de las monedas de libre uso que forman parte de la canasta del DEG. Según la junta directiva del FMI, a partir de agosto del 2022 y hasta el 31 de julio del 2027, el valor del DEG es la suma de los siguientes valores fijos de cada una de las monedas de libre curso: 0.57813 (dólar estadounidense); 0.37379 (Euro); 1.0993 (Remnibi Chino); 13.452 (Yen Japonés); y 0.080870 (Libra Esterlina). Utilizando el tipo de cambio de cada moneda de libre uso respecto a una moneda común, por ejemplo, el dólar estadounidense, permite expresar el DEG en términos de dicha moneda (cuadro 1).

Cuadro 1
Monedas de libre uso, ponderación en la canasta del DEG, tipos de cambio
y equivalente en dólares de los Estados Unidos, septiembre 2022

Moneda de Libre Uso	Ponderación	Valor en su propia moneda	Tipo de cambio de cada moneda de libre uso por dólar estadounidense	Equivalente en dólares estadounidense
Yuan chino	12,28	1,0993	7,0076	0,156873
Euro	29,31	0,37379	0,99815	0,373098
Yen japonés	7,59	13,452	143,475	0,093758
Libra esterlina	7,44	0,08087	1,1506	0,093049
Dólar estadounidense	43,38	0,57813	1,00	0,57813
				1,294908 ^a

Fuente: FMI (2022j).

^aTotal (tipo de cambio DEG por dólar).

Cuadro 2
Asignaciones de DEG por periodo, tipo de asignación y contexto (1970-2021)
(En miles de millones)

Periodo	1970-1972 ^a	1979-1981 ^b	2009 ^c	2009	2021
Asignación de DEG	9,3	12,1	21,5	161,2	456,5
Tipo de asignación	General	General	Especial	General	General
Contexto	Escasez de liquidez internacional		Acceso igualitario a los DEG para nuevos miembros del FMI. Estos últimos fueron producto de la Cuarta Enmienda del FMI acordada en 1997, la cual buscaba armonizar la distribución de DEG con la cuota de los países miembros con el organismo internacional (dado que algunos países se habían unido al FMI luego de las primeras emisiones).	Crisis Global Financiera (2008-2009)	Crisis del COVID-19

Fuente: Sobre la base de FMI (2022j).

^a En el contexto del acalorado debate entre monetaristas y keynesianos, se suscitó la discusión acerca de los objetivos que debía perseguir la distribución de DEG. Mientras que los primeros sostenían la necesidad de utilizarlos para asegurar el equilibrio de largo plazo en materia monetaria, los segundos argumentaban que podían ser emitidos para corregir variaciones en la demanda agregada en el corto plazo. La victoria monetarista en este respecto se tradujo con la determinación de "períodos básicos" de asignación de DEG, los cuales estarían basados en la detección de escasez de reservas.

^b Cabe destacar que luego del colapso de Bretton Woods, los DEG dejaron de valuarse en términos de oro fino (un DEG valía 0,888671 gramos de oro fino). Por el contrario, desde entonces el valor de los DEG se deriva de una canasta de monedas (inicialmente 16 monedas, para actualmente ceñirse a 5: Yuan chino, dólar estadounidense, euro, yen japonés y a la libra esterlina).

^c Emisión especial.

Según el Convenio Constitutivo del FMI, la facultad de asignar DEG a los países miembros del departamento de DEG de dicha institución se basa en la necesidad de complementar los activos de reserva existentes (FMI, Artículo XV, Sección 1). La denominada asignación general de DEG debe contar con la aprobación de la junta de gobernadores del FMI, siendo necesaria una aprobación del 85% del total de votos de los miembros del Departamento de DEG.

El FMI también se reserva el derecho de realizar emisiones especiales de DEG. Las asignaciones especiales permiten que los países con una incorporación tardía al FMI participen de manera equitativa

en el sistema de DEG³. Hasta la fecha el FMI ha realizado cinco asignaciones de DEG, cuatro asignaciones generales y una especial (cuadro 2).

Los DEG se asignan en base a las cuotas de los países miembros del departamento de DEG⁴. Las cuotas se establecen en base a un promedio ponderado que incluye el PIB (ponderación de 50%), apertura externa (ponderación de 30%), variabilidad (ponderación de 15%) y reservas internacionales (ponderación de 5%). Esto implica que los países desarrollados son quienes reciben el grueso de las asignaciones de DEG.

Los DEG pueden considerarse como un préstamo a perpetuidad sin ningún compromiso de repago. Las tenencias de DEG no tiene ningún costo asociado para los países y generan una tasa de interés. De la misma manera, los países tienen que pagar la misma tasa de interés por la utilización de los DEG (por el canje voluntario de monedas de libre uso por DEG). La tasa de interés se establece semanalmente en base a un promedio ponderado de las tasas de interés representativas de los instrumentos de deuda pública a corto plazo de las monedas de la canasta de DEG. La tasa de interés sobre los DEG tiene un piso de 0.05% que es el que rige actualmente.

Los DEG pueden ser utilizados por los países miembros del FMI y los tenedores autorizados para una amplia gama de operaciones, incluyendo los pagos de obligaciones financieras, préstamos, promesas de contribuciones, donaciones, swaps y operaciones a plazo⁵.

Por una parte, una asignación de DEG que recibe un país aparece como un aumento en el activo del balance del banco central debido a que significa un aumento de las reservas. A la vez, representa un pasivo debido a que una asignación de DEG está formalmente sujeta a devolución o cancelación y por su uso general pagos por concepto de intereses⁶.

³ Véase FMI (2022j).

⁴ La suscripción de cuotas de un país miembro determina la cantidad máxima de recursos financieros que el país miembro está obligado a proporcionar al FMI. La cuota determina en gran medida el poder de voto de un país miembro en las decisiones del FMI. El monto del financiamiento que un país miembro puede obtener del FMI (su límite de acceso) también se basa en su cuota. Véase FMI (2022i).

⁵ Véanse Andrews (2021), Gold (1980), y FMI (2021a).

⁶ Véase FMI, Manual de Posición Internacional y Balanza de Pagos. Sexta Edición, y Pérez Alvarez (2022). La asignación de DEG cambia el valor del nivel de reservas internacionales brutas, pero no tiene incidencia sobre el valor de las reservas internacionales netas.

II. El derecho especial de giro fue creado para enfrentar el principal problema de la economía internacional entre 1920 y 1970: la escasez de reservas internacionales

La creación del DEG en 1969 fue el resultado de un largo esfuerzo y proceso de negociación para enfrentar el principal problema que aquejaba la economía global desde el final de la Primera Guerra Mundial; a saber, la escasez potencial de liquidez internacional. El problema de la liquidez internacional se planteó tanto en cuanto, como ocurre en la actualidad, existe un límite sobre el volumen total de activos en el sistema internacional que funcionan como monedas de reserva internacional. La insuficiencia de liquidez internacional para afrontar las necesidades de financiamiento de la balanza de pago de los países podía comprometer el crecimiento e imprimir un sesgo contraccionista a la economía global (Clark y Polak, 2002).

Al terminar la Primera Guerra Mundial y hasta la depresión de los años treinta, el volumen de oro era el principal determinante de la liquidez a nivel global. Dos de las conferencias monetarias más importantes que tuvieron lugar después de la primera guerra mundial, la Conferencia Financiera Internacional de Bruselas (1920) y la Conferencia de Génova (1922), enfatizaron la necesidad de mantener el oro como único estándar común. No obstante, durante esta última conferencia se propuso relajar parcialmente la restricción del patrón oro mediante el estímulo a los países desarrollados a mantener reservas bajo la forma de créditos de otros países. En 1930, la Delegación de Oro del Comité Financiero de la Liga de las Naciones apuntó a una inminente escasez de oro, en relación al volumen de oro necesario para sostener la demanda monetaria al nivel de precios existente, suponiendo una economía global en crecimiento. Varios economistas influyentes de la época incluyendo a Gustav Cassel, Ralph Hawtrey y John Maynard Keynes analizaron el problema de la escasez de oro⁷.

⁷ Véase Clavin & Wessels (2004).

Luego del inicio de la Gran Depresión, el abandono casi generalizado del patrón oro, las consecuentes depreciaciones de las monedas nacionales y la deflación contribuyeron de sobremanera a atenuar la problemática de la escasez de liquidez a nivel global. No obstante, este problema no desapareció y volvió a resurgir con fuerza en la década de los cuarenta tal como lo demuestran los planes para la reforma del sistema monetario internacional de John Maynard Keynes y Harry White.

El plan de Keynes, denominado la Unión de Compensación, tenía como objetivo un aumento de reservas internacionales líquidas en comparación con la situación existente previa a la Segunda Guerra Mundial. Tal como lo explicó Keynes (1980 (1942) p. 168): "Necesitamos un quantum de moneda internacional, que no es ni determinado de manera impredecible e irrelevante, como por ejemplo por el progreso técnico de la industria del oro; ni sujeto a variaciones grandes dependiendo de las políticas de reserva de oro de los países individuales; pero gobernado por los requisitos efectivos del comercio internacional y también que sea capaz de expansión y contracción deliberada para compensar las tendencias deflacionarias e inflacionarias de la demanda efectiva a nivel mundial".

Los acuerdos de Bretton Woods no pudieron otorgar a la dinámica de la economía internacional el sesgo expansivo que pretendía Keynes con su propuesta de Unión de Compensación.

Esto se explica, en parte, por la provisión insuficiente de liquidez contemplada en los acuerdos (el plan de Keynes suponía un nivel de liquidez equivalente a US\$ 26 mil millones de dólares, mientras que la Declaración Conjunta y el Convenio Constitutivo del FMI redujo dicho nivel a US\$ 8.8 mil millones de dólares), por la falta de uso de la cláusula de la moneda escasa (que permitía imponer restricciones ante una escasez de dólares) y también por el hecho que los países no podían cambiar sus paridades cambiarias de manera autónoma.

La escasez de dólares, resultante de la necesidad de importar alimentos, capital y bienes de consumo por parte de Europa como resultado de la devastación de la guerra a su aparato productivo, se vio agravada por el aumento de la inflación en los Estados Unidos en la posguerra, seguida por una recesión en 1948 y 1949. Esto condujo al mantenimiento de una amplia gama de controles de capital, aranceles elevados y restricciones cuantitativas que impidieron el restablecimiento de la convertibilidad, que era un objetivo principal del acuerdo de Bretton Woods.

Con posterioridad se requirió un mayor nivel de reservas internacionales. Esto respondió a la adopción de políticas de pleno empleo por la mayoría de los países y la renuencia a utilizar la deflación como un dispositivo correctivo (los países tendrían que tolerar los desequilibrios de la balanza de pagos durante algún tiempo), la eliminación de las restricciones comerciales, una mayor movilidad del capital y la necesidad de enfrentar la volatilidad de los flujos financieros, así como el aumento en el número de naciones que requieren cierta descentralización en las reservas. También cabe señalar la existencia de incertidumbre con respecto a la evolución futura de la balanza de pagos y la imposibilidad de distinguir con precisión entre cambios temporales y permanentes como razón para mantener reservas.

A partir de 1957, Triffin expuso en varios de sus escritos (1957, 1960, 1978) la creencia de que si, por un lado, Estados Unidos reducía su déficit externo, la producción de oro sería insuficiente para proporcionar el nivel de reservas adecuado para el crecimiento del comercio mundial. Por otro lado, si Estados Unidos no corrige su desequilibrio externo, sus pasivos externos eventualmente superarían su capacidad para satisfacer la demanda de convertir dólares a oro, lo que resultaría en una crisis mundial y del dólar. Triffin propuso resolver este dilema mediante la internacionalización de las reservas, es decir, reemplazando las reservas oficiales de los países mantenidas en las monedas nacionales de otros países por cuentas de depósitos garantizados en oro en el FMI. El FMI también emprendió operaciones de préstamo y de mercado abierto para ampliar la liquidez de acuerdo con las necesidades del crecimiento y el comercio mundiales.

Este análisis se conoce como 'El dilema de Triffin'⁸. Dio lugar a un amplio debate entre los economistas y hacedores de política, así como a una serie de estudios y negociaciones entre 1963 y 1969, y que culminaron en la creación del DEG. Tal como lo señalan Clark y Polak (2002, p.8):

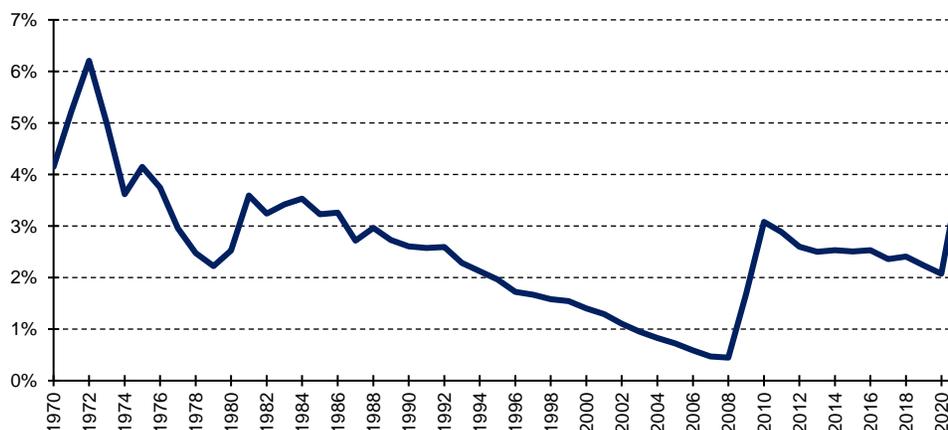
"...la creación de un activo internacional que (a diferencia del oro y las monedas de reserva internacional) no tendría otra función que la de servir las necesidades del sistema para una cantidad adecuada pero no excesiva de las reservas. El método para dar vida a este activo puro de reserva fue crear una facilidad en el FMI que estuviera autorizada, bajo salvaguardias estrictas en contra del abuso, para crear y anular (asignar y cancelar) una nueva forma de activo de reserva...De acuerdo al objetivo planeado, el DEG circularía solo en el circuito oficial; podía ser mantenido solo por los gobiernos, bancos centrales, el FMI y un grupo restringido definido como tenedores oficiales".

⁸ Véase, Triffin 1957, 1960 y 1978. Según Altman (1961, p. 153), quien introdujo por primera vez la idea del "dilema", el déficit de reservas para los años 1958-67 se estima entre US \$ 6 y 17 mil millones. Para Triffin, la internacionalización de las reservas de divisas "facilitaría el ajuste de las operaciones de préstamo del fondo a los requisitos legítimos de liquidez de una economía mundial en expansión, y ayudaría a estabilizar el sistema monetario mundial contra las vicisitudes de la gestión monetaria nacional en los actuales países moneda clave" (Triffin, 1960, p. 146).

III. Los DEG tienen un escaso impacto en la liquidez internacional

Más de medio siglo después de su puesta en marcha los DEG no han podido cumplir con los fines para los cuales fueron creados. La evidencia para el periodo 1970-2021 muestra que los DEG han mantenido a lo largo del tiempo un rol menor en el total de las reservas internacionales de los países miembros del FMI. En dicho periodo la participación máxima que llegaron a representar los DEG en términos de las reservas internacionales brutas de los países fue ligeramente superior a solo 6% del total. En la mayor parte del periodo su participación se ha ubicado por debajo del 4% (gráfico 1). A modo de comparación aproximadamente el 64% de las reservas internacionales se mantienen en dólares estadounidenses.

Gráfico 1
Asignación de DEG como porcentaje de las reservas internacionales a nivel global del conjunto de los países miembros del FMI (1970-2021)
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración de los autores sobre la base de datos del FMI, NASDAQ y Banco Mundial (2022).

La información disponible por regiones del mundo en desarrollo muestra que la última asignación de DEG (Agosto 2021) representó solo el 3.1% de las reservas internacionales para el conjunto de los países en desarrollo. A nivel regional la participación de la nueva asignación de los DEG en las reservas internacionales promedió 8.1%, 6.0%, 5.3%, 3.2% y 2.3% para los casos de África, América Latina y el Caribe, Asia del Sur, Asia Occidental y Asia y el Pacífico. Estos promedios reflejan una gran heterogeneidad a nivel regional.

En este mismo nivel de análisis, la proporción de DEG como porcentaje de las reservas es 4,4 veces mayor para Asia y el Pacífico, 4,7 veces mayor para América Latina y el Caribe y 3,2 veces mayor para África después de la nueva asignación. Las proporciones pueden ser relativamente pequeñas, pero han aumentado los activos de reserva de los países, lo que ayuda a minimizar el riesgo de desequilibrio de la balanza de pagos (déficit) a medida que mejora la posición de reserva. Ciertamente, tal como lo demuestra la nueva asignación de DEG, estos han beneficiado a algunas de las economías más pequeñas de la región, incluidos los pequeños Estados insulares en desarrollo, que también son los más vulnerables debido al pequeño tamaño, las limitaciones estructurales y la exposición a peligros naturales (ECA-ECLAC, 2022).

La relevancia de los DEG como activos de reserva se ha concentrado históricamente en economías de ingreso bajo, a pesar de una disminución a partir de la década de los noventa, se pueden apreciar los valores más altos de la serie. También se puede apreciar un aumento en la última década coincidente con las últimas dos emisiones hechas por el Fondo⁹. Por otro lado, la relevancia de los DEG como activo de reserva en los países de ingreso medio (medio-alto y medio-bajo) sigue una trayectoria a la baja de manera sostenida, posicionándose por debajo incluso de los países de ingreso alto posterior a la crisis del 2009 (cuadro 3).

Cuadro 3
Asignación de DEG como porcentaje de las reservas internacionales clasificado
por nivel de ingreso (1970-2021)
(En porcentajes)

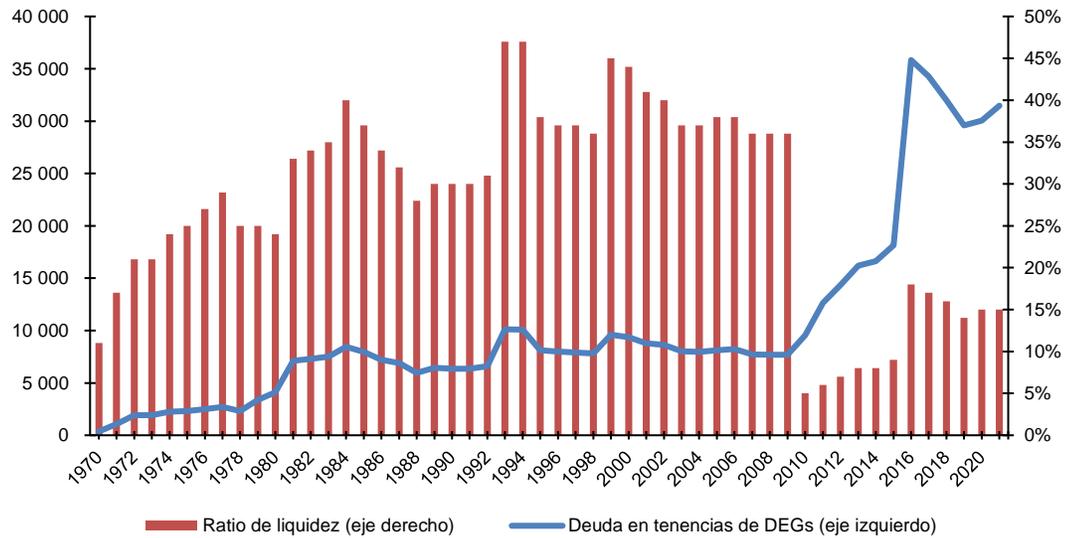
Período	Ingreso alto	Ingreso medio-alto	Ingreso medio-bajo	Ingreso bajo
1970-1980	4	4	9	17
1980-1990	3	3	9	22
1990-2000	2	2	5	18
2000-2010	2	1	3	12
2010-2021	4	1	3	17

Fuente: Elaboración de los autores a partir de datos del FMI, NASDAQ y Banco Mundial (2022).

Una forma complementaria de medir la liquidez es estimar su utilización efectiva, mediante el cómputo del '*Ratio de Liquidez*' (Pérez Álvarez, 2022). Este se define como la posición neta deudora en los estados financieros del Departamento de Derechos Especiales de Giro (las tenencias de DEG para el conjunto de países cuyas tenencias son menores a sus asignaciones) dividido por el importe total de los DEG asignados. Este indicador se fundamenta en el hecho que para que los DEG constituyan liquidez efectiva deben primero canjearse voluntariamente por monedas de uso convertible (gráfico 2).

⁹ Es importante notar que la base del Banco Mundial utilizada para construir esta serie posee solo 6 observaciones para las reservas internacionales de los países de ingreso bajo para el 2021, concretamente Burundi, República Democrática del Congo, Gambia, Haití, Madagascar, Mozambique, Ruanda, Sierra Leona y Tayikistán.

Gráfico 2
Posición de deuda neta en tenencias de DEG y ratio de liquidez
para los países miembros del FMI, (1970-2021)
(En millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Elaboración de los autores a partir de datos del FMI. Datos a cierre del año fiscal 2022.

El análisis del gráfico 2 muestra una tendencia al alza en la posición deudora neta en la tenencia de DEG que sobresale en el periodo 1978-1984 y sobre todo, con mayor fuerza a partir entre el 2009 y 2021. Este comportamiento no solo se explica por la necesidad de utilizar DEG para hacer frente en parte a los efectos de la Crisis Global Financiera sino también por el aumento de las cuotas de membresía en el FMI que entraron en vigencia en el 2016, situación que muchos países afrontaron haciendo uso de sus reservas en DEG para hacer frente a la mayor suscripción. No obstante, esto no pudo compensar el aumento de las emisiones y asignaciones que tomaron lugar en ese año, que para ese año fueron las mayores de la historia, aumentando el denominador de la ratio. Así con todo se observa una caída en el ratio de liquidez a partir del 2009. El valor para el 2022 (no presente en este gráfico) es de 6%, implicando similarmente una caída (en 9 puntos base) producto de las emisiones y asignaciones del 2021.

IV. Los DEG enfrentan importantes limitantes institucionales y legales en su uso

A. La falta de correspondencia entre la asignación basada en la lógica de cuotas y en la necesidad de uso

Siguiendo la lógica de asignación de recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI), basada en las cuotas de los países (cuyo determinante principal es el Producto Interno Bruto, PIB), el grueso de la asignación de DEG se distribuyó a los países más desarrollados. Este grupo de países recibió el 64.4% del total y el resto (35.6%) se asignó a los países en desarrollo (cuadro 4). De la misma manera dentro de este grupo, los países de mayor tamaño y con el PIB más elevado fueron los que recibieron la asignación más grande de DEG. Así, por ejemplo, en el caso de América Latina y el Caribe, las grandes economías de la región (Argentina, Brasil y México) recibieron el 61% de la nueva asignación de DEG.

En conjunto la evidencia sugiere una relevancia circunstancial del uso de los DEG por parte de los países miembros. El principal atractivo de los DEG como instrumento de financiamiento es permitir el acceso a monedas de reserva internacional (monedas de libre uso) a tasas concesionales. En consistencia con esta función la figura 3 presenta la ratio de utilización efectiva medida como la diferencia entre los DEG asignados (*'SDR Allocation'*) por el Fondo y los DEG en el haber (*'SDR Holdings'*) dividido por los asignados.

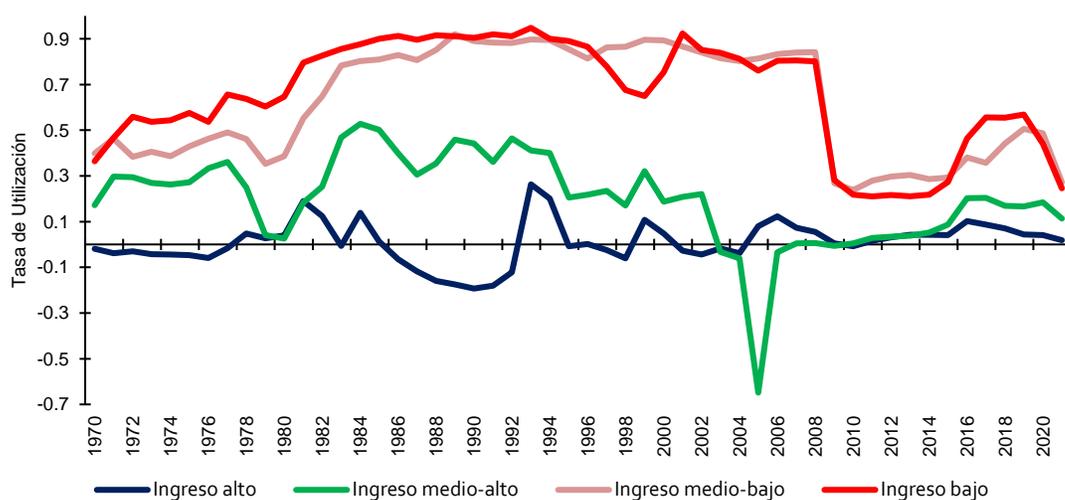
Cuadro 4
Agrupaciones de países: asignación de DEG y su equivalente en dólares, participación en el total y porcentaje de las reservas internacionales, agosto de 2021

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

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, 2021a) y Banco Mundial (2021b).

Como es de esperar relativo al nivel de acceso de los países al mercado financiero y las tasas prevalentes para estos, hay evidencia de tasas de utilización más elevadas en países de más bajos ingresos y con mayores dificultades para conseguir financiamiento externo. A pesar de ser el grupo de mayor uso para los DEG, los países de ingreso medio-bajo y bajo concentran un 8% y 1,5% de las asignaciones del activo para el 2021 respectivamente mientras que los de ingreso alto —los de menor tasa de utilización— concentran un 68.9% aproximadamente (FMI, 2022).

Gráfico 3
Tasa de utilización de los DEG por nivel de ingreso (1970-2021)

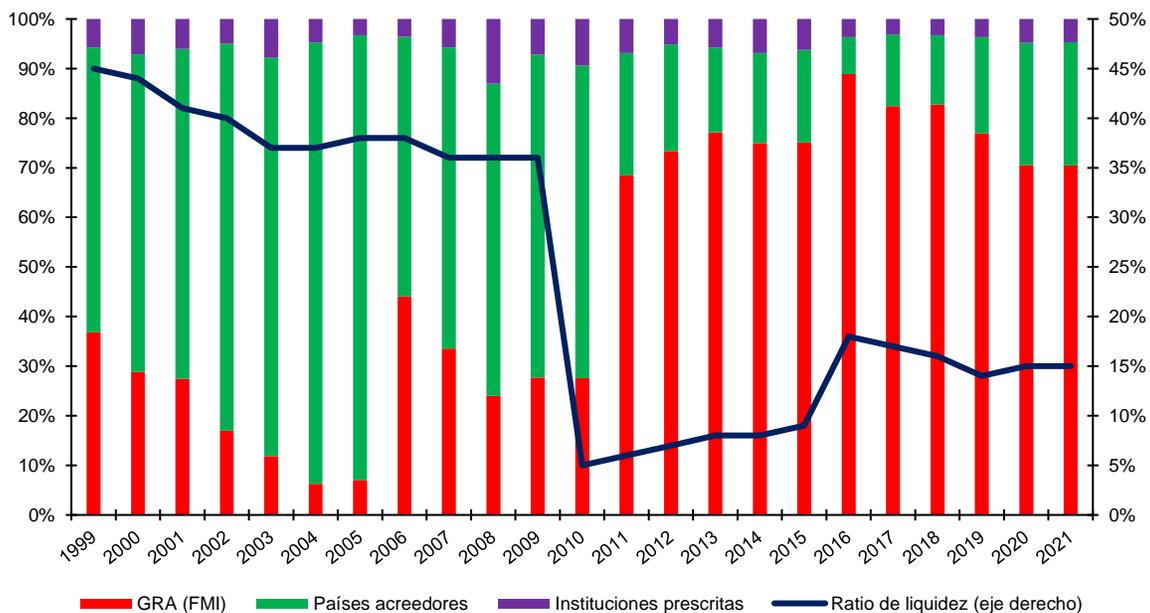


Fuente: Elaboración de los autores a partir de datos del FMI y Banco Mundial.

B. La falta de participación de los países miembros en las transacciones de DEG y la escasa importancia de los tenedores autorizados

El gráfico 4 da cuenta de la evolución en la composición de los acreedores netos en DEG desde 1990. Dos situaciones claves resumen la situación presentada: el escaso peso de las instituciones prescritas —bancos del desarrollo y otras instituciones supranacionales de financiamiento— a lo largo de toda la serie, nunca siendo superior a 14%; y la reversión en la relevancia de países acreedores y de la cuenta general (GRA) del Fondo. La evidencia constata que a pesar de que la existencia de acuerdos bilaterales de DEG, en la actualidad la mayor proporción de transacciones que garantizan la liquidez de los DEG son realizados por el FMI y no por los países miembros.

Gráfico 4
Composición de acreedores netos en tenencias de DEG y ratio de liquidez (1999-2021)



Fuente: Elaboración de los autores a partir de datos del FMI usando la metodología de Pérez Alvarez (2022). Datos a cierre del año fiscal (30 de abril) 2022.

C. El uso limitado fuera de la esfera oficial

El uso de los DEG como unidad de cuenta responde al uso del instrumento en dos ámbitos separados. Por un lado, existe el uso del DEG oficial por parte del Fondo Monetario Internacional, los países miembros y las instituciones prescritas. Este es el uso para el cual el activo fue diseñado y que está regido por los reglamentos dispuestos por el FMI. Por otro lado, los DEG también han sido empleados como unidad de cuenta entre personas naturales e instituciones financieras y no financieras en distintas instancias. En este caso, la literatura utiliza el término DEG privado, señalando el uso por parte de agentes no prescritos por el Fondo y que por ende no hace uso de los derechos emitidos por esta entidad. Son casos en los cuales se toman las valoraciones, pesos y tasas definidas por el organismo para sintetizar una valoración del activo empleada fundamentalmente en ámbitos financieros, comerciales y de transporte.

En el ámbito público, además del FMI un amplio número de organismos internacionales utiliza a los DEG como la unidad de cuenta. Bancos e instituciones financieras y de desarrollo como el Banco de Pagos Internacionales (BPI), Banco Asiático de Desarrollo (BAD), Fondo Monetario Arabe (FMA), Banco Africano de Desarrollo (BAFD) y el Banco Islámico de Desarrollo (BIsD) utilizan DEG como unidad de cuenta como valor base para sus propias unidades de cuenta (FMI, 2001).

En el espacio privado, los DEG han sido utilizados pero de manera muy circunscrita como unidad de cuenta, tanto para la denominación de pagos en el contexto de comercio y transporte internacional como para la denominación de bonos y otros activos financieros de bajo riesgo.

Los pagos por tránsito en el Canal de Suez están denominados en el activo al igual que el sobrecargo por peso del equipaje en algunas aerolíneas internacionales (Hoguet & Tadesse, 2011). Bajo los lineamientos acordados en la Convención de Montreal (2009) los DEG también son utilizados para denominar los pagos y responsabilidades económicas de las aerolíneas con los pasajeros ante la eventualidad de accidentes (ICAO, 1999)¹⁰.

El mercado financiero privado también ha visto un uso (aunque modesto) de los DEG como unidad de cuenta. En particular, tras la simplificación de la canasta en 1981, varias instituciones financieras han emitido deuda (bonos y valores de deuda) con valor par denominado en DEG. Meadow Sobol (1981) realizó una evaluación del uso de activos denominados en DEG como potenciales instrumentos de protección contra el riesgo cambiario, encontrando en general resultados favorables como alternativa a bonos denominados en una sola moneda u otros denominados en canastas de monedas particulares y de mayores costos de transacción.

El Fondo Monetario Internacional y buena parte de los bancos centrales de los países miembros enfatizan en sus páginas oficiales la necesidad de considerar a los Derechos Especiales de Giro como un activo internacional de reserva y no como dinero propiamente tal. Como se explicó anteriormente, en su concepción más básica los DEG pueden ser cambiados libremente por monedas de otros países miembros recibiendo o sirviendo un pago concesional si el país posee más o menos de su asignación inicial. Si bien esta es la función para la cual el instrumento fue diseñado, los DEG tienen la capacidad de tomar atribuciones que le asemejan a una moneda tanto en términos oficiales, como en el mundo privado. Se trata de una discusión que ha acompañado al activo desde su concepción, en la cual la contención sobre el punto del espectro entre dinero y crédito en el cual debería colocársele derivó en el nombre 'ambiguo' con el cual se le bautizó (Williamson, 2009).

Si bien exiguo, hay al menos un ejemplo notable en el cuál las barreas entre los DEG oficiales y privados se han atenuado. En 1981, la Autoridad Monetaria de Arabia Saudita (AMAS) concedió financiamiento por 8 millones de DEG al FMI en el marco de una ampliación de la política de concesión de fondos de la entidad hacia países no exportadores de petróleo en vías del desarrollo y con desbalances comerciales. (FMI, 1981). Como parte del acuerdo, el FMI le concedía a AMAS la posibilidad de transferir sus posiciones sobre el Fondo libremente con países o con instituciones prescrites. El Estado Saudí tenía además la potestad de obtener notas al portador denominadas en DEG sobre parte o el total de la deuda, que luego podían ser transadas en el mercado privado haciendo que por primera vez en la historia el FMI tuviera responsabilidades financieras con portadores privados (FMI, 1981; Griffith-Jones, 1982). Las condiciones de estos valores serían similares a la de bonos denominados en DEG transados en mercados europeos. De haberse ejecutado esta opción en su totalidad, el FMI hubiese estado involucrado por esta actividad en poco menos del 6% del mercado de préstamos internacionales estimado para 1981 (Gulati, 1981).

¹⁰ Véase FMI (1981), págs. 97 a 98, para ejemplos de otras transacciones que utilizan el DEG como unidad de cuenta.

D. El DEG y la caracterización de un activo de reserva internacional¹¹

Al considerarse un activo de reserva internacional, el DEG debe de ser altamente líquido y tener un riesgo muy bajo o conllevar ningún riesgo para el prestamista. Tal como lo afirma el Banco Central Europeo (2021).

"Los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE (Unión Europea) solo podrán prestar sus DEG al FMI si ello es compatible con la prohibición de financiación monetaria incluida en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Mantener el estado de activos de reserva de los créditos resultantes es primordial. Esto requiere que los reclamos permanezcan altamente líquidos y de alta calidad crediticia. La financiación directa de los bancos multilaterales de desarrollo por parte de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE a través de la canalización de DEG no es compatible con la prohibición de financiación monetaria".

La propiedad de liquidez de un activo significa que "... se puede comprar, vender por moneda extranjera con un costo y tiempo mínimos, y sin afectar indebidamente el valor del activo, es decir, debe haber un mercado líquido y profundo para estos activos y sin restricciones importantes que impidan tales transacciones".

Tal y como se interpretan tradicionalmente estas propiedades conllevan importantes limitantes para la ampliación de la esfera de acción del DEG. De hecho, constituye un obstáculo importante para que puedan ser utilizados para apalancar capital y apoyar así por ejemplo a expandir la capacidad de préstamo de los bancos de desarrollo incluso si estos son tenedores autorizados de los DEG.

Según Lazard (2022), dado el ratio de apalancamiento de los bancos multilaterales, 100 DEG podrían producir DEG 300 o 400 en inversiones. Si este razonamiento se aplica a los bancos regionales de desarrollo en América Latina y el Caribe, 100 DEG podrían producir alrededor de 200 DEG en inversiones.

Las propiedades de activo de reserva que deben mantener los DEG ha sido el principal obstáculo a la recirculación de estos instrumentos de los países desarrollados a los países en desarrollo. Varios países han prometido la recirculación de parte de sus tenencias de DEG a los países en desarrollo (cuadro 8). No obstante, hasta la fecha no se recirculado ni un solo DEG.

Cuadro 5
Recirculación de DEG prometida en miles de millones de dólares y en porcentajes de la asignación del 2021

Países	Miles de millones de dólares	Participación en el total de la asignación de 2021 (en porcentajes)
China	10	24,5
Australia	2	22,7
Países Bajos	2,4	20,3
Francia	5,4	20
España	2,6	20
Japón	8,3	20
Italia	4	19,8
Reino Unido	5,4	19,5
Alemania	6,2	17,5
Corea del Sur	0,6	5,5

Fuente: Monteiro y Martin (2022).

¹¹ Esta sección está basada en Pérez Caldentey y Villarreal (2022).

En la práctica, en los acuerdos de financiación existentes, como el Fondo Fiduciario para el Crecimiento de la Pobreza y la Reducción, la propiedad de liquidez de los DEG está garantizada mediante un régimen de cobro. Esto permite a los prestamistas de DEG, principalmente a los países desarrollados, solicitar el reembolso anticipado de sus créditos pendientes en caso de dificultades de balanza de pagos/reservas (FMI, 2016). Sin embargo, es menos probable que estos países desarrollados experimenten dificultades de balanza de pagos en relación con los países en desarrollo. En particular, la Unión Europea, el Japón y los Estados Unidos emiten monedas de reserva y, como resultado, no tendrían que recurrir a la aplicación de un régimen de cobro para resolver las dificultades de balanza de pagos o reservas.

La propuesta del FMI para la creación de un fondo de Resiliencia y Sustentabilidad (FMI, 2022g) también contempla un régimen de cobro para los DEG que se contribuyan a dicho fondo. Este fondo contempla tres cuentas: préstamos, depósitos y reservas. Cada una de estas cuentas tiene un porcentaje retenido (20%, 20% y 2% respectivamente) para garantizar el estatus de activo de reserva del DEG.

V. A pesar de su reducida esfera de aplicación, los DEG han demostrado ser versátiles y flexibles en sus usos

Los DEG han demostrado ser un instrumento flexible y versátil. Según el FMI (2021a) los DEG no tienen un uso prescrito y su uso es una decisión soberana de cada país. De esta manera, los países tienen plena discreción respecto del uso de su asignación conforme a su legislación y marco legal. La única recomendación que plantea el FMI es que el uso de los DEG tenga como objetivo la estabilidad macroeconómica y financiera.

La versatilidad y flexibilidad en el uso de los DEG se puede ejemplificar con el caso de América Latina y el Caribe. La asignación de DEG en América Latina y el Caribe ha tenido cinco usos. El primer uso, que es el más tradicional y más prevalente, se ha centrado en la acumulación de reservas internacionales. El segundo uso se ha enfocado al pago de la deuda pública. El tercero se ha orientado hacia la restructuración de la deuda pública. El cuarto uso se ha dirigido a dotar de mayor liquidez a las instituciones financieras regionales. Finalmente, el quinto uso se ha abocado al fortalecimiento del gasto público y del presupuesto.

Estos cinco usos no son excluyentes entre sí tal como lo demuestra el caso de algunos países que han optado por utilizar su asignación de DEG, o parte de ella, con distintos objetivos.

A. Pago de la deuda pública

El caso de Argentina provee una perspectiva compleja de los posibles usos de los DEG. Al computar los DEG como un ingreso presupuestario extraordinario, el gobierno aumentó su línea de crédito con el Banco Central. Luego el gobierno central vendió los DEG al Banco Central a cambio de pesos, con los cuales inmediatamente canceló deuda que el primero tenía con el segundo (en carácter de “adelantos transitorios”). Posteriormente, el gobierno emitió bonos en dólares (“denominados en DEG”) y los intercambió con el Banco Central para obtener el valor de los DEG previamente vendidos (Arauz, Cashman y Merling, 2022; FMI 2022a). Cuando el gobierno central recibió esos dólares los destinó al pago de deuda extranjera con el Fondo Monetario Internacional, en el contexto de la renegociación con

el organismo para reestructurar su deuda (FMI 2022a). En conclusión, el gobierno argentino logró utilizar los DEG para cancelar deuda con el Banco Central y con el FMI a la vez.

Otros países latinoamericanos optaron por un uso diferente de los DEG (en particular, para fortalecer su posición de liquidez internacional). Luego de la emisión de los nuevos DEG, Bahamas decidió mantenerlos como activos en sus reservas, dado la limitación legal respecto al préstamo del Banco Central hacia al gobierno (FMI, 2022e). Como consecuencia del impacto de la pandemia en el turismo internacional, Bahamas vio deteriorarse su cuenta corriente. Ante la turbulencia externa, el influjo de recursos provenientes de los DEG se destinó a fortalecer las reservas internacionales, en parte para asegurar que el régimen cambiario fijo se mantuviera estable (FMI, 2022e). Asimismo, de acuerdo con Arauz, Cashman y Merling (2022), Bahamas destinó una parte pequeña de los DEG (menos del 1%) a cancelar deuda con el FMI.

Siguiendo esta línea, Barbados también utilizó los DEG recibidos para fortalecer sus reservas internacionales (FMI, 2021c). Cabe resaltar que Barbados contaba antes de la asignación de DEG con un Programa de Facilidades Extendidas con el FMI. A partir de la asignación de nuevos DEG, además de fortalecer sus reservas internacionales, las autoridades han destinado casi 5% de los nuevos recursos en cancelar deuda con el FMI. Asimismo, las autoridades actualmente evalúan la posibilidad de canalizar parte de los nuevos recursos al gobierno central (FMI, 2021c).

B. Reestructuración de la deuda pública

El caso de Colombia refleja un camino alternativo. Dado que los DEG aumentaron sus reservas internacionales, y ante la necesidad de aumentar las fuentes de financiamiento para el presupuesto público, en agosto de 2021 Hacienda compró al Banco Central el equivalente de la asignación de los DEG. Como pago, Hacienda entregó al Banco Central Títulos de Tesorería (TES) de su portafolio (valuados a precio de mercado). De esta manera, por un lado, Hacienda cuenta ahora con mayor liquidez para atender las necesidades fiscales que el gobierno considere necesarias (reflejadas en el Presupuesto Nacional 2022). Por otro lado, el Banco Central dispone de los títulos TES como un activo nuevo, que pueden ser comercializados o cuyo pago será realizado en el futuro por Hacienda. Así, no se alteraron los activos totales del Banco Central (en particular, las reservas internacionales), la base monetaria ni el nivel de endeudamiento del país. Además, la deuda de Hacienda está en manos del Banco Central y no de otro agente económico (FMI, 2022c).

En otras palabras, el gobierno colombiano aumentó su liquidez en dólares como consecuencia de recibir DEG. Es interesante notar que dicha operación se realizó sin la necesidad de cambios legales o institucionales en la sistema financiero-contable de Colombia. Este procedimiento es similar al caso mexicano, en donde el Banco Central vendió dólares al gobierno a cambio de moneda local. Esto permitió al gobierno mexicano recomprar deuda emitida por su compañía de combustible local.

C. Enfrentar los desastres naturales

Haití utilizó la mitad de sus DEG para gasto de emergencia, en aras de afrontar la pandemia y la recuperación del terremoto y huracán sufrido en 2021. Para este fin, el Banco de la República de Haití y el Ministerio de Economía y Finanzas establecieron un Memorandum de Entendimiento que regula la utilización fiscal y las responsabilidades de cada organismo en cuanto a los DEG recientemente recibidos (FMI, 2022d).

No obstante, contrario a los casos previamente presentados, el mecanismo para que el gobierno central se hiciera de los recursos comenzó con la acreditación de los DEG en el Banco de la República. Posteriormente, la mitad de ellos fueron vendidos por moneda dura. Luego de realizada esta operación, esos mismos recursos motivaron un préstamo (en moneda local) por igual cuantía del Banco hacia el Ministerio de Economía y Finanzas, el cual financia el gasto público adicional relacionado con la

pandemia y los desastres naturales sufridos recientemente (Arauz, Cashman y Merling, 2022). Así, los DEG asignados lograron fortalecer las reservas internacionales además de ser la base de financiamiento para el gasto fiscal de emergencia.

D. Fortalecimiento de las instituciones financieras regionales

Chile utilizó los DEG recibidos fundamentalmente para fortalecer sus reservas internacionales. Pero un cuarto de los recursos obtenidos fue destinado al Fondo de Reservas Latinoamericano (FLAR, por sus siglas en inglés) (FMI, 2022b). Este pago fue computado como una contribución de capital del Banco Central de Chile al FLAR, como parte de su ingreso a dicha institución. Ambos destinos de los recursos de los DEG fortalecen la posición de liquidez internacional de Chile de cara al término de su Línea de Crédito Flexible con el FMI en mayo 2022.

E. El uso fiscal de los DEG

La evidencia empírica muestra, un aumento significativo del uso de los DEG entre el 2009 y 2021, particularmente en su canalización fiscal —probablemente relacionado con la pandemia del COVID-19— (ver cuadro 6).

Cuadro 6
Utilización de DEG en 2009 y 2021, por número de países, montos y uso

Indicador	Distribución de DEG 2009	Distribución de DEG 2021
Monto distribuido (<i>en billones de dólares</i>)	325 ^a	650
Monto usable aproximado (<i>en billones de dólares</i>)	105 ^a	209
Número de países que utilizaron DEG	38	98
Porcentaje utilizado para deuda con el FMI	1,30	3,64
Porcentaje utilizado para obtener moneda dura	6,07	8,13
Porcentaje utilizado para fines fiscales	4,75	38,76

Fuente: Arauz, Cashman y Merling (2022) y IMF (2021a).

^a Dólares nominales ajustados por inflación.

Cabe resaltar que los países de ingresos bajos y medios utilizaron mucho más ampliamente los recursos derivados de la distribución de DEG, particularmente con motivos fiscales. En particular, Latinoamérica y el Caribe, Oceanía, Asia y África fueron las regiones que más uso dieron a los recursos derivados de los DEG (cuadro 7).

Cuadro 7
Uso de DEG emitidos en 2021 por región: cantidad de países, monto y uso
(En millones de dólares y porcentajes)

Grupo de países	Países que usaron DEG	Importe total de la asignación de 2021 para usuarios	DEG asignados intercambiados	Como porcentaje de asignación	Utilizados para alivio de deuda con FMI	Como porcentaje de asignación	Uso fiscal	Como porcentaje de la asignación
África	47 de 54	27 092	6 549	24	855	3	20,33	75
Asia	16 de 40	44 147	4 542	10	459	1	35 973	81
Europa	9 de 16	8,13	3 429	42	992	12	3 726	46
América del Norte	14 de 20	15 913	986	6	33	0	7 978	50
Oceanía	6 de 12	454	1	0	2	0	361	80
América del Sur	6 de 12	8 793	1 478	17	5 222	59	12,65	144
Latinoamérica y el Caribe	20 de 32	24,71	2 464	10	5 256	21	20,63	83

Fuente: Arauz, Cashman y Merling (2022) y IMF (2021a). Así mismo, cabe destacar que América del Sur fue la región que dedicó un porcentaje mayor de sus DEG no solo para la cancelación de la deuda con el FMI, sino también (y particularmente) para usos fiscales (tabla 2).

Si se observa la región de Latinoamérica y el Caribe y en la categoría del uso fiscal de los DEG, analizar algunos ejemplos precisos puede ser útil para entender más profundamente las posibilidades analizadas previamente en teoría. Algunos de estos casos complementan los datos de la región (cuadro 8).

Cuadro 8
Uso fiscal de DEG en Latinoamérica y el Caribe
(Valores en millones de dólares 2021 y porcentajes)

País miembro	Asignación aproximada de DEG en 2021 (en millones de dólares)	Uso fiscal	Uso fiscal (en porcentaje asignado)
Antigua and Barbuda	27	27	100,0
Argentina	4 351	8 554	196,6
Colombia	2 791	2 743	98,3
Ecuador	952	840	88,2
Guyana	248	242	97,6
Haití	224	110	49,1
Honduras	341	336	98,5
México	12 167	7	57,5
Panamá	514	506	98,4
Paraguay	275	270	98,2

Fuente: Arauz, Cashman y Merling (2022) y IMF (2021a).

Paraguay fue el primer país en proponer una ley para que el gobierno dispusiera libremente de los recursos derivados de los DEG, dejando al Banco Central como responsable solo de su liquidación (FMI, 2022f). Dicha operación fue realizada mediante la aprobación de la Ley de la Consolidación

Económica, sancionada el 25 de agosto, la cual permitía que los DEG fueran directamente asignados como un activo financiero a la Cuenta del Tesoro Público (a modo de excepción en lo dispuesto por la carta orgánica del Banco Central del Paraguay [Ley 6809/2021]). De esta manera, el rol del Banco Central estuvo relacionado con llevar a cabo las operaciones y transacciones referidas a la liquidez del Tesoro Público de Paraguay, mientras que el Ministerio de Finanzas fue el responsable de decidir el uso (y posterior repago) de los DEG. Asimismo, dada la necesidad de utilizar los fondos prontamente, se facultó a partir de esta ley al Banco Central a adelantar al Estado paraguayo el monto de los DEG aún antes de su efectiva posesión (Arauz, Cashman y Merling, 2022). Así, los fondos recibidos fueron utilizados para financiar gasto público relacionados con el plan de emergencia para enfrentar la pandemia de la COVID-19.

El caso de Ecuador fue similar. Luego de la emisión de los DEG, las autoridades ecuatorianas decidieron reflejarlos directamente en el balance del gobierno central (FMI, 2021d). Por su parte, el Banco Central funcionó como un intermediario para recibir los DEG y registrarlos en su balance en la cuenta del Tesoro. Más específicamente, el Ministerio de Economía y Finanzas computó un incremento de sus depósitos en el Banco Central y a la vez un aumento de su deuda externa (FMI, 2021d). Simultáneamente, el Banco Central registró un aumento en sus activos externos financieros (en particular, aumento en las reservas internacionales) y un aumento en su deuda con el gobierno central (en la forma de depósitos a nombre del Tesoro).

Dada su imposibilidad de financiarse a través de la emisión monetaria, los DEG representaron para Ecuador la oportunidad de aumentar el espacio fiscal. A través de la Proforma del Presupuesto 2021 y la venta de la totalidad de los DEG recientemente asignados (aumentando su liquidez), Ecuador logró conducir parte de estos ingresos extraordinarios al presupuesto público, en particular a gastos relacionados con la pandemia e inversión en obra pública. Asimismo, parte de los recursos derivados de los DEG se centraron en el fortalecimiento de las reservas internacionales, de cara a las negociaciones de Ecuador con el Fondo Monetario Internacional por nuevos desembolsos (enmarcados en el acuerdo de Facilidades Extendidas firmado en 2020). Adicionalmente, si bien no fue sancionado específicamente para el caso de los DEG, el Decreto 170 sancionado el 20 de agosto de 2021 permitiría excepcionalmente el financiamiento de gastos corrientes en Salud, Educación y Justicia con ingresos no corrientes (por ejemplo, los DEG recibidos) (Decreto 170/2021).

El impacto de esta operación en la economía ecuatoriana dependerá del uso fiscal de los nuevos recursos. En el caso de que dichos recursos sean utilizados para transacciones domésticas, en el contexto de un régimen dolarizado, no debería haber un impacto en el nivel de reservas internacionales. Por el contrario, si los nuevos recursos son utilizados para operaciones con el extranjero (por ejemplo, pago de importaciones o de deuda externa) entonces el nivel de reservas internacionales podría verse disminuido.

VI. Conclusión: lineamientos para el futuro

El DEG no ha podido cumplir con las dos funciones para las cuales fue creado, ser el principal activo de reserva internacional y manejar el ciclo económico global.

No obstante, a lo largo de su historia el DEG ha demostrado ser un instrumento polifacético. El DEG es a la vez un medio de pago entre los bancos centrales de los países miembros del departamento de DEG y entre estos últimos y el FMI, y una unidad de cuenta para las transacciones oficiales. También funge como unidad de cuenta para algunas transacciones privadas, aunque este uso ha sido limitado.

Con el fin de enfrentar el impacto económico y social del COVID-19, los países miembros del FMI y receptores de la última asignación de DEG (en términos nominales la mayor de su historia) han utilizado este instrumento para una variedad de fines. Más allá de su utilización para fortalecer la posición externa, lo que benefició a países altamente endeudados así como a algunas de las economías más vulnerables, los DEG fueron utilizados para pagar y reestructurar deuda, ampliar el espacio fiscal y aumentar el gasto fiscal.

Los usos potenciales del DEG tienen una historia de larga data. La relación entre el DEG y el financiamiento para el desarrollo ha sido una preocupación constante desde la creación del DEG (Park, 1973). Se han desarrollado propuestas para financiar bienes públicos globales y otras actividades de asistencia para el desarrollo (Soros, 2001). Estas propuestas fueron discutidas durante la Conferencia para el Financiamiento para el Desarrollo en Monterrey (Marzo 2002).

De la misma manera luego de la Crisis Global Financiera (2008-2009) surgieron una serie de esquemas para usar el DEG con el fin de financiar inversión verde y para hacer frente al cambio climático (Bredenkamp y Pattillo, 2010; Ferron y Morel, 2014, Birdsall y Leo 2011). Como consecuencia de la pandemia surgieron otras propuestas para el uso de los DEG incluyendo el programa de Facilidad de Liquidez y Sustentabilidad, así como un Fondo para los Ingresos Medios para Financiar los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ECA-ECLAC, 2022; Naciones Unidas, 2021). También los países en desarrollo y los organismos internacionales han abocado insistentemente por una reasignación de los DEG desde los países desarrollados hacia los países en desarrollo.

Estas propuestas no carecen de una lógica o un sólido fundamentos económicos. No obstante, no han ganado tracción. Enfrentan importantes limitantes derivadas de las restricciones institucionales y legales que circunscriben la esfera de acción y alcance de los DEG. Tres aspectos que deben ser abordados para poder expandir el rol del DEG son: i) ampliar el limitado número de tenedores autorizados de los DEG y el escaso uso de los DEG por parte de estos; ii) expandir el uso de los DEG al sector privado teniendo en cuenta que la mayor parte del financiamiento al nivel global se origina en el sector privado y no en el sector oficial; y iii) flexibilizar y definir de manera más precisa el concepto de activo de reserva internacional.

Bibliografía

- Andrews, D (2021), *Reallocating SDRs to Multilateral Development Banks or other Prescribed Holders of SDRs*. CGD Notes. October 12th. Center for Global Development <https://www.cgdev.org/publication/reallocating-sdrs-multilateral-development-banks-or-other-prescribed-holders-sdrs>.
- Arauz, A., Cahman, K., & Merling, L. (2022), *Special Drawing Rights: The Right Tool to Use to Respond to the Pandemic and Other Challenges*. April 20. CEPR. <https://cepr.net/report/special-drawing-rights-the-right-tool-to-use/>.
- Altman, O. I. (1961), *Professor Triffin on International Liquidity and the Role of the Fund*. Staff Papers (International Monetary Fund). Vol. 8, No. 2. May. Pp. 151-191.
- Banco Mundial (2021b), "Total reserves (includes gold, current US\$)" <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.
- Birdsall N y Leo, N "Find me the money: financing climate and other global public goods", Center For Global Development. Working Paper, N° 248, abril de 2011.
- Bredenkamp. H. y Pattillo, C. "Financing the response to climate change", IMF Staff Position Note, N° SPN10/06, 2010.
- Clark, P.B. & Polak, J. (2002), *International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System*. IFM Working Paper. WP/02/217.
- Clavin, P. & Wessels, J.W. (2004), *Another Golden Idol? The League of Nations' Gold Delegation and the Great Depression, 1929-1932*. The International History review, December. Vol. 26. No. 4. Pp. 765-795.
- Coats, W.L.; Furstenberg, R.W.; & Isard, P. (1990), "The SDR System and the Issue of Resource Transfers", Princeton Studies in International Economics 180, International Economics Section, Department of Economics Princeton University.
- Decreto 170 (2021), Decreto 170-2021, Presidencia de la República del Ecuador .20 de agosto de 2021.
- ECA-ECLAC (2022) *Special Drawing Rights (SDRs) and the COVID-19 crisis*. April <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/47856>.
- European Central Bank (ECB) (2021), *Statement by Christine Lagarde, President of the ECB, at the forty-fourth meeting of the International Monetary and Financial Committee IMF Annual Meetings, 14 October*<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211014~oebad6ce2.en.html>.
- Ferron, C y Morel, R. "Appendix I-special drawing rights", Climate Report, N° 46, julio de 2014.
- Fondo Monetario Internacional (1981), *International Monetary Fund Annual Report 1981*, páginas 86, 172-173.
- _____(2001), "III. SDR Department". In *Financial Organization and Operations of the IMF*. USA: International Monetary Fund. == <https://www.elibrary.imf.org/ew/book/9781589060678/cho3.xml>.
- _____(2013), *Manual de Posición Internacional y Balanza de Pagos*. Sexta Edición. Washington D.C.: FMI.

- _____ (2015), Clarifying the Concept of Reserve Assets and Reserve Currency. Twenty-Eighth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics. Rio de Janeiro, Brazil. October 27–29, 2015.
- _____ (2016), Update on the financing of the fund's concessional assistance and debt relief to low-income countries. April.
- _____ (2020), Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional. Washington D.C.: FMI.
- _____ (2021a), "Guidance note for fund staff on the treatment and use of SDR allocations", Policy Paper, N° 2021/059, agosto.
- _____ (2021b), "Questions and Answers on Special Drawing Rights (SDRs)" [en línea] <https://www.imf.org/en/About/FAQ/special-drawing-right>.
- _____ (2021c), Barbados: Article IV Consultation, Sixth Review Under The Extended Arrangement Under The Extended Fund Facility, And Request For Modification Of Performance Criteria—Press Release; And Staff Report for Barbados. Reporte del Staff No. 21/268. Diciembre.
- _____ (2021d), Ecuador: Article IV Consultation, Second And Third Reviews Under The Extended Arrangement Under The Extended Fund Facility, Request For A Waiver Of Nonobservance Of Performance Criterion, And Financing Assurances Review— Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Ecuador. Reporte del Staff No. 21/228. Octubre.
- _____ (2022a), Argentina: First Review Under The Extended Arrangement Under The Extended Fund Facility, Request For Modification Of Performance Criteria, And Financing Assurances Review—Press Release; Staff Report; Staff Statement; And Statement By The Executive Director For Argentina. Reporte del Staff No. 22/192. Junio.
- _____ (2022b), Chile: Proposal For An Arrangement Under The Short-Term Liquidity Line—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Chile. Reporte del Staff No. 22/148. Mayo.
- _____ (2022c), Colombia: Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Colombia. Reporte del Staff No. 22/97. Abril.
- _____ (2022d), Haiti: Staff-Monitored Program—Press Release; And Staff Report. Reporte del Staff No. 22/207. Julio.
- _____ (2022e), Las Bahamas: Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For The Bahamas. Reporte del Staff No. 22/131. Mayo.
- _____ (2022f), Paraguay. Article IV Consultation—Press Release; And Staff Report. IMF Country Report No. 22/177.
- _____ (2022g), Proposal to Establish a Resilience and Sustainability Trust. Washington D.C.: IMF.
- _____ (2022h), "IMF Finances", Washington, D.C., 2021 <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/query.aspx>
- _____ (2022i), Quota. Fact Sheet.
- _____ (2022j), Special Drawing Rights Fact Sheet.
- Gold, J. (1980), SDRs, Currencies, & Gold 4 Fourth Survey of New Legal Developments, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Griffith-Jones, S. (1982), The Saudi Loan to the IMF: A New Route for Recycling. *Third World Quarterly*, 4(2), 304–311. <http://www.jstor.org/stable/3990460>.
- Gulati, I. S. (1981). IMF Bearer Bonds: Do They Portend Much? *Economic and Political Weekly*, 16(21), 950–952. <http://www.jstor.org/stable/4369861>.
- Hoguet, G. & Tadesse, S. (2011), "The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios," BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds, volume 58, pages 165-186, Bank for International Settlements.
- ICAO (1999), "Convention for The Unification of Certain Rules For International Carriage by Air". <https://www.icao.int/Meetings/AirCargoDevelopmentForum-Togo/Documents/9740.pdf>.
- Keynes, J.M. (1980a), The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XXV. Activities 1940-1944. Edited by Donald Moggridge. New York: Cambridge University Press.
- Lazard (2022), Policy Brief. Rechannelling SDRs in a Responsible and Efficient way.
- Ley 6809 (2021), Establece medidas transitorias de consolidación económica y de contención social, para mitigar el impacto de la pandemia del covid-19 o coronavirus. Miércoles 22 de septiembre de 2021.
- Meadow Sobol, D. (1981), "The SDR in Private International Finance," Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Vol. 6 (Winter 1981-1982).

- Monteiro, A. & Martin, E. (2022), *Fragile Nations Burn Through IMF Lifelines for Support*. 25 de Agosto. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-25/fragile-nations-burn-through-their-imf-lifelines-to-plug-gaps>.
- Naciones Unidas (2021), "Liquidity and debt solutions to invest in the SDGs: the time to act is now", Policy Brief, Nueva York, marzo.
- NASDAQ. (2022), "Currency Exchange Rates, Monthly Average, Sdr, Annual". NASDAQ Data Link. https://data.nasdaq.com/data/OECD/MEI_FIN_CCUS_SDR_A.
- Park, Y.S. (1973), *The Link Between Special Drawing Rights and Development Finance*. Essays in International Finance, No. 100. September.
- Pérez Álvarez, M.A. (2022), *Nueva asignación de Derechos Especiales de Giro*, Documentos Ocasionales/ Banco de España, 2201.
- Soros, G. (2001), *Draft Report on Globalization*. Public Affairs. New York.
- Triffin, R. (1978), *Gold and the dollar crisis: yesterday and tomorrow*. Essays in International Finance no. 132, December. International Finance Section. Department of Economics. Princeton University. Princeton, New Jersey.
- _____(1960), *Gold and the Dollar Crisis*. New Heaven, CT: Yale University Press.
- _____(1957), *Europe and the Money Muddle*. London: Oxford University Press.
- _____(1947), "National Central Banking and the International Economy," in L. Metzler, R. Triffin and G. Haberler, *International Monetary Policies, Post War Economic Studies Board of Governors of the Federal Reserve System*: Washington D.C. pp. 49-76.
- Williamson, J. (2009), "Understanding Special Drawing Rights (SDRs)," Policy Briefs PB09-11, Peterson Institute for International Economics.
- World Bank, *World Development Indicators (2022)*, Total Reserves (includes gold, current US\$). <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

Financiamiento para el Desarrollo**Números publicados**

Un listado completo, así como los archivos pdf están disponibles en
www.cepal.org/publicaciones

273. Un ensayo sobre los derechos especiales de giro (DEG) y su papel en la arquitectura financiera internacional, Esteban Pérez Caldentey, Nicolás Cerón Moscoso, Juan Martín Ianni (LC/TS.2022/187), 2022.
272. Development bank financing in the context of the COVID-19 crisis in Latin America and the Caribbean, Georgina Cipoletta Tomassian and Tarek Abdo (LC/TS.2021/165), 2022.
271. The asset management industry in the United States, Gerald Epstein (LC/TS.2019/81), 2019.
270. La inclusión financiera para cooperativas y asociaciones productivas: micro y pequeñas empresas en el Estado Plurinacional de Bolivia, Luis Arce Catacora (LC/TS.2018/118), 2018.
269. Banca de desarrollo e inclusión financiera de las pequeñas y medianas empresas: un estudio a partir de los casos de la Argentina, Colombia, Costa Rica y el Perú, Matías Kulfas (LC/TS.2018/109), 2018.
268. Banca de desarrollo e inclusión financiera de las pymes en Colombia y el Brasil, Antonio Morfín Maciel (LC/TS.2018/105), 2018.
267. Inclusión financiera para la inserción productiva de las empresas de menor tamaño en América Latina: innovaciones, factores determinantes y prácticas de las instituciones financieras de desarrollo, João Carlos Ferraz y Luma Ramos (LC/TS.2018/83), 2018.
266. El financiamiento para el desarrollo en América Latina y el Caribe: la movilización de recursos para el desarrollo medioambiental (LC/TS.2017/110), 2017.
265. Monitoring the evolution of Latin American economies using a flow-of-funds framework, Esteban Pérez Caldentey y Manuel Cruz Luzuriaga (LC/TS.2017/90), 2017.
264. Investment in renewable energy, fossil fuel prices and policy implications for Latin America and the Caribbean, Stephany Griffith-Jones, Stephen Spratt, Rodrigo Andrade, Edward Griffith-Jones (LC/TS.2017/27), 2017.

FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO

Números publicados:

- 273 Un ensayo sobre los derechos especiales de giro (DEG) y su papel en la arquitectura financiera internacional
Nicolás Cerón Moscoso, Juan Martín Ianni y Esteban Pérez Caldentey
- 272 Financiamiento de la banca de desarrollo en el marco de la crisis del COVID-19 en América Latina y el Caribe
Georgina Cipoletta Tomassian y Tarek Abdo
- 271 The asset management industry in the United States
Gerald Epstein
- 270 La inclusión financiera para cooperativas y asociaciones productivas
Micro y pequeñas empresas en el Estado Plurinacional de Bolivia
Luis Arce Catacora

