

UN PRIMER BALANCE DEL *RESILIENCE  
AND SUSTAINABILITY TRUST* DEL FMI  
COMO CANAL DE UTILIZACIÓN DE LOS  
DERECHOS ESPECIALES DE GIRO

2024

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2402

Xavier Serra y Sonsoles Gallego

**UN PRIMER BALANCE DEL *RESILIENCE AND SUSTAINABILITY TRUST* DEL FMI  
COMO CANAL DE UTILIZACIÓN DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO**

**UN PRIMER BALANCE DEL *RESILIENCE AND SUSTAINABILITY TRUST* DEL FMI COMO CANAL DE UTILIZACIÓN DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO (\*)**

Xavier Serra

BANCO DE ESPAÑA

Sonsoles Gallego

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de Julie McKay y Benjamin Vonessen, del Banco Central Europeo, y de Rodolfo Campos, Ignacio Hernando, Javier Vallés y Paloma Marín, del Banco de España.

Documentos Ocasionales. N.º 2402

Enero 2024

<https://doi.org/10.53479/35952>

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2024

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

En este documento se realiza un balance preliminar del *Resilience and Sustainability Trust* (RST) a partir de la experiencia adquirida desde su puesta en funcionamiento en octubre de 2022 hasta el final de septiembre de 2023. En él se analizan, entre otras cuestiones, las principales características del RST, sus recursos y la importancia que han tenido en su constitución tanto la asignación general de derechos especiales de giro (DEG) de 2021 como la consideración de activos de reserva de buena parte de las aportaciones al mismo. Se examinan también los principales rasgos de los programas aprobados hasta la fecha y se introducen algunas consideraciones sobre la posibilidad de que el FMI modifique su marco normativo como alternativa a la creación de fondos fiduciarios de esta naturaleza. La propia evolución del RST permitirá ir afinando más datos y extraer lecciones adicionales de cara a su próxima revisión integral, prevista a los tres años de su lanzamiento.

**Palabras clave:** cambio climático, derechos especiales de giro, FMI, financiación multilateral.

**Códigos JEL:** F30, F33, F34, Q50.

## **Abstract**

This document provides a preliminary assessment of the Resilience and Sustainability Trust (RST) based on the experience gained since its launch in October 2022 until the end of September 2023. Among other aspects, the paper analyses the main characteristics of the RST, its resources and the importance that both the 2021 general allocation of special drawing rights (SDR) and the reserve asset status of some contributions played in its establishment. It also examines the main features of the programmes approved so far and discusses some considerations on the possibility of the IMF modifying its regulatory framework as an alternative to the creation of trust funds of this kind. As the RST itself evolves, more data will be stylised and additional lessons will be drawn for the next comprehensive review, scheduled three years after its launch.

**Keywords:** climate change, special drawing rights, IMF, multilateral financing.

**JEL classification:** F30, F33, F34, Q50.

## Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 Organización patrimonial y contributiva del RST, potenciales beneficiarios y principales características de su línea de crédito 10

2.1 Estructura del RST 10

2.2 Potenciales beneficiarios del RST 13

2.3 Características principales de la línea de crédito RSF 15

3 Tamaño del RST, contribuciones iniciales y primeros programas financiados por la RSF 19

3.1 Tamaño teórico y efectivo del RST 19

3.2 Estado de las contribuciones financieras al RST 21

3.3 Primeros programas aprobados 24

4 Balance preliminar del RST 29

Recuadro 1 Liquidez y calidad crediticia de las aportaciones a las cuentas de préstamos y depósitos del RST 34

Recuadro 2 La concesionalidad del RST y la imposición de un tope al tipo de interés del grupo de deudores más vulnerables 36

Recuadro 3 La condicionalidad en los programas del RST 39

Recuadro 4 Programas en la rampa de lanzamiento 41

Anejo Objetivos medioambientales, calendario de desembolsos y agenda de medidas de los primeros programas financiados por la RSF 42

Costa Rica 42

Barbados 43

Ruanda 43

Bangladesh 44

Jamaica 45

Kosovo 45

Seychelles 47

Senegal 47

Níger 47

Kenia 48

Marruecos 48

Bibliografía 50

## 1 Introducción

El Fondo Monetario Internacional (FMI) cuenta desde octubre de 2022 con un nuevo mecanismo de préstamo denominado *Resilience and Sustainability Trust* (RST). Este fondo fiduciario canaliza contribuciones voluntarias de miembros del FMI para financiar reformas de larga duración relacionadas con el cambio climático y la preparación frente a pandemias. Los potenciales prestatarios serían más de 140 economías con renta per cápita baja y media que podrían emprender estas reformas en conjunción con programas tradicionales del FMI. Los préstamos que las financian presentan unos plazos dilatados y su coste se adapta al nivel de vulnerabilidad de los potenciales prestatarios.

El volumen de recursos financieros necesarios para atender la demanda esperada de préstamos a medio plazo supera los 30 miles de millones (mm) de derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a unos 45 mm de dólares al tipo de cambio actual. Los recursos comprometidos hasta el momento, la mayor parte de ellos en DEG, se encuentran cerca de la cifra objetivo de captación de fondos inicial, con una participación activa por parte de los tesoros nacionales y bancos centrales de los países compromisarios.

Desde la entrada en funcionamiento del RST se han aprobado once programas con objetivos medioambientales por un importe superior al 10 % del tamaño del fondo fiduciario. La mayoría de los programas se benefician del máximo nivel de acceso y representan, en conjunto, en torno al 35 % del volumen total de recursos destinados a los programas tradicionales del FMI con los que se asocian.

En el origen del RST se encuentra la asignación general de DEG llevada a cabo en agosto de 2021 como una de las medidas adoptadas por el FMI en respuesta a la crisis provocada por la pandemia de COVID-19. Las emisiones de DEG se distribuyen en proporción al tamaño y peso relativos de los países miembros, aproximados por sus respectivas cuotas en el FMI, lo que determina que solo una pequeña porción, cifrada en torno al 3 % de la última asignación general, se destine a los países de menor renta y con mayor probabilidad de utilizarlos<sup>1</sup>.

La limitación inherente a la forma de reparto de los DEG abrió paso a la iniciativa de canalizar, de manera voluntaria, una parte de las tenencias de DEG desde las economías emisoras de activos de reserva, o con una sólida posición de reservas, hacia los países en una situación de mayor vulnerabilidad en el contexto actual. Esta iniciativa dio pie a la consideración de tres opciones no excluyentes: financiar el fondo fiduciario *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT), que articula los préstamos concesionales del FMI; crear uno nuevo bajo la denominación de RST para los países de renta per cápita baja y media, dedicado a la financiación de reformas estructurales de larga duración cruciales para la estabilización macroeconómica y financiera del país, y, por último, promover la canalización de DEG hacia los bancos multilaterales de desarrollo y otros tenedores oficiales de este activo.

---

<sup>1</sup> Sobre la asignación general de DEG de 2021, véase Garrido, Serra y Solera (2021) y Pérez Álvarez (2022).

En abril de 2022, el Directorio Ejecutivo del FMI formalizó la segunda opción aprobando la creación del RST, que entró en vigor en mayo<sup>2</sup>. Seis meses más tarde, la directora gerente anunciaba la disponibilidad del fondo fiduciario para realizar los primeros préstamos, al haberse captado el volumen de recursos suficiente para poder atenderlos, aunque algo por debajo del objetivo previsto. La aportación de la Unión Europea (UE) alcanza el 40% del total del fondo, y la de España un 4,4%, con un importe de 1,4 mm de DEG, equivalente a unos 1,8 mm de euros. Desde entonces, el RST ha sido objeto de una revisión preliminar en mayo de 2023. Hay prevista otra, de carácter interino, en abril de 2024 y otra más, de carácter integral, en torno a octubre de 2025.

El RST supone un novedoso complemento a la financiación tradicional del FMI, dado que ofrece préstamos con los plazos más largos de la historia de la institución y financiación en condiciones muy ventajosas a los países con renta per cápita media, además de a los más desfavorecidos. Asimismo, con el tiempo, la utilización del RST podría redundar en un mayor reconocimiento del papel del FMI en la financiación del cambio climático y, tal vez, abrir otros campos de financiación compatibles con la asistencia financiera que proporciona la institución.

Dado el breve tiempo transcurrido y la limitada experiencia disponible desde la creación del RST, resulta aún prematuro extraer lecciones sobre el funcionamiento y la eficacia del fondo fiduciario. En este documento se realiza un primer análisis organizado en tres secciones. En la primera se analizan las principales características del RST, sus potenciales beneficiarios y los términos financieros de la línea de crédito del fondo fiduciario. En la segunda se examinan el tamaño del RST, el estado de los compromisos financieros recabados por el FMI para alcanzar el objetivo de dotación de recursos previsto y los elementos básicos de los programas aprobados por el fondo fiduciario desde su entrada en funcionamiento hasta septiembre de 2023. Por último, en la tercera se recogen, a modo de balance preliminar, las principales conclusiones.

---

2 Sobre la aprobación del RST y el papel inicial de España en su creación, véase Crespo, Mateo y Vidal (2022).

## 2 Organización patrimonial y contributiva del RST, potenciales beneficiarios y principales características de su línea de crédito

### 2.1 Estructura del RST

La financiación del RST supone un complemento novedoso respecto a la financiación tradicional del FMI, que representa en cualquier caso el grueso del crédito concedido por la institución. Se trata de un fondo fiduciario similar en estructura y funcionamiento al PRGT, que es el fondo que canaliza la financiación concesional a los países de bajos ingresos, si bien presenta también algunas diferencias.

El RST consta de tres grandes cuentas dedicadas a préstamos, reservas y depósitos (véase cuadro 1). La cuenta de préstamos canaliza los desembolsos y reembolsos de los créditos concedidos por el fondo fiduciario y, en su caso, el reintegro anticipado de las aportaciones solicitadas por los prestamistas que justifiquen un desequilibrio exterior. La cuenta de reservas cubre el riesgo inherente a las operaciones de préstamo y atiende los costes de funcionamiento del RST, mientras que la cuenta de depósitos suplementa el saldo de la cuenta de reservas.

Con arreglo a esta organización, las contribuciones al RST se desglosan en tres aportaciones diferentes, aunque relacionadas. La aportación principal, destinada a financiar la cuenta de préstamos, se va haciendo efectiva conforme el fondo fiduciario va efectuando desembolsos a los países prestatarios, o atiende el reintegro de aportaciones de otros prestamistas sometidos a presiones de balanza de pagos justificadas. Una segunda aportación, cifrada en al menos el 2 % del importe comprometido en la cuenta de préstamos, se destina a la cuenta de reservas, preferentemente con desembolso íntegro inmediato. La tercera aportación, equivalente como mínimo al 20 % del importe comprometido en la cuenta de préstamos, se desembolsa de la misma forma en la cuenta de depósitos y tiene por finalidad generar unos rendimientos netos de inversión que suplementen las reservas en caso de escenarios adversos severos.

Con objeto de fortalecer la cobertura financiera del RST, el FMI prevé la posibilidad de que se efectúen también aportaciones independientes en las cuentas de reservas y depósitos, sin necesidad de que se vinculen con las contribuciones comprometidas en la cuenta de préstamos. La opción contraria no se contempla, para evitar que una mayor dotación de recursos para préstamos no cuente con el respaldo financiero suficiente.

Las contribuciones a las cuentas de préstamos y depósitos tienen el carácter de activos de reserva y son objeto de remuneración. Ambos elementos, unidos al hecho de que el FMI sea el administrador del fondo fiduciario, posibilitan la participación en el RST de algunos bancos centrales<sup>3</sup>, que destinan, en su caso, parte de las tenencias de DEG recogidas en el activo de sus balances, sin que se incumpla la prohibición de financiación monetaria que prevé, por ejemplo, el marco legislativo europeo.

<sup>3</sup> En concreto, la participación de las entidades del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Cuadro 1

**PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS CUENTAS DEL RST**

	Préstamos	Reservas	Depósitos
Objetivo	Desembolsos y reembolsos de préstamos y reintegro anticipado de aportaciones a contribuidores con desequilibrios exteriores justificados	Cobertura por descuadres de vencimientos, atrasos, fallidos y costes de administración del RST	Generación adicional de reservas y, en caso de escenarios adversos severos, amortiguador de la cuenta de reservas
Importe	A determinar por cada contribuidor. Las cantidades reembolsadas no son objeto de posteriores desembolsos	Al menos el 2 % de la contribución a la cuenta de préstamos	Al menos el 20 % de la contribución a la cuenta de préstamos
Denominación	DEG		
Medios de pago	DEG o monedas de libre utilización		
Plazo de los desembolsos	Desde la firma del acuerdo de contribución hasta el 30 de noviembre de 2030		
Giros	Desembolsos y reembolsos acompasados con el calendario del préstamo concedido ( <i>pass-through basis</i> )		
Vencimiento	20 años desde la fecha del primer desembolso		
Reembolsos	20 cuotas semestrales iguales a partir de 10 años y un semestre del primer desembolso		
Remuneración	Tipo de interés del DEG con liquidación trimestral de intereses	Ninguna	Tipo de interés del DEG con liquidación trimestral de intereses
Estrategia de inversión		Generación de rendimientos 45 puntos básicos (pb) por encima del tipo de interés del DEG, en un horizontal inversor de 3-4 años, a través de instrumentos de renta fija con bajo riesgo de impago	
Riesgo de crédito	Cubierto mediante una combinación de medidas de salvaguarda, amortiguadores financieros y concertación multilateral		
<i>Encashment</i>	Justificado por una necesidad de balanza de pagos o debilitamiento de la posición de las reservas	Régimen no previsto. Activos sin la consideración de reservas internacionales	Solicitud de desinversión justificada por una necesidad de balanza de pagos o debilitamiento de la posición de las reservas
Transferibilidad	A otros participantes en el RST, miembros del FMI y tenedores oficiales de DEG		
Activo de reserva	Las contribuciones forman parte de las reservas internacionales		Las contribuciones forman parte de las reservas internacionales

FUENTE: FMI (2022b).

El régimen de *encashment* (realización o conversión en efectivo), en concreto, es el que garantiza la liquidez de las contribuciones destinadas a las cuentas de préstamos y depósitos y, junto con la consecución de una elevada calidad crediticia e inversora, el carácter de activo de reserva de dichas aportaciones (véase recuadro 1). Este régimen prevé, para los participantes voluntariamente adheridos, el reembolso anticipado de los

importes desembolsados en la cuenta de préstamos, o la desinversión de las cantidades aportadas en la cuenta de depósitos, en el caso de que el contribuidor justifique presiones en la balanza de pagos o un debilitamiento en la posición de reservas de su país.

Las peticiones de reembolso anticipado de la cuenta de préstamos que contempla el *encashment* se financian solicitando nuevas aportaciones a otros contribuidores en dicha cuenta. Para ello, este régimen de *encashment* inmoviliza el 20% de cada contribución individual, con objeto de atender este tipo de contingencias sin comprometer la suficiencia de los recursos para préstamos del RST.

Las contribuciones a la cuenta de reservas del RST, por el contrario, no tienen el carácter de activo de reserva ni son objeto de remuneración, por lo que lo habitual es que sean los tesoros nacionales quienes atiendan este compromiso, principalmente mediante la transferencia de recursos presupuestarios.

Por tanto, la aportación de un país miembro al RST se organiza de acuerdo con un paquete contributivo que engloba la participación en las tres cuentas mencionadas con arreglo a las proporciones mínimas establecidas, sin perjuicio de que las instituciones participantes —ya sean tesoros nacionales, bancos centrales, entidades de crédito oficial, etc.— se comprometan en un mismo acuerdo o lo hagan en acuerdos separados, dependiendo de los condicionamientos normativos de cada legislación y de las preferencias de cada contribuidor.

Como se observa, solo dos terceras partes, como máximo, de las contribuciones totales efectuadas al RST se destinan en realidad a préstamos: por cada 100 DEG comprometidos para este fin se requiere la aportación de, al menos, 2 DEG adicionales para dotar reservas y 20 DEG más para efectuar depósitos, mientras que en concepto de *encashment* se detraen 20 de los 100 DEG comprometidos. En definitiva, para que el RST destine 80 DEG a préstamos precisa contar, como mínimo, con compromisos de contribución y aportaciones efectivas por 122 DEG<sup>4</sup>. Todo ello determina que el nivel de apalancamiento de este instrumento financiero sea muy bajo.

El RST, como el resto de la financiación del FMI, se beneficia del estatus de acreedor preferente de la institución, reconocido en este caso en la declaración de la presidencia del Comité Financiero y Monetario Internacional (CFMI) del FMI de abril de 2022 (FMI 2022c)<sup>5</sup>. Dicho estatus, que recoge la intención generalizada de la comunidad de acreedores de excluir al FMI de las reestructuraciones de deuda soberana, respalda el papel atribuido a la institución como prestamista global de última instancia y resulta relevante, aunque no decisivo, para garantizar la calidad crediticia de los préstamos.

<sup>4</sup> A nivel agregado, esta proporción puede disminuir aún más si se consideran las aportaciones realizadas directamente a las cuentas de reservas y depósitos del RST, sin que vengan acompañadas por compromisos de contribución a la cuenta de préstamos.

<sup>5</sup> El estatus de acreedor preferente del FMI se basa en un reconocimiento *de facto*, no *de iure*, por parte de la comunidad financiera internacional, que tiene en cuenta las limitaciones que plantea el Convenio Constitutivo del FMI a la hora de reestructurar la deuda contraída por sus miembros. Sobre los aspectos legales del estatus, véase Martha (1990).

## 2.2 Potenciales beneficiarios del RST

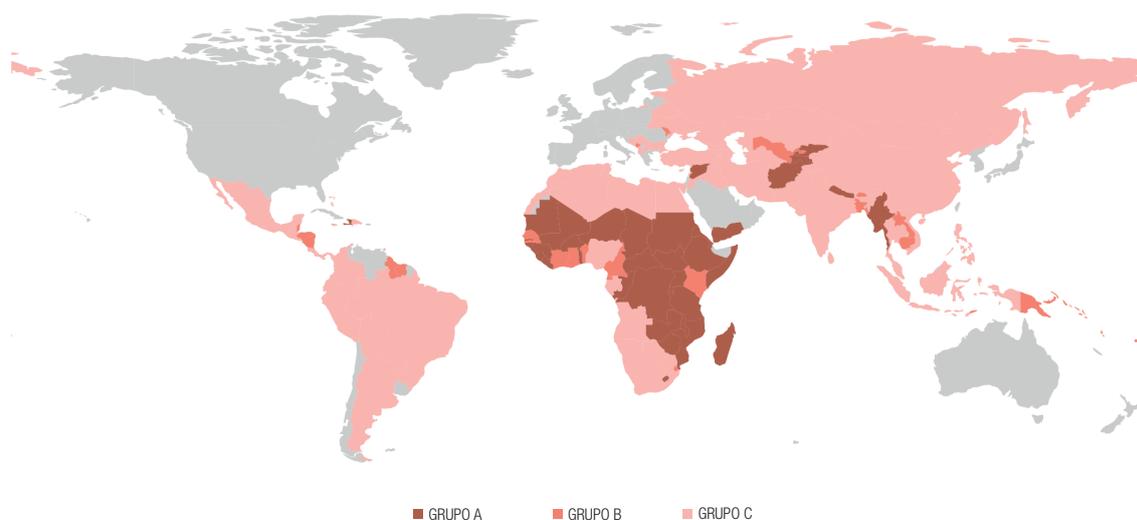
El RST puede proporcionar financiación a un conjunto de 143 países con renta per cápita baja y media. Este colectivo equivale en número al 75 % de la membresía del FMI, aunque solo represente el 32 % del total de cuotas de la institución. Renta y población son los dos criterios de entrada en el fondo fiduciario. Para que un país peticionario sea admitido en el RST, su renta per cápita no podrá superar diez veces el umbral que, en cada momento, determina qué países con renta per cápita baja están en condiciones de recibir financiación de la Asociación Internacional de Fomento (IDA, por sus siglas en inglés) del grupo Banco Mundial. En el caso de los estados de pequeño tamaño con una población inferior al millón y medio de habitantes, este límite se sitúa en veinticinco veces dicho umbral.

Los potenciales beneficiarios se organizan en tres grupos distintos en función de su grado de vulnerabilidad: 51 países con renta per cápita baja dependientes de la financiación concesional del FMI (grupo A); 27 países con renta per cápita baja, aunque en mejor posición que los anteriores, con capacidad para combinar financiación concesional y ordinaria del FMI (grupo B), y 65 países con renta per cápita media (grupo C). En este último se encuentran algunas economías emergentes —como los integrantes de los BRICS, entre otros países— que contribuyen al RST o presentan un potencial perfil contribuidor. El gráfico 1 ilustra la localización geográfica de los países que integran los tres grupos.

El África subsahariana es la región que concentra el número más elevado de potenciales prestatarios del RST, seguida por Latinoamérica y Caribe, y Asia, si bien esta última es la que cuenta con el mayor peso porcentual sobre el total de cuotas en el FMI,

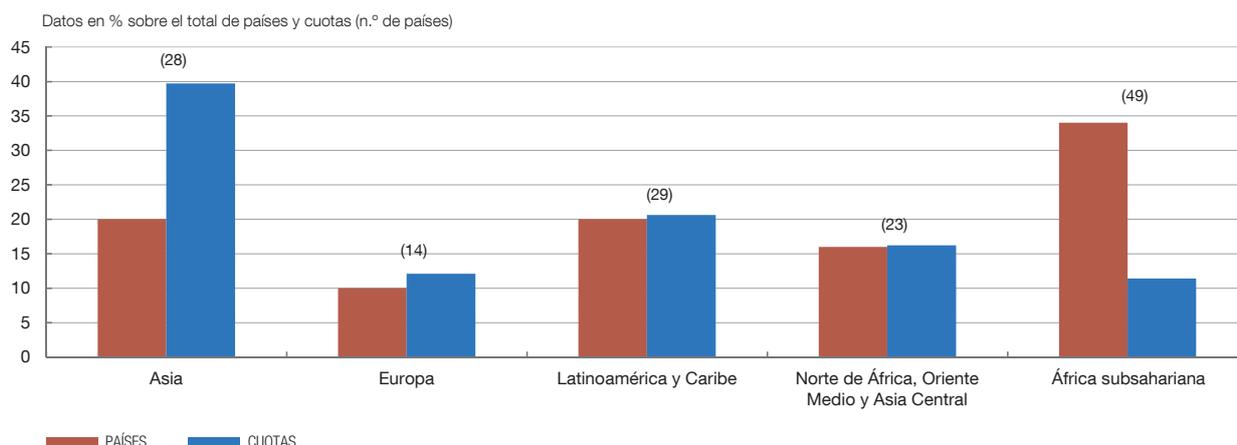
Gráfico 1

### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS POTENCIALES BENEFICIARIOS DEL RST



FUENTE: FMI.

Gráfico 2

**DISTRIBUCIÓN REGIONAL DE LOS POTENCIALES PRESTATARIOS DEL RST**

FUENTE: FMI.

seguida por Latinoamérica y Caribe, y Norte de África, Oriente Medio y Asia Central (véase gráfico 2). El grupo C es el predominante en términos de cuota en todas las regiones<sup>6</sup>, salvo en el África subsahariana, donde predomina el grupo A (véase gráfico 3), en correspondencia con el nivel de desarrollo económico de los distintos continentes.

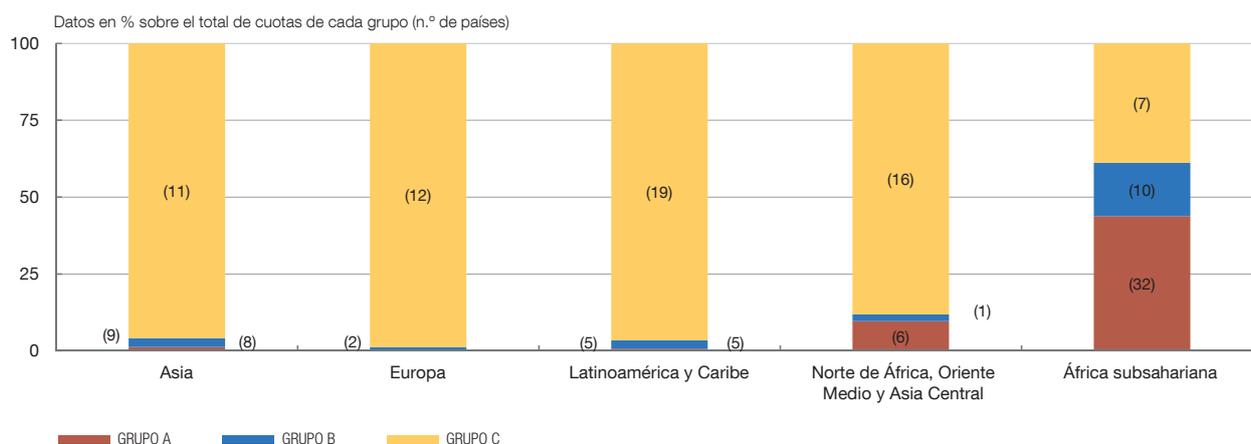
El acceso efectivo a la financiación del RST requiere el cumplimiento de tres criterios fundamentales por parte del país peticionario: contar con un plan de reformas solvente que aborde aquellos requerimientos estructurales a largo plazo que justifiquen la concesión del préstamo, un programa tradicional del FMI asociado, nuevo o ya iniciado (en este caso con una vigencia restante de al menos un año y medio), y una deuda sostenible con adecuada capacidad de reembolso al FMI. El riesgo de incumplimiento de este último requisito, en particular, supone un motivo de preocupación importante, pues podría obstaculizar e incluso impedir la concesión de préstamos a un número significativo de países en el futuro<sup>7</sup>, mientras que, en sentido opuesto, si la exigencia de este criterio de acceso se relajara, la calidad crediticia de los préstamos otorgados podría deteriorarse.

En términos de riesgo-país, el perfil de riesgo agregado del RST es, en principio, menor que el del PRGT por la mayor diversificación de los potenciales beneficiarios, que aúna a países con renta per cápita baja (grupos A y B) y media (grupo C), frente a los países

6 En la relación de grandes economías emergentes, China, India, Indonesia, Malasia y Tailandia se encuentran entre los potenciales prestatarios de Asia. De hecho, China —país con la tercera mayor cuota del FMI— es en realidad el principal contribuidor del RST hasta el momento. La región de Europa incluye a Rusia entre los potenciales prestatarios, la de Latinoamérica y Caribe a Argentina, Brasil y México, la del Norte de África, Oriente Medio y Asia Central a Turquía e Irán, y la de África subsahariana a Sudáfrica.

7 De acuerdo con estimaciones del FMI (2022h) sobre la sostenibilidad de la deuda de los países con renta baja, a finales de 2021 casi el 60% de estos países presentaban un riesgo de sobreendeudamiento elevado, o bien se encontraban directamente en situación de sobreendeudamiento, frente al 30% en 2015.

Gráfico 3

**COMPOSICIÓN REGIONAL POR GRUPOS DE PAÍSES DEL RST**

FUENTE: FMI.

que atiende el PRGT, todos con renta per cápita baja. Por el contrario, cabe esperar que los países con menor renta per cápita sean más proclives que el resto a solicitar financiación del fondo fiduciario en razón de su mayor vulnerabilidad. La evolución del préstamo del RST hasta la fecha muestra que los prestatarios de los grupos A y B representan alrededor del 45 % del volumen total aprobado (véase epígrafe 3.3).

### 2.3 Características principales de la línea de crédito RSF

Los préstamos del fondo fiduciario se instrumentan mediante la línea de crédito *Resilience and Sustainability Facility* (RSF), normalmente por un volumen de acceso equivalente al 75 % de la cuota del prestatario, sin límite anual, y con la posibilidad de alcanzar un máximo de hasta el 150 % de la cuota, o 1 mm de DEG, si este importe fuera inferior. En comparación con el promedio de los programas convencionales del FMI, se trata de préstamos de importe relativamente moderado.

Las medidas financiadas por la RSF se implementan siempre en conjunción con prácticamente cualquier tipo de programa estándar financiado por las líneas de crédito del FMI<sup>8</sup>: líneas ordinarias y/o concesionales, preventivas o resolutivas, programas con financiación o sin ella, con condicionalidad *ex ante* o *ex post*, y nuevos o en curso de ejecución (en este segundo caso, con una duración remanente mínima del programa estándar de un año y medio hasta su vencimiento<sup>9</sup>).

<sup>8</sup> De esta relación solo se excluyen la asistencia financiera de emergencia, por ser incondicional, y el aseguramiento a corto plazo por motivos de liquidez, debido a su corta duración, que es de un año, aunque con posibilidad de renovaciones indefinidas.

<sup>9</sup> Con carácter extraordinario se ha permitido una duración mínima de un año durante los primeros seis meses de funcionamiento del RST. Sin embargo, ninguno de los programas aprobados por el fondo fiduciario durante este período presenta una duración tan corta.

Cuadro 2

**DURACIÓN, VENCIMIENTO, CARENCIA Y REEMBOLSOS DE LAS LÍNEAS DE CRÉDITO DEL FMI**

Datos en años

	Duración		Vencimiento	Carencia	Reembolsos	
	Mínima	Máxima			Número	Periodicidad
<i>Resilience and Sustainability Facility</i> (RSF)	1,5	5	20	10,5	20	Semestral
Préstamo ordinario						
<i>Stand-by Arrangement</i> (SBA)	1	3	5	3,25	8	Trimestral
<i>Extended Fund Facility</i> (EFF)	3	4	10	4,5	12	Semestral
<i>Rapid Financing Instrument</i> (RFI) (a)	Disposición única		5	3,25	8	Trimestral
Préstamo concesional						
<i>Stand-by Credit Facility</i> (SCF)	1	3	8	4,0	9	Semestral
<i>Extended Credit Facility</i> (ECF)	3	5	10	5,5	10	Semestral
<i>Rapid Credit Facility</i> (RCF) (a)	Disposición única		10	5,5	10	Semestral
Líneas de aseguramiento						
<i>Flexible Credit Line</i> (FCL)	1	2	5	3,25	8	Trimestral
<i>Precautionary Liquidity Line</i> (PLL)	0,5-1	2	5	3,25	8	Trimestral
<i>Short-term Liquidity Line</i> (SLL) (a)	1		1	Un único reembolso al vencimiento		
Programas sin financiación						
<i>Policy Coordination Instrument</i> (PCI) (b)	2	4				
<i>Policy Support Instrument</i> (PSI) (c)	1	5				

FUENTE: FMI.

a Líneas de crédito incompatibles con la RSF.

b Disponible para todos los miembros del FMI.

c Disponible solo para los países con renta baja con acceso al PRGT. Programa no financiero en vías de sustitución por el PCI.

Los desembolsos de la línea de crédito —en principio de igual importe y sin exceder del 50 % de la cuota por desembolso— se supeditan al cumplimiento tanto de las medidas previstas por la RSF como de las condiciones incorporadas en el programa estándar asociado, sin posibilidad de que se efectúen desembolsos en el momento de aprobarse la RSF, ni cuando el programa complementario se desvía de sus objetivos<sup>10</sup>. En cambio, el cumplimiento satisfactorio de la condicionalidad de los programas tradicionales preexistentes iría en contra de la hipotética estigmatización del país a la hora de demandar financiación adicional a través del RST.

El plazo de vencimiento de la RSF es de 20 años —el doble que el mayor vencimiento del resto de líneas del FMI (véase cuadro 2)— con un período de carencia de 10 años y un semestre desde la primera disposición, y veinte reembolsos semestrales de igual cuantía. La diferencia de vencimientos entre la RSF y el resto de líneas asociadas con ella plantea un descuadre de riesgos crediticios, que se compensa, entre otras vías, con una supervisión

<sup>10</sup> De forma alternativa, Hicklin (2023a) plantea que las medidas financiadas por la RSF por debajo del 25 % de la cuota del país no lleven aparejada la concesión de un programa estándar del FMI. Superado dicho límite, la aprobación del programa convencional solo estaría justificada para financiar aquellas reformas estructurales no contempladas en los objetivos previstos por el RST.

## Cuadro 3

## COSTE DE LA FINANCIACIÓN DEL FMI COMPATIBLE CON LA RSF

Datos en pb anuales

	Tipo de interés	Cargo	Comisión por desembolso	Recargo	Comisión de compromiso
<i>Resilience and Sustainability Facility (RSF)</i>					
Grupo A		55			
Grupo B	DEG (a)	75	25		
Grupo C		95	50		
Préstamo ordinario					
<i>Stand-by Arrangement (SBA)</i>				200 si el crédito vivo supera el 187,5 % de la cuota	15-30-60 en función del porcentaje de cuota comprometido;
<i>Extended Fund Facility (EFF)</i>	DEG	100 (b)	50	100 adicionales si la situación anterior persiste más de 3 años	reembolsable si se realizan disposiciones
Préstamo concesional					
<i>Stand-by Credit Facility (SCF)</i>	0 % (c)				15 sobre el importe no dispuesto; aplicable por semestres
<i>Extended Credit Facility (ECF)</i>					
Líneas de aseguramiento					
<i>Flexible Credit Line (FCL)</i>				200 si el crédito vivo supera el 187,5 % de la cuota	15-30-60 en función del porcentaje de cuota comprometido;
<i>Precautionary Liquidity Line (PLL)</i>	DEG	100	50	100 adicionales si la situación anterior persiste más de 3 años	reembolsable si se realizan disposiciones
Programas sin financiación					
<i>Policy Coordination Instrument (PCI)</i>	Coste administrativo de la asistencia técnica proporcionada, cargado únicamente a las economías avanzadas				
<i>Policy Support Instrument (PSI)</i>					

FUENTE: FMI.

a Sujeto a un suelo de 5 pb desde el 24 de octubre de 2014.

b Revisable anualmente.

c Revisable cada dos años.

reforzada de la capacidad de reembolso del deudor tras la finalización de las reformas financiadas por la RSF (véase recuadro 1).

El coste de la financiación de la RSF consiste en el tipo de interés del DEG —el mismo al que se remunerar las cuentas de préstamos y depósitos del RST (véase cuadro 1)— más unos márgenes escalonados para los tres grupos de prestatarios en función de su grado de vulnerabilidad (véase cuadro 3). Como se observa, el coste nominal de la RSF para el grupo de países con mayor renta per cápita (grupo C) se aproxima mucho al coste nominal del préstamo ordinario y de las líneas de aseguramiento del FMI, con la diferencia principal de que en la RSF no se aplican recargos por volumen y tiempo, dado que el límite máximo de acceso de esta línea no supera nunca el 150 % de la cuota del país.

La combinación de tipos de interés bajos, como los que han predominado hasta fechas recientes, con vencimientos tan dilatados como los de la RSF supone niveles de concesionalidad incluso más elevados que los de la financiación del PRGT (véase recuadro 2). En respuesta a la reciente alza de los tipos de interés, el FMI acordó en mayo de 2023 fijar un tope máximo del 2,25 % (márgenes incluidos) al coste del grupo más desfavorecido (grupo A), al objeto de asegurar un elemento de subsidio equivalente al de los préstamos PRGT, situado en torno al 30 % del valor nominal del préstamo. El FMI condiciona la viabilidad de esta medida, prevista desde la misma fase de diseño del RST, a que no se comprometa el objetivo de acumulación de reservas del fondo fiduciario a largo plazo.

### 3 Tamaño del RST, contribuciones iniciales y primeros programas financiados por la RSF

#### 3.1 Tamaño teórico y efectivo del RST

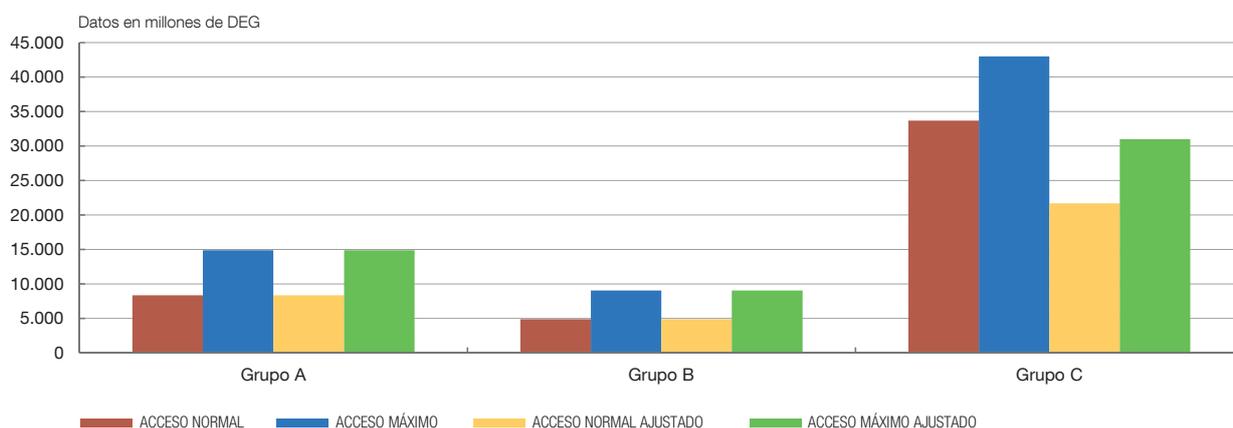
El tamaño del RST guarda una estrecha relación con la demanda de préstamos, si bien la demanda teórica, que considera los recursos necesarios para atender a todos los potenciales beneficiarios del fondo fiduciario, dista mucho de la demanda esperada en los próximos años. La primera se cifraría en 47 mm de DEG en caso de que los 143 países elegibles solicitaran un préstamo con un acceso normal del 75 % de la cuota (limitado a 1 mm de DEG si este importe resultara inferior), y en 67 mm de DEG cuando se considera un acceso máximo del 150 % de la cuota (con el techo, en su caso, de 1 mm de DEG).

Si del total de potenciales prestatarios se excluyeran aquellas economías emergentes con una cuota relativamente elevada en relación con el acceso máximo disponible a través del RST, y que contribuyen a la financiación del fondo fiduciario o que estuvieran en situación de hacerlo<sup>11</sup>, la demanda total, así ajustada, caería a 35 mm de DEG con un acceso normal, y a 55 mm de DEG con un acceso máximo. Toda la caída debida a este ajuste en la relación final de potenciales prestatarios se concentraría en el grupo C, por ser el que reúne a todos los países con renta per cápita media (véase gráfico 4).

El ajuste, a nivel regional, afectaría a la demanda de préstamo de todas las regiones (véase gráfico 5), con Asia como área más afectada, seguida de Latinoamérica y Caribe.

Gráfico 4

#### DEMANDA TOTAL Y AJUSTADA DE PRÉSTAMO DEL RST POR GRUPOS DE PAÍSES (a)

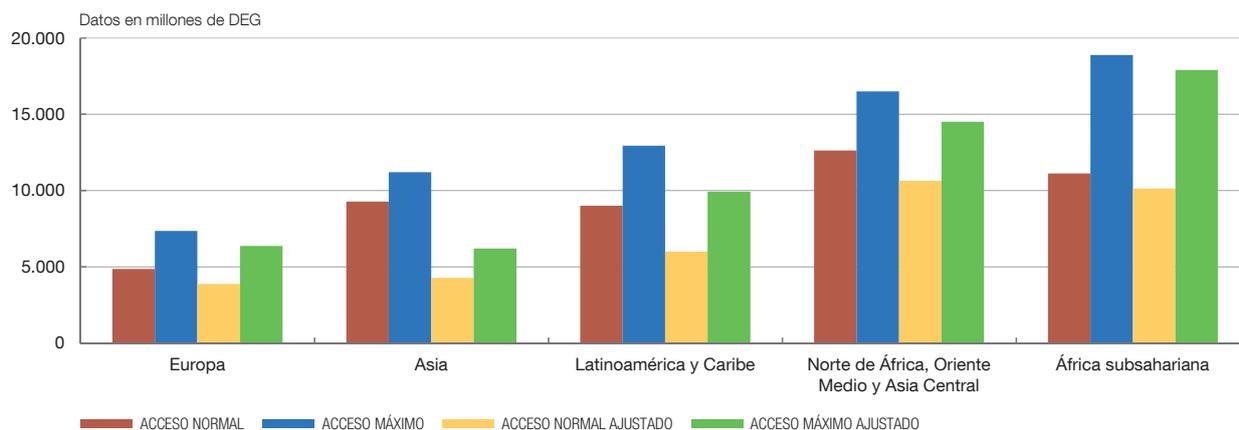


FUENTE: FMI.

a El ajuste excluye del acceso a la financiación del RST a aquellos potenciales beneficiarios con muy bajo perfil prestatario.

<sup>11</sup> Más concretamente, las doce economías con una cuota superior a los 3 mm de DEG (China, India, Rusia, Brasil, México, Turquía, Indonesia, Malasia, Irán, Tailandia, Argentina y Sudáfrica), de las cuales tres (China, Brasil y México) se encuentran en la relación de países miembros incluidos en la campaña inicial de captación de recursos para el RST.

Gráfico 5

**DEMANDA TOTAL Y AJUSTADA DE PRÉSTAMO DEL RST POR REGIONES (a)**

FUENTE: FMI.

a El ajuste excluye del acceso a la financiación del RST a aquellos potenciales beneficiarios con muy bajo perfil prestatario.

Norte de África, Oriente Medio y Asia Central, y África subsahariana son las regiones que concentran más de la mitad de la demanda total y ajustada que el RST debería atender tanto en términos de acceso normal como de acceso máximo.

El análisis anterior muestra una demanda total de préstamo situada en el rango de los 35 mm y 67 mm de DEG, según los supuestos utilizados. El tamaño del RST para atender dicha demanda, sin embargo, también depende de la propia estructura y requerimientos contributivos del fondo fiduciario. Como se ha descrito en el epígrafe 2.1, en realidad solo dos tercios de las contribuciones totales efectuadas al RST se destinan a préstamos, dado que el tercio restante atiende requerimientos de reservas y depósitos, así como los previstos por el régimen de *encashment* para asegurar la liquidez de las aportaciones.

Conforme a esta proporción, la demanda total de préstamo se traduciría en un tamaño teórico del RST sensiblemente superior, en el rango de los 52,5 mm y 100,5 mm de DEG. Este análisis, sin embargo, sobreestima las necesidades de financiación del RST, ya que no considera la distribución temporal de las potenciales peticiones de préstamo, ni la suficiencia de los recursos ordinarios y concesionales con los que financiar los programas tradicionales vinculados con las reformas financiadas a través de la RSF.

En términos prácticos, el tamaño del RST depende de la demanda esperada de préstamos. El FMI (2022b) estima que la demanda de préstamos del fondo fiduciario se situará entre los 17 mm y los 28 mm de DEG, según los escenarios considerados, en los próximos cinco años. El escenario central, en el que la citada demanda se cifra en 22 mm de DEG, considera una relación de 70 países peticionarios acogidos a programas del FMI en los últimos 10 años y un acceso promedio por el menor de estos dos importes: el 100 % de la cuota correspondiente y 1 mm de DEG.

Según este enfoque, el volumen de recursos que se deben captar en la práctica asciende a 33 mm de DEG, lo que equivale al 3 % de los recursos ordinarios del FMI y al 60 % de los recursos concesionales. Dicho volumen se considera suficiente para atender el valor central de la demanda prevista más los requerimientos de *encashment* asociados (26,4 mm de DEG), la dotación inicial de reservas que se estima necesaria (0,528 mm de DEG) y los depósitos para suplementar la cuenta de reservas (5,28 mm de DEG)<sup>12</sup>.

### 3.2 Estado de las contribuciones financieras al RST

Tras la aprobación del RST en abril de 2022, el FMI inició una campaña de captación de recursos dirigida a un total de 35 países miembros con una sólida posición exterior<sup>13</sup>, solicitándoles una contribución al fondo fiduciario de entre el 15 % y el 20 % de los DEG asignados en la emisión general completada en agosto de 2021, con un objetivo de recaudación de, al menos, 33 mm de DEG.

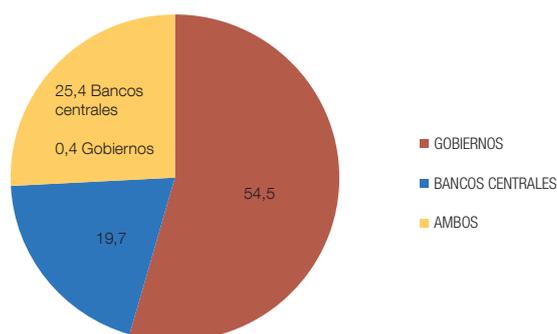
Transcurrido más de un año del inicio de la campaña, el FMI ha recabado compromisos de 18 países miembros por 32 mm de DEG, equivalentes al 98 % del objetivo (véase cuadro 4). Los compromisos actualmente en vigor, alcanzados con 15 países en tres rondas sucesivas de suscripción de acuerdos, ascienden a 31 mm de DEG y representan el 93 % del objetivo. La participación de los 8 estados miembros de la UE con acuerdos en vigor supera el 40 % del total comprometido.

Se constata una importante heterogeneidad en la materialización de las contribuciones por instituciones, incluso en el conjunto del área del euro. Tesoros y bancos

Gráfico 6

#### PARTICIPACIÓN INSTITUCIONAL EN LA FINANCIACIÓN DEL RST

Datos en porcentaje sobre el total comprometido



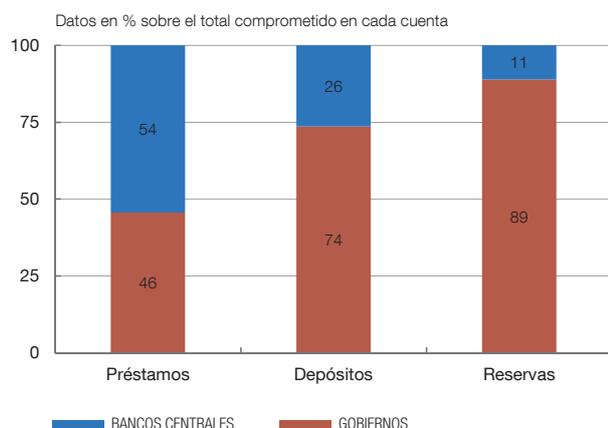
FUENTE: FMI.

<sup>12</sup> El FMI no descarta elevar próximamente la estimación de la demanda de préstamos y ampliar el objetivo de captación de fondos de la ronda actualmente en curso, hasta situarlo en torno a los 60 mm de dólares.

<sup>13</sup> Esta posición viene determinada, principalmente, por la inclusión del país en el denominado Plan de Transacciones Financieras (PTF), que es la previsión semestral de desembolsos y reembolsos que recoge la relación de miembros en situación de financiar los préstamos ordinarios del FMI, esto es, los concedidos a través de la Cuenta de Recursos Generales mediante la utilización de las respectivas cuotas.

## PARTICIPACIÓN INSTITUCIONAL EN LAS CUENTAS DEL RST Y ESFUERZO PRESUPUESTARIO

7.a PARTICIPACIÓN INSTITUCIONAL



7.b ESFUERZO PRESUPUESTARIO



FUENTE: FMI.

centrales participan en la financiación del fondo fiduciario, bien de manera individual o conjunta (véanse cuadro 4 y gráfico 6), los primeros comprometiendo aportaciones mayoritariamente a las cuentas de depósitos y reservas, y los segundos asumiendo el mayor esfuerzo contributivo en la cuenta de préstamos (véase gráfico 7a). A excepción de dos aportaciones que no se han destinado a la cuenta de préstamos<sup>14</sup>, el resto de compromisos cubre las tres cuentas en las que se estructura el RST.

Como se ha indicado, la cuenta de préstamos es, por el propio diseño del RST, la de mayor cuantía de las tres y prácticamente todos sus desembolsos se realizan en DEG, como cabía esperar del ejercicio de canalización de DEG en curso. Este hecho, unido a las aportaciones efectuadas en DEG a las otras dos cuentas, supone una reducción considerable del esfuerzo presupuestario de los países participantes (véase gráfico 7b).

Con la salvedad de los desembolsos realizados en monedas distintas del DEG en las cuentas de reservas y depósitos<sup>15</sup>, la cantidad total comprometida hasta la fecha representa aproximadamente el 17 % del total de los DEG asignados en 2021 a los 18 compromisarios actuales, en línea con la solicitud realizada por el FMI en la campaña de captación de recursos. La cantidad disponible para préstamo, una vez deducido el 20 % destinado a atender las peticiones de *encashment*, asciende a 17,8 mm de DEG y equivale al 55 % del volumen captado hasta el momento<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> El gobierno de Alemania ha realizado aportaciones presupuestarias a las cuentas de depósitos y reservas, y el banco central de Estonia ha efectuado una aportación a la cuenta de depósitos.

<sup>15</sup> Los desembolsos en euros ascienden a ocho: siete de ellos en la cuenta de reservas (Alemania, España, Francia, Italia, Lituania, Luxemburgo y Países Bajos) y uno en la de depósitos (Alemania).

<sup>16</sup> Como se observa, menos de dos tercios del volumen total comprometido, por efecto de las aportaciones efectuadas en las cuentas de reservas y depósitos del RST de manera aislada.

## Cuadro 4

**ESTADO ACTUAL DE LAS CONTRIBUCIONES AL RST**

Datos en millones de DEG a 15 de septiembre de 2023

Contribuidor	Fecha de entrada en vigor						Asignación general de DEG 2021	% sobre asignación 2021	
	Préstamos (a)	Depósitos (b)	Reservas (c)	Total (d)	%	Préstamos			Depósitos
China	4.900	1.000	100	6.000	18,6	12/10/2022	27/9/2022	29.216,5	21
Japón (1)	4.900	980	98	5.978	18,6	22/3/2023	15/3/2023	29.540,1	20
Alemania (2)	—	4.577,2	481,8	5.059	15,7		12/10/2022	25.527,9	20
Francia (3)	2.500	500	50	3.050	9,5		2/1/2023	19.317,8	16
Reino Unido (4)	2.049,2	409,8	41	2.500	7,8	19/5/2023	11/4/2023	19.317,8	13
Italia (3)	1.575	315	31,5	1.921,5	6,0	15/9/2023	28/7/2023	14.443,9	13
España (3)	1.161,6	232,3	23,2	1.417,1	4,4	12/12/2022	8/9/2022	9.139,3	16
Canadá	1.137,4	227,5	22,8	1.387,7	4,3	12/10/2022	27/9/2022	10.565,9	13
Países Bajos (3, 5)	1.000	200	20	1.220	3,8	9/2/2023	14/12/2022	8.373,5	15
Australia	760	152	15,2	927,2	2,9	12/10/2022	11/10/2022	6.299,3	15
Corea	737,6	147,5	14,8	899,9	2,8		8/12/2022	8.226,1	11
Luxemburgo (3)	207,4	41,5	4,1	253	0,8	23/8/2023	28/7/2023	1.266,9	20
Lituania (3)	69,4	13,9	1,4	84,7	0,3	20/1/2023	14/12/2022	423,3	20
Omán	32	6,4	0,6	39	0,1		20/4/2023	521,8	7
Estonia	—	25	—	25	0,1	—	21/3/2023	233,5	11
Total en vigor	21.029,6	8.828,1	904,4	30.762,1	95,6			182.413,6	17
Compromisos pendientes									
Bélgica	573,8	114,8	11,5	700	2,2			6.144,4	11
Singapur	573,8	114,8	11,5	700	2,2			3.730,2	19
Malta	18,9	3,8	0,4	23	0,1			161,3	14
Total pendiente	1.166,5	233,4	23,4	1.423	4,4			10.035,9	14
Total	22.196,1	9.061,5	927,8	32.185,1	100			186.305,1	17

1 Contribuyó inicialmente con 800 millones, de los cuales 654,1 millones a la cuenta de préstamos (con fecha 12/12/2022), 130,8 millones a la de depósitos y 13,1 millones a la de reservas (ambas con fecha 6/10/2022). Contribuye con dólares a la cuenta de reservas.

2 Contribuye con euros a las cuentas de depósitos y reservas.

3 Contribuyen con euros a la cuenta de reservas.

4 Contribuye con libras esterlinas a la cuenta de reservas.

5 Contribuye con DEG o euros a la cuenta de préstamos.

FUENTE: FMI (2023c, 2023e, 2023p).

### 3.3 Primeros programas aprobados

Desde la entrada en funcionamiento del RST, el FMI ha aprobado once programas —todos ellos relacionados con el objetivo del cambio climático— por valor de 4,35 mm de DEG (véase cuadro 5). Más de la mitad de los programas corresponden al grupo C de países con renta per cápita media, que concentra alrededor del 54 % del volumen total aprobado, con un peso porcentual significativo de la región de Latinoamérica y Caribe, si bien en número de países África es la región con mayor representación. A juicio del FMI, solo un prestatario (Kenia) presenta un perfil de riesgo de sobreendeudamiento elevado.

Siete de los once programas (Costa Rica, Barbados, Ruanda, Bangladesh, Jamaica, Seychelles y Marruecos) disfrutan del importe máximo previsto, esto es, la cifra menor entre el 150 % de la cuota del país y 1 mm de DEG. El volumen de acceso del resto de los programas (Kosovo, Senegal, Níger y Kenia), que están entre los últimos aprobados, se sitúa en el límite estándar del 75 % de la cuota.

En este punto se observa una relativa correspondencia entre el nivel de acceso y el riesgo de sostenibilidad de la deuda. Mientras que los cinco programas piloto (Costa Rica, Barbados, Ruanda, Bangladesh y Jamaica), de riesgo bajo o moderado, se han aprobado por su acceso máximo, en el único país donde el riesgo de sostenibilidad de la deuda se considera elevado el importe concedido se ha limitado al acceso normal, a pesar de que presenta un sólido programa de reformas.

Las líneas RSF que financian estos programas (véase epígrafe 2.3) se aplican en conjunción con líneas de crédito ordinarias (Costa Rica, Barbados, Kosovo y Seychelles), concesionales (Níger), una combinación de ambas (Bangladesh, Senegal y Kenia) y líneas de carácter asegurador o preventivo (Jamaica, Marruecos y, de nuevo, Kosovo), por un total de 12 mm de DEG. En un único caso (Ruanda) la RSF coexiste con un instrumento sin financiación.

Cuatro de los once programas (Costa Rica, Níger, Kenia y Marruecos) están vinculados a programas del FMI tradicionales aprobados con anterioridad y su duración se sitúa en torno al año y medio, prórrogas incluidas (hasta la finalización del programa preexistente). En el resto de los casos la duración es de dos años (Jamaica y Kosovo), tres años (Barbados, Ruanda, Seychelles<sup>17</sup> y Senegal) y más de tres años (Bangladesh).

Los importes aprobados por medio de la RSF a estos once países representan del orden del 35 % del importe total concedido a través de las líneas de crédito concurrentes. Este porcentaje se aproxima al 60 % si no se considera el importe de los programas estándar asociados que se conceden con fines preventivos (Jamaica, Kosovo y Marruecos), para los que, de entrada, no se contemplan desembolsos.

<sup>17</sup> En este caso el nuevo programa asociado viene a reemplazar otro preexistente que aún no había finalizado.

## Cuadro 5

## LÍNEAS DE CRÉDITO RSF APROBADAS DESDE LA ENTRADA EN FUNCIONAMIENTO DEL RST

Datos en millones de DEG a 30 de septiembre de 2023

Prestatario	Región	Grupo endeudamiento	Riesgo de excesivo	Volumen						Duración	Línea GRA/ PRGT (a)	Volumen			Duración	RSF/ Línea %	
				Aprobado		Dispuesto		Finalización	Aprobado			Dispuesto		Finalización			
				Importe	% cuota	Importe	% aprobado		Importe			% cuota	Importe				% aprobado
Costa Rica	Latinoamérica y Caribe	C	Moderado	554,1	150	184,7	33,3	14/11/2022	31/7/2024	EFF (b)	1.237,5	335	825	66,7	1/3/2021	31/7/2024	44,8
Barbados	Latinoamérica y Caribe	C	Moderado	141,8	150	14,2	10	7/12/2022	6/12/2025	EFF	85,1	90	28,4	33,3	7/12/2022	6/12/2025	166,7
Ruanda	África subsahariana	A	Moderado	240,3	150	74	30,8	12/12/2022	11/12/2025	PCI (c)	Programa sin financiación			12/12/2022	11/12/2025		
Bangladesh	Asia	B	Bajo	1.000	94	—	—	30/1/2023	29/7/2026	ECF (d)	822,8	77,1	117,5	14,3	30/1/2023	29/7/2026	40,5
										EFF	1.645,6	154,3	234,9	14,3			
Jamaica	Latinoamérica y Caribe	C	Moderado	574,4	150	191,5	33,3	1/3/2023	28/2/2025	PLL (e)	727,5	190	—	—	1/3/2023	28/2/2025	78,9
Kosovo	Europa	C	Bajo	62	75	—	—	25/5/2023	24/5/2025	SBA (f)	80,1	97	—	—	25/5/2023	24/5/2025	77,4
Seychelles	África subsahariana	C	Moderado	34,4	150	—	—	31/5/2023	30/5/2026	EFF	42,4	185	6,1	14,3	31/5/2023	30/5/2026	81,1
Senegal	África subsahariana	B	Moderado	242,7	75	—	—	26/6/2023	25/6/2026	ECF	377,5	117	54,0	14,3	26/6/2023	25/6/2026	22,8
										EFF	755,1	233	107,9	14,3			
Níger	África subsahariana	A	Moderado	98,7	75	—	—	5/7/2023	7/7/2025	ECF	197,4	150	138,2	70,0	8/12/2021	7/7/2025	50
Kenia	África subsahariana	B	Elevado	407,1	75	—	—	17/7/2023	31/3/2025	ECF	740,9	137	528,2	71,3	2/4/2021	1/4/2025	18,3
										EFF	1.484,6	274	980,8	66,1			
Marruecos	Norte de África	C	Moderado	1.000	112	—	—	28/9/2023	2/4/2025	FCL (g)	3.726,2	417	—	—	3/4/2023	02/4/205	26,8
Total				4.355,5		464,4	10,7				11.922,7		3.021	25,3			36,5

FUENTE: FMI (2022f, 2021, 2022i, 2023b, 2023d, 2023f, 2023h, 2023i, 2023j, 2023m, 2023n).

a General Resources Account (GRA)/Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT).

b Extended Fund Facility (EFF).

c Policy Coordination Instrument (PCI). Programa sin financiación con finalidad catalizadora y de señalización.

d Extended Credit Facility (ECF). Esta línea, en combinación con una EFF (Bangladesh, Senegal y Kenia), se concede en proporción 1/3-2/3.

e Precautionary and Liquidity Line (PLL). Línea de crédito de carácter preventivo o asegurador para países con buenos fundamentos.

f Stand-by Arrangement (SBA). En este caso, un acuerdo con el compromiso —no vinculante— de las autoridades del país no soliciten desembolsos durante la vigencia del acuerdo.

g Flexible Credit Line (FCL). Línea de crédito de carácter preventivo o asegurador para países con mejores fundamentos que los que habilitan para la línea PLL.

Las primeras disposiciones (Costa Rica, Ruanda y Jamaica) responden al cumplimiento de las medidas medioambientales<sup>18</sup> previstas en la primera revisión posterior a la aprobación del programa. El tope del 2,25 % aplicado al tipo de interés que asegura la concesionalidad de la financiación otorgada a los prestatarios más vulnerables desde mayo de 2023 afecta a dos países pertenecientes al grupo A (Ruanda y Níger), si bien por el momento solo en uno de estos dos programas (Ruanda) se han efectuado disposiciones bajo la RSF.

En cuanto a la condicionalidad de los programas, la relativa celeridad en el despliegue de la RSF y la ausencia de una metodología común explican que el diseño de los programas se haya basado en los diagnósticos existentes. La evidencia disponible, por otra parte, sugiere una mejora progresiva de la coordinación del FMI con otros interlocutores institucionales relacionados (no solo con el Banco Mundial, sino con otros bancos multilaterales de desarrollo o con diferentes agencias de desarrollo de otros países) y del papel catalizador de este instrumento, al menos respecto de la financiación oficial (véase recuadro 3).

La distribución de los desembolsos se adapta al calendario específico de revisiones del programa estándar asociado con la RSF. Las medidas medioambientales de la RSF se agrupan, en número variable, por áreas, pilares o prioridades basadas tanto en la adaptación, mitigación y financiación del cambio climático como en la gestión de la inversión y financiación públicas. En casos muy puntuales las medidas medioambientales tienen la consideración de reformas duales, según la denominación del FMI, esto es, coinciden con alguna de las reformas estructurales del programa tradicional, al considerarse críticas para el logro de los objetivos de este último.

Los programas financiados por la RSF, en líneas generales, presentan una gran uniformidad en cuanto a la proporción entre el volumen de financiación concedido y el número de medidas medioambientales previstas, así como con respecto al reparto de los desembolsos en función del esfuerzo reformista realizado a lo largo del tiempo (véase anejo). La profundidad de las medidas, esto es, su alcance de cara a efectuar cambios institucionales permanentes, es otro elemento cualitativo importante, y la evidencia preliminar disponible sugiere que dicha profundidad es escasa<sup>19</sup>.

El número de medidas medioambientales financiadas por la RSF y el de reformas estructurales de los programas estándar asociados son muy similares, de en torno a diez o quince en ambos casos (véase gráfico 8.1). En dos programas (Jamaica y Marruecos) el número de medidas medioambientales es sustancialmente mayor que el de reformas estructurales por tratarse de líneas de aseguramiento (véase cuadro 5), que descansan más

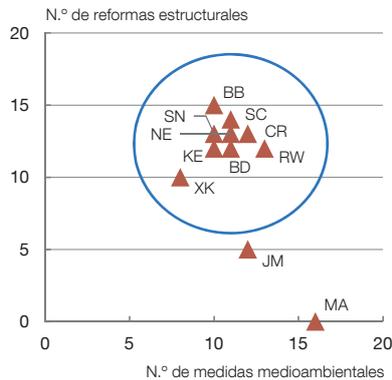
---

<sup>18</sup> Las medidas medioambientales introducidas en los programas son muy diversas, pero en general tienen que ver con la incorporación de los riesgos climáticos en las políticas presupuestarias, la planificación de infraestructuras más resistentes, la descarbonización de la economía y la promoción de un sistema financiero más verde, como se detalla en el recuadro 3 y en el anejo.

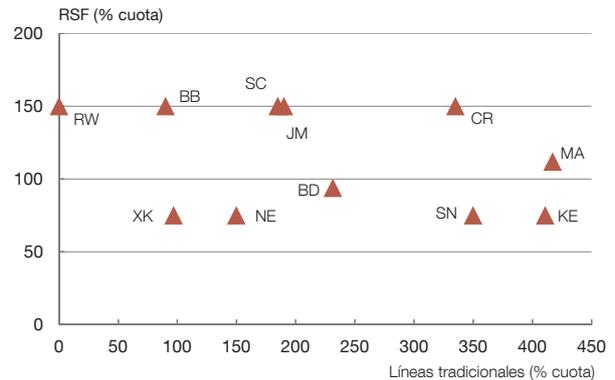
<sup>19</sup> Véase el análisis de Gupta y Brown (2023) referido a los cinco programas piloto del RST.

## MAPAS DE DISPERSIÓN (a)

1 DISPERSIÓN DE LAS REFORMAS POR PROGRAMAS



2 DISPERSIÓN DEL TAMAÑO DE LOS PROGRAMAS



FUENTE: FMI.

a Barbados (BB), Bangladesh (BD), Costa Rica (CR), Jamaica (JM), Kenia (KE), Marruecos (MA), Níger (NE), Ruanda (RW), Seychelles (SC), Senegal (SN) y Kosovo (XK).

en las condiciones de habilitación que en la condicionalidad *ex post* aplicada (Jamaica), o que únicamente prevén el cumplimiento de la condicionalidad *ex ante* (Marruecos).

Esta similitud entre el número de medidas y el de reformas no guarda, sin embargo, correspondencia con la comparativa del tamaño de los programas, medido por el importe total aprobado. El rango de acceso de los programas con financiación tradicionales varía entre el 90 % y el 350 % de la cuota del país, mientras que el de los programas financiados por la RSF se mantiene entre el 75 % y el 150 % de la cuota (véase gráfico 8.2). En un caso llamativo (Barbados), el volumen de financiación a través de la RSF excede del volumen disponible a través de la línea tradicional, a pesar del mayor número de reformas del programa convencional<sup>20</sup>.

Por tanto, cuando se comparan los programas correspondientes a un mismo prestatario no se advierte la proporcionalidad esperada entre el número de reformas y el tamaño de los programas. Esta falta de concordancia viene dada, fundamentalmente, por la gran dispersión de los volúmenes de acceso de los programas tradicionales (desde 0 hasta más del 400 % de la cuota), pese a la elevada uniformidad en el número de reformas estructurales, equiparable a la de las medidas medioambientales de los programas financiados por la RSF.

Mauritania —país a caballo entre los grupos A y B, con un riesgo de endeudamiento moderado— es la siguiente economía que contará con una línea RSF por el 150 % de su

<sup>20</sup> En el mismo sentido, téngase en cuenta que en el análisis se comparan las medidas medioambientales de la RSF con las reformas estructurales del programa tradicional, cuya condicionalidad exige también el cumplimiento de condiciones macroeconómicas formalizadas como variables cuantitativas que no se incluyen aquí.

cuota, equivalente a unos 190 millones de DEG. La RSF se implementará en conjunción con una combinación de líneas de crédito concesional y ordinario preexistente de tres años y medio de duración, por el 50 % de su cuota, de la que Mauritania ha efectuado una primera disposición. La línea RSF, cuya aprobación está prevista para finales de 2023, financiará la resiliencia del país a las crisis climáticas, la mejora de la capacidad de gestión de los desastres naturales y la transición hacia fuentes de energías más limpias.

En suma, los programas emprendidos hasta el momento representan menos del 20 % de los previstos por el FMI a medio plazo. De cara al futuro, la institución reconoce la existencia de más de 40 peticiones o expresiones de interés relacionadas con objetivos climáticos, aunque no hay que descartar que se presente alguna solicitud motivada por la necesidad de mejorar la preparación frente a las pandemias (véase recuadro 4).

## 4 Balance preliminar del RST

El RST representa una respuesta pragmática al compromiso multilateral de canalización voluntaria de una parte de los DEG asignados en 2021, desde economías con una posición económica más sólida hacia otras más vulnerables, y supone una alternativa al empleo de los DEG para la financiación de los préstamos concesionales del FMI.

El diseño e implementación del RST se ha realizado en un corto lapso de tiempo, el que media entre la asignación general de DEG de agosto de 2021 y la puesta en marcha del fondo fiduciario en octubre de 2022, bajo unas circunstancias económicas y geoestratégicas globales muy adversas. El resultado denota un notable esfuerzo de concertación y coordinación entre la gerencia del FMI y sus miembros por materializar un mecanismo de financiación *ex novo*.

El RST persigue, entre otras metas, facilitar la canalización del excedente de DEG de un conjunto heterogéneo de compromisarios, proporcionar una asistencia financiera compatible con el mandato del FMI, cubrir una base amplia y representativa de potenciales usuarios, ofrecer un instrumento de préstamo suficientemente atractivo y reunir las garantías necesarias para asegurar la viabilidad financiera del fondo fiduciario a lo largo del tiempo.

En este sentido, la financiación del RST desempeña un papel complementario al resto de la financiación del FMI, tradicionalmente centrada en la prevención y resolución de crisis financieras y, de forma añadida, en la reducción de la pobreza y la promoción del crecimiento. Los desafíos a largo plazo del RST se objetivan en la ejecución de reformas estructurales, preventivas o resolutivas, relacionadas con los efectos del cambio climático y la irrupción de pandemias sobre la estabilidad macroeconómica y financiera del país en cuestión.

Todos los programas en curso, sin embargo, responden a metas medioambientales y no a la prevención de pandemias. Entre los factores que explican esta diferencia se encuentra el hecho de que la cooperación del FMI con otras instituciones multilaterales relacionadas con la financiación del cambio climático —como el Banco Mundial y diversos bancos regionales de desarrollo— se encuentra mucho más avanzada y genera mayores sinergias que la cooperación, todavía en proceso, establecida con la Organización Mundial de la Salud (OMS) en materia sanitaria.

En la fase de diseño del RST se planteó una formulación de objetivos más abierta que la actual, que contemplara desde el principio otros fines con naturaleza de bien público global tales como la corrección de la desigualdad o la transición digital de los potenciales beneficiarios. La revisión integral del RST, prevista para dentro de un año y medio aproximadamente, ofrecerá la oportunidad de plantear una posible ampliación de los objetivos del fondo fiduciario compatible con el mandato del FMI y respaldada por la necesaria cooperación con otras instituciones financieras internacionales relacionadas con dichos objetivos.

La estructura del RST guarda numerosas concomitancias con la del PRGT, que es el instrumento que canaliza la financiación concesional del FMI, con la diferencia sustancial de que el RST se ha constituido sin una dotación de reservas previa, frente al PRGT, cuyas reservas tuvieron su origen en el reconocimiento de plusvalías procedentes de una venta parcial de las tenencias de oro del FMI en la década de los setenta del siglo XX. Esta diferencia, precisamente, marca la organización contributiva del RST y limita el grado de apalancamiento de sus préstamos.

La necesidad de constituir reservas desde la misma creación del RST y de que estas aumenten antes de que se produzcan los primeros reembolsos de los préstamos explica que las contribuciones al fondo fiduciario se organicen como paquetes en los que los compromisos de contribución para préstamos se vinculan —indisolublemente— con las aportaciones en concepto de reservas y depósitos (y no en sentido inverso).

El vínculo anterior, unido a los requerimientos que aseguran la liquidez de las contribuciones para préstamos y depósitos, determina, asimismo, que no más de dos terceras partes de los recursos financieros captados por el RST puedan en última instancia destinarse a préstamos. Se trata, sin duda, de una limitación que podría paliarse si una parte de los recursos financieros del propio FMI, acumulados como salvaguarda de su patrimonio principal, se utilizaran para completar la dotación de reservas del RST. Esta opción, sin embargo, se enfrenta a varios problemas: el empleo alternativo de estos recursos para garantizar la concesionalidad de los préstamos del PRGT, la ausencia de consenso institucional para arbitrar esta solución en cualquiera de ambos fondos fiduciarios en la coyuntura actual y, más importante, el propio debilitamiento de las finanzas del FMI que conlleva esa opción.

La liquidez de las aportaciones es fundamental para facilitar la participación de los bancos centrales de los países miembros en la financiación de las cuentas de préstamos y depósitos del RST. El régimen de *encashment* que se aplica a los préstamos, aunque reforzado respecto del régimen vigente en otras fuentes de financiación del FMI, es limitado, pues depende en gran medida de la existencia de una base amplia de participantes con solvencia contrastada o del compromiso individual de algunos de ellos de no solicitar reintegros. De forma análoga, el régimen de *encashment* que se aplica a los depósitos confía en que las desinversiones para atender las peticiones de reintegro se realicen sin minusvalías.

La calidad crediticia de los préstamos también es clave para comprometer la participación de los bancos centrales en el RST. El vencimiento de estos préstamos, el más prolongado de las líneas de crédito del FMI, conlleva un riesgo crediticio mayor, que es el que justifica una supervisión del deudor más estrecha una vez concluido el programa y mientras la deuda viva total —esto es, la contraída por medio de todas las líneas de crédito concurrentes— supere determinados umbrales. La próxima revisión del RST ofrece la ocasión de plantear un reforzamiento de este seguimiento bilateral con unos umbrales —relativos y absolutos— específicos y más exigentes que los actuales.

Los criterios de admisión en el RST, basados en la renta y la población de los países miembros, dan lugar a un número elevado de posibles beneficiarios, algunos de los cuales incluso con potencial prestamista o, directamente, prestamistas del fondo fiduciario. En este ámbito se aprecian algunos paralelismos con la creación del PRGT original, momento en el que algunos países candidatos (China e India, concretamente) renunciaron a solicitar financiación concesional del fondo fiduciario por su elevada cuota en comparación con la del resto de candidatos.

El principal problema en este campo radica, fundamentalmente, en el acceso efectivo a la financiación del RST, pues dicho acceso requiere, entre otros requisitos, la sostenibilidad de la deuda del país peticionario y una adecuada capacidad de reembolso al FMI. Este requisito entraña una hipotética barrera de entrada a la financiación del RST y, en sentido contrario, un posible deterioro de la calidad crediticia de la financiación concedida como resultado de una hipotética relajación de los análisis de sostenibilidad de la deuda que promueva un mayor número de prestatarios.

Un aspecto importante que se debe considerar en el diseño de la RSF es si la concesionalidad de los préstamos, en un contexto general de bajos tipos de interés como los que han prevalecido hasta hace poco, cuestiona la coherencia entre líneas de financiación y la ecuanimidad entre prestatarios. Tipos de interés más elevados como los actuales han diluido estas cuestiones, pero también son los que han dado pie a la acertada iniciativa de establecer un techo al coste soportado por los prestatarios más vulnerables.

Esta iniciativa, sin embargo, compromete el grado de cobertura de las reservas del RST, planteando distintas opciones para financiarla —como el subsidio cruzado, explícito, implícito, el uso de los recursos del FMI, etc.—, y subraya la necesidad de revisar la estructura de tipos de interés periódicamente o, siempre que se produzca una variación significativa, en un corto lapso de tiempo, del tipo de interés del DEG que se toma como referencia.

Del lado de la oferta de recursos, la campaña de captación de fondos iniciada en abril de 2022 reúne ahora mismo una masa de compromisarios suficiente para atender la demanda de financiación estimada inicialmente por el FMI. Algunos anuncios de contribución al RST realizados en el seno del G20 todavía se tienen que materializar. Del lado de la demanda de recursos, el FMI constata un número significativo de peticiones de financiación hasta el final de la década y, en este contexto, no descarta la captación de recursos adicionales, principalmente a través de la canalización de DEG, observando la proporción mínima 100/2/20 entre las distintas cuentas que componen el fondo fiduciario.

La capacidad de préstamo del RST no solo depende de sus propios recursos, sino también, y a una escala aún mayor, del tamaño del FMI y del PRGT —delimitado por las cuotas de sus países miembros más el endeudamiento multilateral y bilateral, y por las contribuciones voluntarias de algunos de sus miembros, respectivamente—, en la medida en que toda financiación a través de la RSF viene respaldada por un programa subyacente, aunque este no acarree necesariamente financiación.

Toda la evidencia disponible sobre el funcionamiento del RST se reúne, por el momento, en un conjunto heterogéneo de once programas en curso de ejecución —concedidos a países pertenecientes a uno de los tres grupos de potenciales prestatarios procedentes de diferentes regiones—, aprobados en conjunción con distintas líneas de crédito e instrumentos no financieros del FMI y con una duración que oscila entre el año y medio y los tres años y medio.

La mayor parte de los programas, especialmente los cinco programas piloto aprobados entre noviembre de 2022 y marzo de 2023, se han concedido por el límite de acceso máximo previsto, mientras que los programas aprobados con posterioridad se han ceñido, salvo dos de ellos, al límite de acceso considerado como normal. En todos los casos se echa en falta un análisis transversal que justifique la magnitud de los volúmenes concedidos vinculándola con la agenda de medidas medioambientales contempladas, así como con el compromiso y la capacidad institucional de cada prestatario para implementarlas.

El acceso a la RSF debería ponderarse tanto por el grado de ambición y profundidad de la agenda de reformas como por la predisposición de los destinatarios de la financiación a llevar a término dicha agenda, y observar siempre la adicionalidad. Un aspecto que se ha de considerar en la próxima revisión del RST y que ya se contempló de forma preliminar en la fase de diseño del fondo fiduciario es la posibilidad de escalar los límites de acceso por grupos de países, de manera que aquellos con menor renta per cápita fueran los que contaran con el mayor porcentaje de acceso en términos de cuota, en razón de su menor capacidad institucional para acometer el mismo tipo de medidas que el resto de prestatarios. Esta progresividad relativa no debería entrar en conflicto con el hecho de que el acceso se module en función del grado de elaboración de la agenda de reformas.

La relación entre el volumen de financiación concedido y el número de medidas medioambientales previstas en los programas en curso es, por lo general, muy uniforme, y la distribución de los desembolsos se ajusta al número de medidas contempladas en cada revisión. La paridad entre el número de medidas medioambientales y las reformas estructurales de los programas asociados es significativa, si bien estos últimos, con una mayor dispersión en sus niveles de acceso, cuentan también en su condicionalidad con variables de carácter cuantitativo.

Con la experiencia disponible, resulta prematuro calibrar el diseño y la profundidad de la condicionalidad de los programas financiados por la RSF, aunque hay indicios que apuntan a la conveniencia de adoptar medidas más ambiciosas, siempre adaptadas a la capacidad del país en cuestión para emprender reformas. El grado de cumplimiento de las medidas previstas por los programas proporcionará un test de validación de la condicionalidad a medio plazo, sujeto también al cumplimiento de las condiciones de los programas con los que se vinculan.

En el mismo sentido, la experiencia acumulada permitirá ir validando y, en su caso, seleccionando aquellas líneas de crédito y programas no financieros con mayor afinidad instrumental con la RSF. Al menos de entrada, las líneas *Extended Fund Facility* (EFF) y

*Extended Credit Facility* (ECF), consideradas individualmente o de forma combinada, son las que cuentan con los vencimientos más dilatados para acomodar el tipo de reformas estructurales más afines a las medidas recogidas en los programas financiados por la RSF y las que minimizan el descuadre de los riesgos crediticios. En sentido contrario, podrían mencionarse las líneas de aseguramiento, con vencimientos más cortos y basadas principalmente en el cumplimiento de la condicionalidad *ex ante*.

La creación del RST, como ya se ha indicado, viene motivada por la oportunidad de recanalizar parte de los DEG procedentes de la asignación general llevada a cabo en 2021. Las asignaciones especiales, dirigidas a un grupo específico de países miembros con objeto de ampliar sus reservas en circunstancias especiales, no están contempladas por el convenio constitutivo del FMI, puesto que cuestionan el principio de uniformidad de trato que gobierna la institución. Toda enmienda estatutaria requiere una mayoría de tres quintas partes de los países miembros, que represente el 85 % del total de votos, previa aprobación de la Junta de Gobernadores.

En suma, frente a la opción de modificar el convenio constitutivo del FMI para posibilitar asignaciones específicas de DEG destinadas a los miembros más afectados por la crisis provocada por la pandemia, con el establecimiento del RST la institución ha optado por preservar su carácter multilateral, confiar en la capacidad de concertación de esfuerzos de sus miembros para la movilización de los DEG y primar el otorgamiento de préstamos con condicionalidad sobre la provisión incondicional de liquidez a menor coste, implícita en toda asignación de DEG.

Por último, la provisión de financiación a través del RST guarda similitud con la que proporcionan instituciones como el Banco Mundial y otros bancos multilaterales de desarrollo e iría más allá de los objetivos tradicionales de corrección de desequilibrios exteriores y estabilización macroeconómica y financiera del FMI. Precisamente esa similitud motiva que la instrumentalización del RST, al igual que la del PRGT, se lleve a cabo a través de la creación de fondos fiduciarios que se financian con recursos procedentes de aportaciones voluntarias de algunos de sus miembros, y no a través de la financiación con carácter universal procedente de las cuotas. Con todo, conviene no perder de vista que, en términos de gobernanza, la aprobación de las medidas financiadas por la RSF descansa en decisiones basadas en el consenso del Directorio Ejecutivo, que representa a toda la membresía del FMI, y no solo a los participantes en la financiación del fondo fiduciario.

**LIQUIDEZ Y CALIDAD CREDITICIA DE LAS APORTACIONES A LAS CUENTAS DE PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS DEL RST**

El diseño del RST reúne diversos elementos para asegurar la liquidez y calidad crediticia de las contribuciones a las cuentas de préstamos y depósitos, necesarias para que dichas contribuciones puedan tener la consideración de activos de reserva a todos los efectos, de modo que estén disponibles por razones de necesidad de financiación de la balanza de pagos<sup>1</sup>.

*Cuenta de préstamos*

La liquidez de las aportaciones a esta cuenta se encuentra garantizada por el régimen de *encashment*. Este régimen, de adhesión voluntaria y disponible también en otras fuentes de financiación del FMI<sup>2</sup>, permite el reembolso anticipado de los importes desembolsados en el caso de que el contribuidor justifique que la balanza de pagos, o la posición de las reservas del país miembro, requieren de dicho reintegro, con el compromiso de reversión cuando se corrija esta situación.

La particularidad del RST respecto de las otras fuentes de financiación del FMI reside en que todos los contribuidores de la cuenta de préstamos, estén o no adheridos al régimen de *encashment*, se comprometen a atender solicitudes de reembolso anticipado de terceros, destinando un 20 % de su aportación para esta finalidad, lo que viene a reforzar las expectativas de rescate en caso de necesidad y, por consiguiente, el carácter de activo de reserva de las aportaciones a la cuenta.

Este planteamiento, más exigente que el enfoque tradicional, no observa el principio de reciprocidad del régimen de *encashment* previsto para las demás fuentes de financiación del FMI, cuyos derechos y obligaciones afectan únicamente a los prestamistas adheridos. En el caso del RST, esta variante supone un incentivo para que todos los contribuidores se acojan al régimen y permite blindar el colchón amortiguador del 20 % de todas las aportaciones para atender este tipo de contingencias.

A efectos operativos, el régimen de *encashment* determina la capacidad de préstamo del RST en cada momento. Dicha capacidad se define como la diferencia entre el total de recursos para préstamo no comprometidos y el saldo mínimo de liquidez, siendo este saldo el mayor importe entre el 20 % del total de aportaciones a la cuenta de préstamos, o la mayor contribución individual a dicha cuenta, si el 20 % global fuera insuficiente

para atender el reintegro anticipado de la contribución más elevada.

Como se observa, se trata de un régimen limitado en términos actuariales que, para garantizar la liquidez de las contribuciones, confía en que la contribución individual de mayor importe no solicite el reintegro de su aportación<sup>3</sup>. Con todo, cabe advertir que la probabilidad de que un contribuidor rescate anticipadamente su aportación por los motivos tasados por el régimen no es muy elevada, debido al reducido importe relativo de las contribuciones al fondo fiduciario.

Por otra parte, la calidad crediticia de los préstamos concedidos viene garantizada por múltiples factores, entre otros: el cumplimiento de la condicionalidad del programa estándar asociado y de las reformas previstas bajo la línea de crédito del RST, una evaluación de la sostenibilidad de la deuda del prestatario a largo plazo y de la capacidad de reembolso al FMI, el seguimiento del deudor —una vez concluido el programa y mientras la deuda viva supere determinados umbrales— mediante un procedimiento supervisor *ad hoc*, una estrategia reglada de prevención y mitigación de atrasos prolongados equiparable a la prevista en el PRGT, el reconocimiento del estatus de acreedor preferente del RST<sup>4</sup> y los propios saldos acumulados en las cuentas de reservas y depósitos del fondo fiduciario.

En este ámbito cobra especial importancia el seguimiento posterior a la finalización del programa. El refuerzo de la supervisión desde la conclusión del programa hasta el vencimiento del préstamo es uno de los elementos esenciales de control del riesgo de crédito y, desde la perspectiva del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), fundamental para poder comprometer la participación de los bancos centrales en la cuenta de préstamos del RST. Dicho seguimiento tiene lugar, durante el período mencionado, mientras la deuda viva exceda del 200 % de la cuota, incluyendo cualquier importe pendiente de reembolso, o de 0,38 mm de DEG<sup>5</sup>.

*Cuenta de depósitos*

Esta cuenta también contempla el régimen de *encashment*, si bien en este caso consiste en una petición de desinversión de las cantidades aportadas, fundamentada en los mismos motivos y con igual compromiso de restitución de cantidades, una vez que

1 Según la definición del sexto manual de balanza de pagos (MBP6) del FMI (2009), tienen la consideración de activos de reserva los «activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiación de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio y para otros fines relacionados (como el mantenimiento de la confianza en la moneda y la economía y servir como base para el endeudamiento externo)».

2 En concreto, se encuentra disponible en el endeudamiento multilateral y bilateral del FMI que complementa la financiación a través de las cuotas de los países miembros, así como en la financiación de los préstamos del PRGT.

3 El compromiso por parte de China de no disposición de los importes aportados a la cuenta de préstamos, en particular, ha sido fundamental para facilitar la puesta en marcha del RST.

4 No obstante, cabe indicar que, en caso de atrasos, la intención del FMI es dar prioridad a los reembolsos procedentes de préstamos ordinarios y concesionales sobre los reembolsos que el mismo deudor pudiera tener con origen en préstamos del RST, lo que comporta una jerarquización crediticia interna a favor de los préstamos con vencimientos más cortos.

5 Este umbral coincide con el que se aplica en el seguimiento posterior a la finalización de los programas financiados con los préstamos del PRGT.

**LIQUIDEZ Y CALIDAD CREDITICIA DE LAS APORTACIONES A LAS CUENTAS DE PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS DEL RST (cont.)**

el aportante equilibre su posición exterior. El riesgo de rescate por un importe inferior al principal no es descartable (tampoco lo es el riesgo de reconocimiento de minusvalías al vencimiento), aunque resulta improbable por las características de la cartera en la que se invierten las contribuciones.

Esta cuenta comporta riesgo de inversión, pero se ve mitigado por una estrategia de inversión conservadora cuyo objetivo es generar un rendimiento mínimo de unos 50 puntos básicos (pb) por encima del tipo de interés del DEG, al tiempo que minimizar el alcance y la frecuencia de obtención de rendimientos por debajo

del objetivo (e incluso negativos) en un horizonte de inversión de 3 a 4 años.

Esta estrategia, materializada en instrumentos de renta fija de grado de inversión de alta calidad (entre otros instrumentos, deuda emitida por gobiernos, entidades gubernamentales e instituciones financieras internacionales, como el Banco de Pagos Internacionales), coincide con una de las estrategias de gestión de las reservas del FMI, cuenta con un historial inversor a medio plazo contrastado y permite atenuar el riesgo de pérdida de capital permanente, incluso en caso de *encashment*.

## LA CONCESIONALIDAD DEL RST Y LA IMPOSICIÓN DE UN TOPE AL TIPO DE INTERÉS DEL GRUPO DE DEUDORES MÁS VULNERABLES

Los fondos RST y PRGT proporcionan financiación concesional, aunque bajo términos distintos. Este recuadro compara la concesionalidad de la RSF con la de la *Extended Credit Facility* (ECF), que es, por finalidad y duración, la línea de crédito del PRGT más similar a la del RST y la que cuenta con el mayor elemento de donación del PRGT, por sus términos financieros. Asimismo, se examinan brevemente las principales implicaciones de aplicar un tope al tipo de interés para el grupo de prestatarios del RST más vulnerables, con objeto de protegerlo de las alzas de los tipos de interés de mercado, y las opciones disponibles para financiar dicho tope.

La concesionalidad de un préstamo captura su elemento de donación y se calcula como la diferencia entre el valor nominal del préstamo y su valor presente neto calculado a un tipo de descuento fijo, expresada como un porcentaje del valor nominal<sup>1</sup>. Cuanto mayor sea el período de gracia, el vencimiento y el tipo de descuento, y cuanto menor sea el tipo de interés, mayor será la concesionalidad del préstamo.

La ECF y la RSF cuentan con términos financieros diferentes (véase cuadro 1). La ECF tiene un vencimiento de 10 años, con 10 reembolsos semestrales de igual cuantía después de un período de gracia de 5 años y medio, y todos los prestatarios del PRGT

pagan un tipo de interés fijo, que se revisa cada dos años, con base en el tipo de interés del DEG a tres meses<sup>2</sup>.

La línea RSF sigue un patrón diferente: tiene un vencimiento de 20 años, con 20 reembolsos semestrales iguales tras un período de gracia de 10 años y un semestre, y aplica una estructura de tipos de interés escalonada, basada en el tipo de interés del DEG, con cargos y comisiones por desembolsos crecientes, que dependen inversamente del nivel de vulnerabilidad de los tres grupos de países en los que se organiza el RST. Mientras que el tipo de interés del DEG atiende la remuneración de los prestamistas que financian la cuenta de préstamos del fondo fiduciario, los cargos y comisiones por desembolso cubren los costes operativos del RST y proporcionan recursos adicionales a la cuenta de reservas del fondo fiduciario.

El gráfico 1 compara la concesionalidad teórica de ambas líneas de crédito. Como se observa, el elemento de subvención de la ECF toma tres valores diferentes según el nivel del tipo de interés del DEG: 32,2 % para tipos de interés inferiores al 2 %, 30,6 % para tipos de interés de entre el 2 % y el 5 %, y 29 % para tipos de interés superiores al 5 %. Estos valores se mantienen sin cambios entre las revisiones de la estructura de tipos de interés del PRGT que el FMI lleva a cabo cada dos años.

Cuadro 1  
Términos financieros de las líneas ECF y RSF

	ECF		RSF	
Duración	3-4 años ampliables a 5 años		Vinculada a la extensión del acuerdo concurrente	
Período de gracia	5 ½ años		10 ½ años	
Vencimiento	Hasta 10 años		Hasta 20 años	
Reembolsos	10 cuotas semestrales iguales		20 cuotas semestrales iguales	
Tipo de interés	0 %	< 2 %	Todos los países del RST	Tipo de interés del DEG
	0,25 %	≥ 2 % y ≤ 5 %		
	0,5 %	> 5 %		
Cargo y comisión por desembolso			Grupo A	55 pb
			Grupo B	75 pb + 25 pb/desembolso
			Grupo C	95 pb + 50 pb/desembolso

FUENTE: FMI.

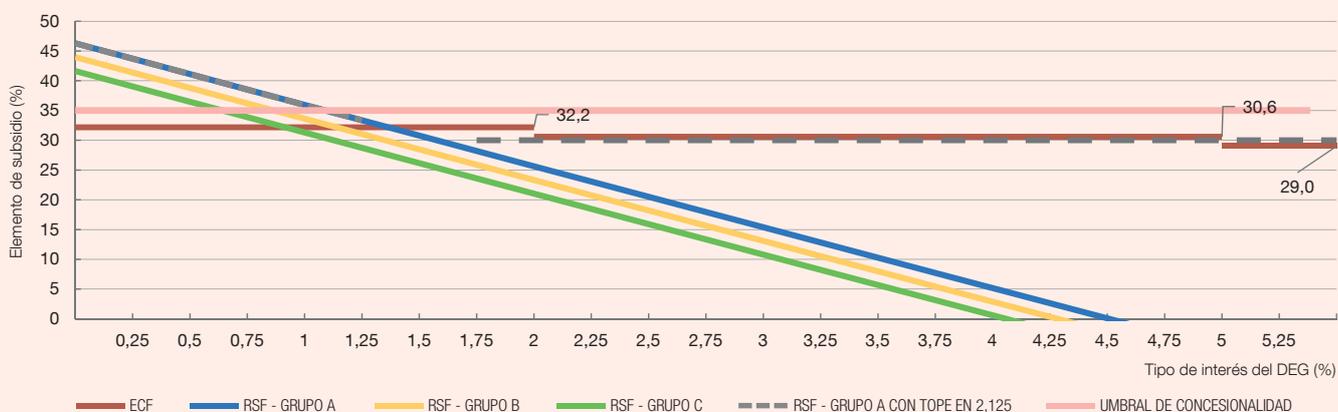
a Nivel del tipo de interés del DEG en el momento de la revisión bienal de la estructura del tipo de interés del PRGT.

1 Normalmente se considera que un préstamo es concesional si el elemento de donación o de subsidio supera al menos el 35 % de su valor nominal. El Comité de Ayuda al Desarrollo (CAD) de la OCDE, sin embargo, establece distintos umbrales de concesionalidad (45 %, 15 % y 10 %) calculados con diferentes tipos de descuento (9 %, 7 % y 5 %) dependiendo del tipo de préstamo y prestamista. El elemento de donación de los préstamos destinados a las instituciones multilaterales (Ayuda Oficial al Desarrollo multilateral) se calcula utilizando un tipo de descuento del 5 %, siendo el umbral mínimo de concesionalidad el 10 % en estos casos.

2 Este tipo de interés, compuesto por una cesta de instrumentos financieros a tres meses de las cinco monedas que integran el DEG (dólar estadounidense, euro, renminbi, yen y libra esterlina), se sitúa actualmente en torno al 4 %, con un suelo de 5 pb desde el 24 de octubre de 2014.

## LA CONCESIONALIDAD DEL RST Y LA IMPOSICIÓN DE UN TOPE AL TIPO DE INTERÉS DEL GRUPO DE DEUDORES MÁS VULNERABLES (cont.)

Gráfico 1  
Concesionalidad de la ECF y la RSF



FUENTE: FMI y elaboración propia.

En un contexto de niveles reducidos de tipos de interés (esto es, bajos niveles del tipo de interés del DEG, aumentados por los respectivos márgenes y cargos por servicio), el elemento de subvención para los tres grupos de países de la RSF (A, B y C) siempre es mayor que el de la ECF, e incluso superior al umbral tradicional del 35 % que se toma como referencia. A medida que aumenta el tipo de interés del DEG, la concesionalidad de la RSF disminuye hasta que el tipo de interés iguala al tipo de descuento utilizado para calcular el valor actual neto del préstamo<sup>3</sup>.

En respuesta al reciente aumento de los tipos de interés de mercado, el FMI ha recurrido a la opción, prevista en la propia fase de diseño del RST, de proteger al grupo de países más vulnerables del RST mediante el establecimiento de un tope del tipo de interés aplicado al grupo A que garantice un elemento fijo de donación análogo al de la ECF. El gráfico 1 ilustra un tope del 2,125 %, incluido el margen de 55 pb, que asegura una concesionalidad fija de alrededor del 30 %, equivalente a la concesionalidad de la ECF cuando el tipo de interés del DEG supera el nivel del 2 %.

La imposición de un tope con estas características supone una disminución de los ingresos del RST y, más concretamente, una reducción de los recursos con los que hacer frente a parte de la remuneración pactada con los prestamistas del fondo fiduciario. La medida adoptada por el FMI en mayo confía en que el establecimiento de un tope del 2,25 % (margen incluido) al coste de la financiación del grupo A no comprometa el grado de cobertura

de las reservas durante el período de reembolso de los préstamos<sup>4</sup> y que no sea necesario arbitrar soluciones compensatorias como el subsidio cruzado y/o el subsidio directo.

### Subsidio cruzado

Esta solución, que involucra únicamente a los deudores del RST, consiste en aumentar los márgenes que se aplican a los países de los grupos B y C en una cuantía suficiente como para compensar la pérdida de ingresos que representa el tope del tipo de interés aplicado al grupo A<sup>5</sup>. El subsidio cruzado plantea numerosos interrogantes relacionados con la equidad y el reparto de la carga entre los deudores: cómo justificar que el resto de países con renta per cápita baja y los que entran en la lista de las economías «olvidadas» (*forgotten middle-income countries*) asuman el coste que supone la imposición de un tope, de qué modo distribuir los esfuerzos financieros asumidos entre ambos grupos de prestatarios (de manera uniforme, proporcional, etc.) o cómo gestionar escenarios en los que la base de deudores acogidos al tope sea más amplia que la del resto de prestatarios.

### Subsidio directo

Esta solución, compatible con la anterior, involucra a los contribuidores del RST y, por extensión, al propio FMI. Consiste en replicar el mecanismo de subsidio del tipo de interés ya establecido para el PRGT, basado en aportaciones bilaterales

3 Un tipo de descuento del 5 % de acuerdo con la metodología del CAD en este caso. El cálculo de la comisión por desembolso supone, al contrario de lo previsto para la RSF, que todo el importe del préstamo se desembolse por completo al principio, en lugar de repartirse temporalmente por tramos o desembolsarse al término del programa con la última revisión del mismo.

4 El FMI toma como referencia una ratio de reservas sobre el crédito vivo no inferior al 10 %. Un porcentaje elevado de prestatarios del grupo A y/o unos rendimientos negativos de las inversiones realizadas en la cuenta de depósitos podrían desviar la ratio de esta cifra objetivo.

5 De forma gráfica, un desplazamiento a la izquierda de las funciones lineales de los grupos B y C.

**LA CONCESIONALIDAD DEL RST Y LA IMPOSICIÓN DE UN TOPE AL TIPO DE INTERÉS DEL GRUPO DE DEUDORES MÁS VULNERABLES (cont.)**

en forma de donaciones, préstamos con subsidio implícito<sup>6</sup> y depósitos e inversiones que generen un excedente de rendimiento de inversión para este fin. La financiación de este mecanismo puede complementarse con el uso de los recursos financieros del propio FMI, como los beneficios derivados de la venta parcial de sus tenencias de oro o el empleo de parte de sus reservas. El subsidio directo parece encontrarse en un callejón sin salida en el contexto actual, tanto por la escasez de recursos bilaterales para hacer frente a multitud de compromisos financieros, dentro y fuera del FMI, como por la renuencia de algunos miembros del FMI a comprometer parte de los recursos de la institución para esa finalidad.

En suma, el diseño inicial de la RSF prevé un elemento de donación significativo a tipos de interés bajos para países de toda índole, incluidos los de renta per cápita media, lo que puede plantear problemas de coherencia interna entre las diferentes líneas de crédito del FMI, ya que la financiación de las reformas previstas por el RST se puede beneficiar de niveles de concesionalidad más elevados que la financiación de las necesidades prolongadas de balanza de pagos del PRGT,

y también de imparcialidad entre prestatarios con niveles de vulnerabilidad diferentes.

Un tope en el tipo de interés aplicado al grupo de deudores más vulnerables en respuesta a un aumento en los tipos de interés de mercado puede garantizar un nivel de concesionalidad similar al de los préstamos del PRGT concurrente. El tope, sin embargo, representa un déficit de financiación para el RST que, en caso de agravarse, supondría la implementación de alguna forma de subsidio basada en encarecer los términos de financiación de los deudores supuestamente mejor posicionados y/o efectuar nuevas contribuciones bilaterales y del propio FMI.

Con independencia de la implementación de un tope, es fundamental realizar revisiones periódicas de la estructura del tipo de interés del RST, y sobre todo siempre que se produzcan variaciones significativas en los tipos de interés de mercado en un período de tiempo relativamente corto. Estas revisiones deben abordar tanto la sostenibilidad de la deuda y la capacidad de reembolso de los prestatarios como la sostenibilidad del fondo fiduciario en su conjunto.

<sup>6</sup> En este contexto, el subsidio implícito supone aceptar una remuneración por los importes prestados inferior a la del tipo de interés del DEG que prevén los acuerdos de préstamo del RST.

## LA CONDICIONALIDAD EN LOS PROGRAMAS DEL RST

En este recuadro se revisan los rasgos generales de la condicionalidad aplicada a los diez primeros países que han solicitado financiación a través del RST desde su creación a finales de 2022. Asimismo, se evalúan de forma preliminar la colaboración con el Banco Mundial —considerada clave para el buen funcionamiento de la RSF, dada la menor experiencia del FMI en el diseño de programas de reforma a largo plazo— y el papel catalizador de la financiación adicional, esencial también a la vista de la magnitud de las necesidades de financiación derivadas del cambio climático<sup>1</sup>, y de los limitados recursos del RST.

Como se ha comentado previamente, la condicionalidad aplicada a los diez países que han solicitado financiación a través del RST (los cinco programas piloto<sup>2</sup> más Kosovo, Seychelles, Senegal, Níger y Kenia) ha sido de tipo medioambiental. Estos diez países son muy diversos en términos de renta, situación geográfica o grado de vulnerabilidad al cambio climático<sup>3</sup>, pero todos comparten como rasgo común una contribución al calentamiento global modesta o insignificante medida por las emisiones de CO<sub>2</sub>. Este aspecto explica en cierto modo el tipo de reformas planteadas: de hecho, aunque los programas se han organizado en torno a medidas de adaptación y mitigación del cambio climático, la mayor parte de las reformas tiene que ver con la adaptación<sup>4</sup>.

Las principales áreas de reforma se podrían englobar en los siguientes ámbitos: la incorporación de los riesgos climáticos en las políticas presupuestarias, la planificación de infraestructuras más resistentes a los efectos del clima, el refuerzo de la gobernanza en la inversión pública, la descarbonización de la economía y la promoción de un sistema financiero más verde (véase el anejo para las reformas por países). Dada la relativa rapidez del despliegue de la RSF, los programas de reforma han debido diseñarse sobre la base de los diagnósticos disponibles, sin que haya habido una metodología única o una supervisión bilateral común a todos los países. Así, la condicionalidad de algunos programas (Costa Rica, Barbados o Kenia, por ejemplo) se ha definido principalmente sobre la base de la agenda de reformas climáticas de sus respectivos Gobiernos, por lo que no sorprende que el tipo de medidas incluidas en los programas haya sido continuista<sup>5</sup>. En casos como los de Bangladesh o Ruanda, debido a la implicación previa del Banco Mundial en el diagnóstico de los riesgos del cambio climático, la condicionalidad se ha construido a partir de los *Country Climate and Development Reports* (CCDR) del Banco Mundial. Por su parte, en 2022, el FMI

seleccionó a Madagascar y Samoa como casos piloto en el marco de los *Climate Macroeconomic Assessment Programs* (CMAP<sup>6</sup>), que resultaron muy costosos en términos de recursos y que no han ido seguidos de una solicitud de financiación del RST. Finalmente, una herramienta útil en el diagnóstico de la vulnerabilidad climática y el diseño de la condicionalidad han sido los *Climate Public Investment Management Assessment* (C-PIMA<sup>7</sup>), que forman parte de los programas de asistencia técnica y desarrollo de capacidades del FMI y que, con la excepción de Barbados, están disponibles para todos los países que han solicitado la RSF<sup>8</sup>.

Sobre la base de estos casos, quedaría pendiente una tarea transversal de revisión de la coherencia de los programas y de mejora de la justificación de la selección y priorización de las distintas medidas (aunque, por ejemplo, los casos de Jamaica o Seychelles incluyen una ordenación de las medidas en términos de urgencia y factibilidad, o de importancia para el país). En este sentido, la revisión de los CMAP<sup>9</sup> en junio de 2023 puede suponer un paso en la dirección correcta, pues concluye que los nuevos CMAP serán menos exhaustivos y más orientados hacia las áreas de ventaja comparativa del FMI: la mitigación, la gestión fiscal y el impacto macrofiscal de las políticas contra el cambio climático, además de prever una ampliación de la asistencia técnica a los países con RSF. Ello podría contribuir a reforzar la necesaria coherencia entre los programas y también a abordar las críticas de falta de profundidad en las reformas.

Por otra parte, el diseño de la condicionalidad climática ha supuesto una tarea nueva para el FMI, alejada en cierto modo del ámbito macroeconómico característico de los programas convencionales. Por ello, un aspecto considerado clave desde la puesta en funcionamiento del RST era la coordinación con el Banco Mundial. En este sentido, la evidencia disponible relativa a los diez primeros países sugiere una mejora progresiva en el grado de coordinación de las dos instituciones: la interacción institucional y la elusión de posibles solapamientos aparecen mucho mejor reflejadas en los últimos programas y, a la postre, en las revisiones trimestrales de los primeros programas. A medida que han ido aprobándose nuevos programas, se ha clarificado también cada vez más la coordinación con otros bancos multilaterales de desarrollo o con agencias de desarrollo de diferentes países, a veces muy numerosas, lo que pone de manifiesto la complejidad de la coordinación en el ámbito de las reformas climáticas. La

1 Los costes de adaptación para los países en desarrollo se estiman en torno a 70 mm de dólares y se espera que aumenten a cifras de entre los 140 y los 300 mm de dólares antes de 2030. Véase Behsudi (2021).

2 Costa Rica, Barbados, Ruanda, Bangladesh y Jamaica.

3 Níger y Bangladesh se encuentran entre los países más vulnerables del mundo al cambio climático, con las posiciones 163 y 169 respectivamente en el *ranking* de 185 países de *Notre Dame Global Adaptation Index*, un índice que mide la vulnerabilidad al cambio climático y la capacidad de respuesta de los países, mientras que Barbados ocupa la posición 45. Como referencia, España figura en la posición 26.

4 En Kosovo, Seychelles y Senegal se hace cierto mayor énfasis en medidas de mitigación.

5 Véase Wainer (2023).

6 Véase FMI (2022a y 2022e).

7 Véase *IMF Infrastructure and Governance*.

8 El Artículo IV de Barbados de 2019 incidió especialmente en las cuestiones climáticas.

9 Véase FMI (2023k).

**LA CONDICIONALIDAD EN LOS PROGRAMAS DEL RST (cont.)**

delimitación de las competencias entre el FMI y el Banco Mundial ha resultado por lo general algo difusa, pues las reformas del RST se establecen en muchos casos en ámbitos parecidos o forman parte de un seguimiento de medidas previas planteadas por el Banco Mundial.

El otro aspecto de interés respecto a las expectativas creadas en torno a este instrumento es su papel catalizador en relación con otras fuentes de financiación. En este sentido, el RST parece haber dado paso a la evaluación de nuevos préstamos por parte del Banco Mundial o de otros organismos multilaterales y agencias de desarrollo, lo que podría entenderse como un cierto papel catalizador, al menos respecto a la financiación oficial. En casos como el de Barbados o Ruanda, el RST ha adquirido un cierto rol de coordinación de los programas de otras instituciones<sup>10</sup>. En cambio, en Kosovo, la financiación del RST se añade a otras fuentes de

financiación oficial y multilateral previas<sup>11</sup>. El papel catalizador respecto al sector privado es una de las áreas en las que el FMI está haciendo un mayor énfasis en los últimos programas, en los que se resaltan la simplificación de procedimientos administrativos y la creación de un entorno regulatorio más favorable a la inversión verde. Sin embargo, es pronto para evaluar si el RST puede favorecer la atracción de flujos del sector privado.

Finalmente, como era de esperar, algunos países valoran el RST porque amplía su espacio fiscal, ya que se trata de una fuente de financiación más barata y a largo plazo, especialmente bienvenida en casos de falta de acceso al mercado (por ejemplo, por una reestructuración de deuda reciente), o en comparación con el coste de la financiación doméstica. Este tipo de consideraciones resalta la importancia del buen diseño de la condicionalidad de los programas y la necesidad de una evaluación rigurosa del uso del instrumento.

<sup>10</sup> Véanse las notas de prensa del FMI referidas a [Barbados](#) y [Ruanda](#).

<sup>11</sup> Algunas de ellas ligadas a la [Declaración de Sofía sobre la Agenda Verde para los Balcanes Occidentales](#).

**PROGRAMAS EN LA RAMPA DE LANZAMIENTO**

De las 43 peticiones o expresiones de interés reconocidas por el FMI para llevar a cabo programas con fines climáticos financiados por el RST, el 74 % proceden de países con renta per cápita baja (grupos A y B) y el 60 % del África subsahariana. La directora gerente del FMI avanza que, de esta relación de países, alrededor de siete podrían emprender nuevos programas financiados por la RSF el próximo

año. El siguiente cuadro recoge una lista meramente orientativa de varios posibles peticionarios a 30 de septiembre de 2023 de acuerdo con algún tipo de indicación de carácter público. Como en el caso de los programas en ejecución, se trata de una relación heterogénea de economías en cuanto a adscripción grupal, área geográfica de procedencia y, en su caso, líneas de crédito preexistentes.

Cuadro 1  
Posibles peticionarios de la RSF a 30 de septiembre de 2023

País miembro	Región	Grupo	Volumen			Línea GRA/PRGT	Volumen Mill. DEG	Duración	
			% referidos a cuota					Aprobación	Finalización
			75%	100%	150%				
Benín	África subsahariana	B	92,9	123,8	185,7	ECF/EFF	484,1	8/7/2022	7/1/2026
Bután	Asia	B	15,3	20,4	30,6				
Cabo Verde	África subsahariana	A	17,8	23,7	35,6	ECF	45,0	15/6/2022	14/6/2025
Chad	África subsahariana	A	105,2	140,2	210,3	ECF	392,6	10/12/2021	9/12/2024
Rep. Dem. Congo	África subsahariana	A	799,5	1000,0	1000,0	ECF	1066,0	15/7/2021	14/7/2024
Rep. Dominicana	Latinoamérica y Caribe	C	358,1	477,4	716,1				
Egipto	Norte de África	C	1000,0	1000,0	1000,0	EFF	2350,2	16/12/2022	15/10/2026
Macedonia N.	Europa	C	105,2	140,3	210,5	PLL	406,9	21/11/2022	20/11/2024
Moldavia	Europa	B	129,4	172,5	258,8	ECF/EFF	594,3	20/12/2021	19/4/2025
Paraguay	Latinoamérica y Caribe	C	151,1	201,4	302,1	PCI		21/11/2022	20/11/2024
Tanzania	África subsahariana	A	298,4	397,8	596,7	ECF	795,6	8/7/2022	17/11/2025

FUENTE: FMI.

## Anejo

### Objetivos medioambientales, calendario de desembolsos y agenda de medidas de los primeros programas financiados por la RSF

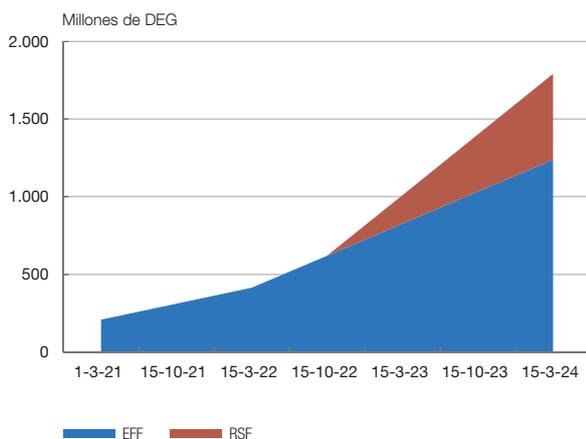
Los objetivos de los programas aprobados hasta la fecha se concretan en distintas medidas medioambientales agrupadas por áreas, pilares o prioridades de reforma, que se reparten a lo largo de las sucesivas revisiones posteriores a la aprobación del programa financiado por la RSF. Los desembolsos, condicionados al cumplimiento de estas medidas, siguen el calendario de revisiones del programa tradicional subyacente, cuyas condiciones también tienen que cumplirse. La proporción entre la financiación prevista por la RSF y el número de medidas medioambientales es, por lo general, relativamente uniforme y también lo es la magnitud de los desembolsos y su distribución a lo largo del programa en comparación con la intensidad reformista de cada revisión.

#### Costa Rica

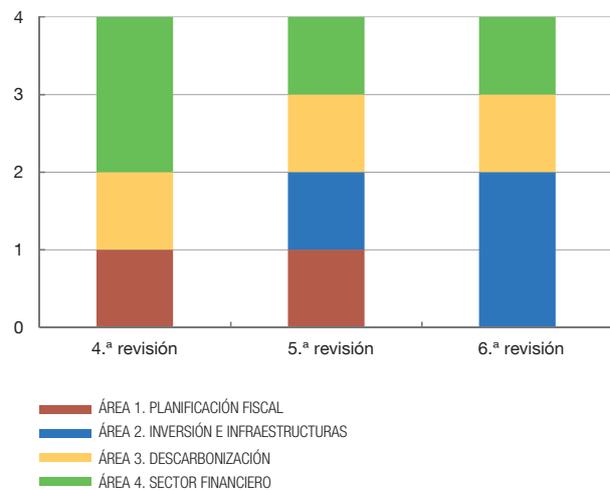
El programa de Costa Rica, pionero de los programas piloto del RST, tiene por objetivo la resiliencia climática y la transición hacia una economía con una huella de carbono cero. La agenda climática se organiza en cuatro áreas fundamentales centradas en incorporar los riesgos climáticos dentro de la planificación fiscal, fortalecer la inversión pública en infraestructuras, apoyar el proceso de descarbonización y favorecer la acumulación de reservas exteriores verdes y el fortalecimiento del sector financiero en este ámbito. La RSF prevé tres desembolsos de igual cuantía, por el 50 % de la cuota cada uno, a partir de la cuarta revisión del programa preexistente con el que se asocia (véase gráfico A.1.1).

Gráfico A.1  
COSTA RICA

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



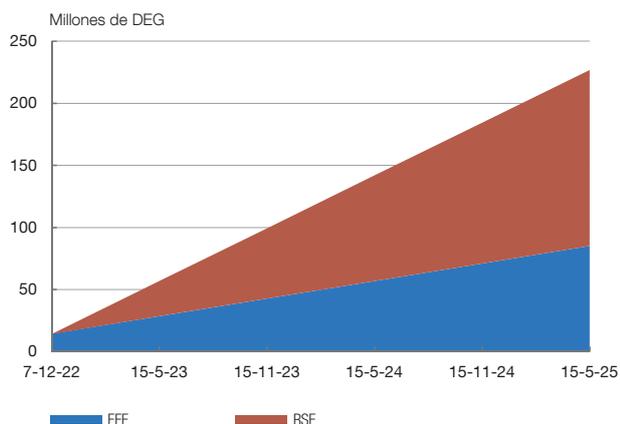
2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



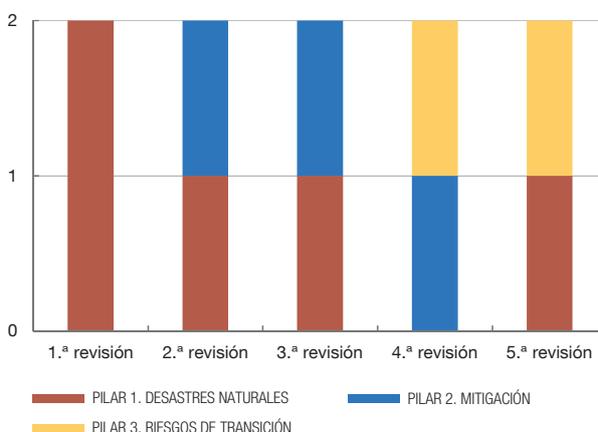
FUENTE: FMI.

## BARBADOS

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



FUENTE: FMI.

Todas las revisiones contemplan el mismo número de medidas. La mayor parte de ellas corresponden a la última área, presente en todas las revisiones (véase gráfico A.1.2).

## Barbados

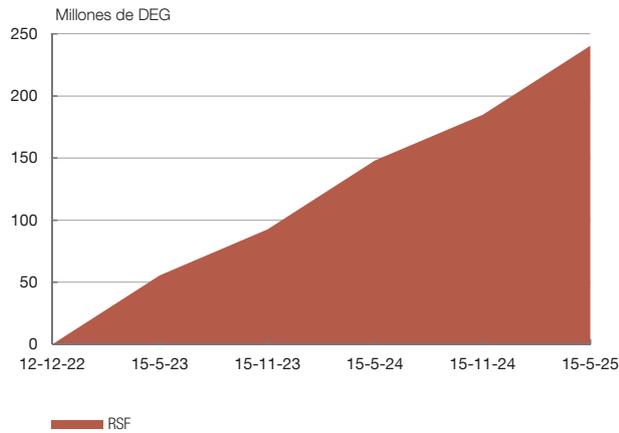
El programa de Barbados, país con una fuerte dependencia de los ingresos por turismo y muy vulnerable a los desastres naturales asociados con el cambio climático, persigue fomentar la transición hacia una economía completamente renovable en el horizonte 2030. El programa se apoya sobre tres pilares: la atención de las necesidades de adaptación más inminentes, la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero y la disminución de los riesgos de transición. La RSF contempla cinco desembolsos de igual cuantía, por el 30 % de la cuota cada uno, a partir de la primera revisión del programa (véase gráfico A.2.1). Todas las revisiones cuentan con igual número de medidas. El primer pilar, de carácter principalmente fiscal, es el que comprende la mayor cantidad de reformas (véase gráfico A.2.2).

## Ruanda

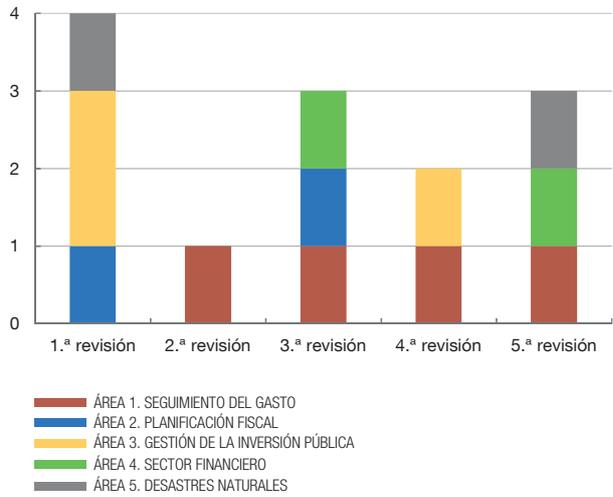
El programa de Ruanda incorpora medidas medioambientales en la formulación de las políticas macroeconómicas del país, de acuerdo con cinco áreas de reforma basadas en la institucionalización del seguimiento del gasto relacionado con el clima, la integración de los riesgos climáticos en la planificación fiscal, la reorientación de la inversión pública hacia los proyectos medioambientales, el desarrollo de un mercado de financiación verde y la gestión de los riesgos por desastres naturales. La RSF alterna de entrada desembolsos por el 35 % y el 23 % de cuota según las revisiones, sin el respaldo de financiación tradicional del FMI (véase gráfico A.3.1). La primera revisión es la que engloba un mayor número de medidas, aunque el grueso de las reformas se ejecuta a partir de la tercera revisión. La primera área es la que recoge la mayor cantidad de medidas (véase gráfico A.3.2).

Gráfico A.3  
**RUANDA**

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



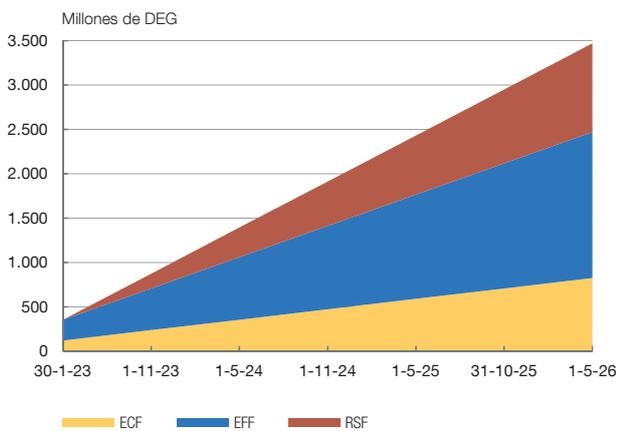
FUENTE: FMI.

**Bangladesh**

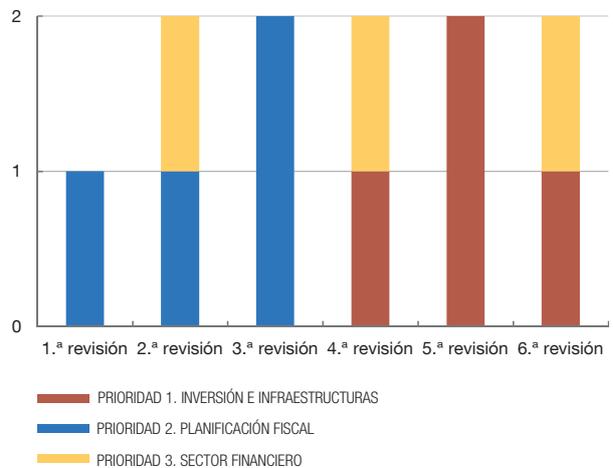
El programa de Bangladesh, uno de los países más vulnerables al cambio climático, con un margen de relajación fiscal y monetaria muy escaso, busca mejorar el potencial inversor en asuntos climáticos priorizando tres tipos de reformas centradas en la inversión

Gráfico A.4  
**BANGLADESH**

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



FUENTE: FMI.

en infraestructuras verdes, la gestión fiscal del cambio climático y el refuerzo del sector financiero en la captación de financiación privada. Los desembolsos de la RSF se acompañan con los de las dos líneas de crédito —una concesional y otra ordinaria, cuyo importe dobla el de la concesional— con las que se combina (véase gráfico A.4.1). La primera mitad del programa es intensiva en las reformas del segundo bloque, mientras que en la segunda mitad predominan las reformas del primer bloque. Las reformas del tercero se reparten de manera más uniforme a lo largo del programa, alternando entre revisiones (véase gráfico A.4.2).

### Jamaica

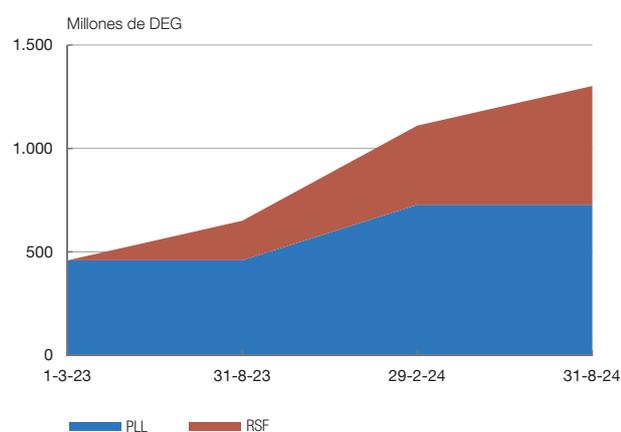
El programa de Jamaica descansa sobre tres pilares basados en el fortalecimiento de la resiliencia real y fiscal a los desastres naturales y al cambio climático, el avance del proceso de descarbonización de la economía y la potenciación del papel del sector financiero en el ámbito climático. La RSF contempla tres desembolsos de igual cuantía, cada uno de ellos por el 50 % de la cuota del país, mientras que la línea de aseguramiento asociada aumenta su límite de acceso, del 120 % al 190 % de la cuota, al año de su aprobación (véase gráfico A.5.1). Todas las revisiones prevén el mismo número de medidas. Las reformas previstas por los dos primeros pilares tienden a concentrarse en la primera mitad del programa y las del tercer pilar en la segunda mitad (véase gráfico A.5.2).

### Kosovo

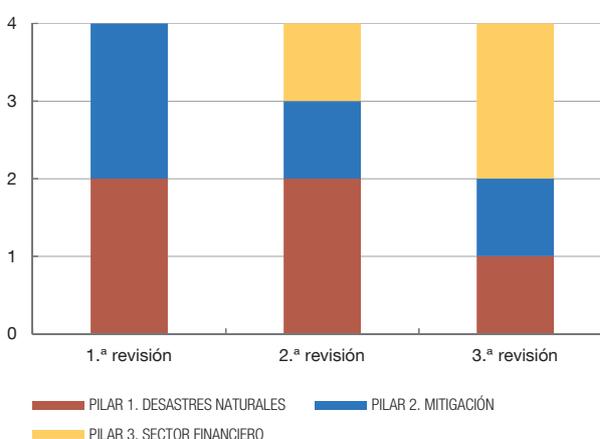
El programa de Kosovo, economía muy dependiente del consumo de lignito para la producción de energía eléctrica, contempla cuatro pilares orientados a reducir la contaminación y proteger a los consumidores energéticos más vulnerables, expandir la red de renovables,

Gráfico A.5  
JAMAICA

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



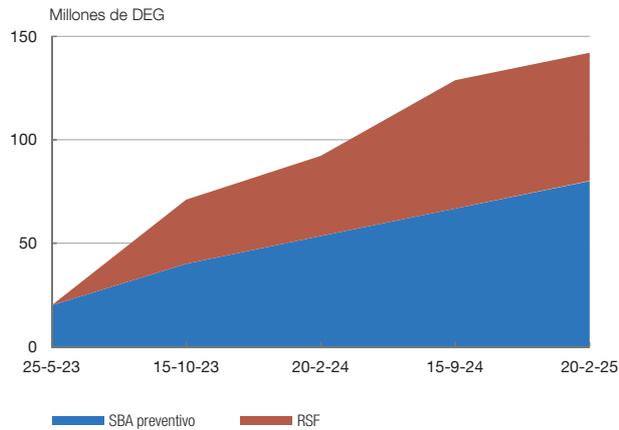
2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



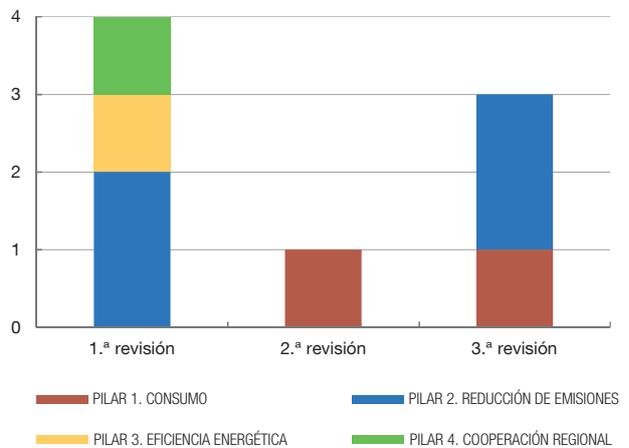
FUENTE: FMI.

Gráfico A.6  
KOSOVO

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES

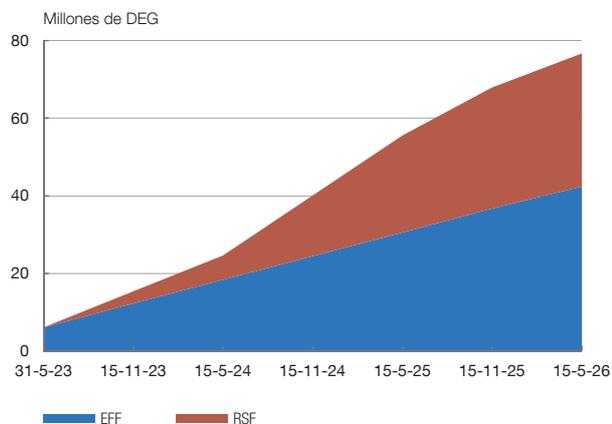


FUENTE: FMI.

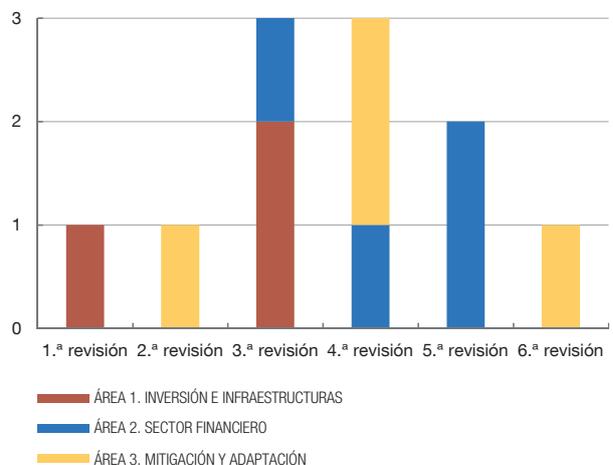
aumentar la eficiencia energética y potenciar la cooperación regional y el funcionamiento del mercado eléctrico. Los desembolsos de la RSF, de cuantía variable, tienen lugar en tres de las cuatro revisiones del programa tradicional asociado, que es de carácter preventivo (véase gráfico A.6.1). Las medidas medioambientales, la mayoría de ellas correspondientes al segundo pilar, se concentran en la primera y en la tercera revisión (véase gráfico A.6.2), donde los desembolsos de la línea son de mayor cuantía.

Gráfico A.7  
SEYCHELLES

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



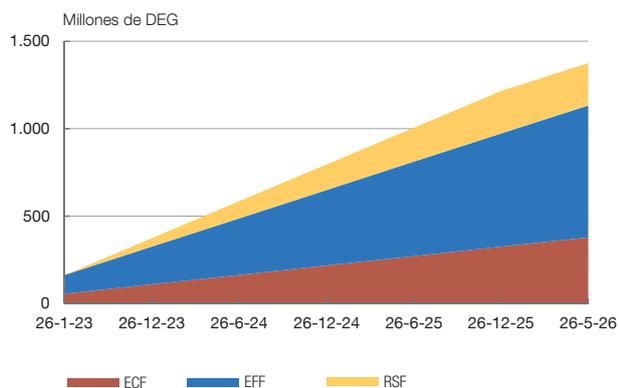
2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



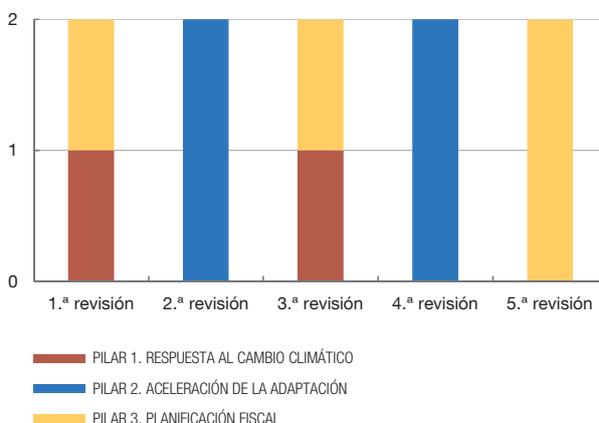
FUENTE: FMI.

Gráfico A.8  
SENEGAL

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



FUENTE: FMI.

### Seychelles

El programa de Seychelles, país que, como Barbados, presenta una elevada dependencia de los ingresos por turismo y una notable vulnerabilidad a los desastres naturales, se articula sobre tres áreas de reforma centradas en la inversión en infraestructuras verdes, la canalización de recursos financieros para el cambio climático y la mitigación y adaptación climáticas. La RSF prevé que el grueso de los desembolsos se efectúe entre las revisiones tercera y quinta, que son las que concentran el mayor esfuerzo reformista de la agenda climática en número de medidas (véanse gráficos A.7.1 y A.7.2).

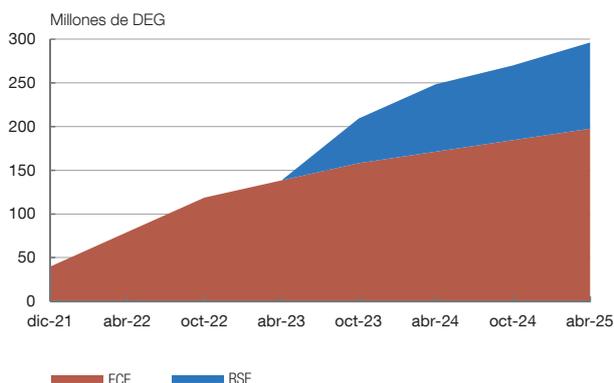
### Senegal

El programa de Senegal se apoya en tres pilares basados en la mitigación del cambio climático, la aceleración de la adaptación a dicho cambio y la integración de las prioridades medioambientales dentro del proceso presupuestario. La RSF, que, como en el caso de Bangladesh, se suma a la combinación de financiación concesional y ordinaria en proporción 1/2, contempla cinco desembolsos de igual cuantía por el 15 % de la cuota cada uno, que se iniciarían en la primera revisión del programa y finalizarían en la quinta (véase gráfico A.8.1). Todas las revisiones prevén el mismo número de medidas. El 80 % de las reformas se reparten entre el segundo y el tercer pilar a partes iguales (véase gráfico A.8.2).

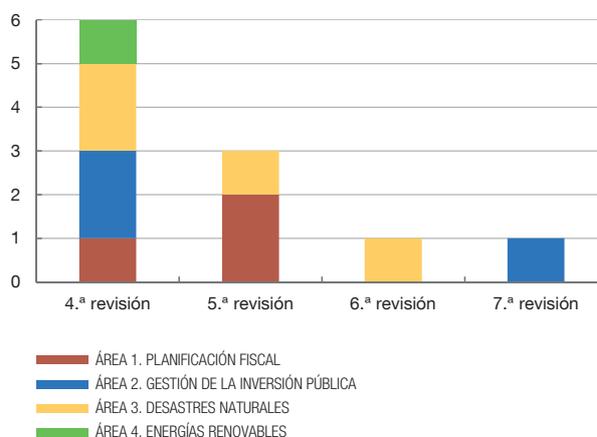
### Níger

El programa de Níger, aprobado junto con la ampliación del plazo y la reorganización de los desembolsos de otro preexistente financiado con recursos concesionales, prevé cuatro áreas

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



FUENTE: FMI.

de reforma centradas en el fortalecimiento de la presupuestación del gasto relacionado con el cambio climático, el aumento de la sensibilización de la gestión de la inversión pública hacia estos asuntos, el reforzamiento de la planificación y gestión fiscales de los desastres naturales originados por *shocks* climáticos y la promoción de las fuentes de energías renovables. Los desembolsos de la RSF se inician a partir de la cuarta revisión del programa preexistente (véase gráfico A.9.1) y su cuantía se va reduciendo conforme disminuye el número de medidas previstas en cada revisión (véase gráfico A.9.2). La inestabilidad política de Níger debida al reciente golpe de Estado podría hacer descarrilar el programa preexistente y, con ello, interrumpir también la ejecución de las medidas medioambientales financiadas por la RSF.

### Kenia

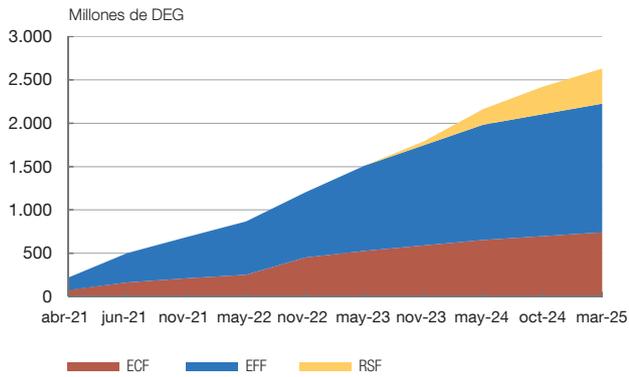
El programa de Kenia, inserto en el aumento del importe y la ampliación del plazo de otro preexistente que combina recursos concesionales y ordinarios, busca financiación adicional para avanzar en sus objetivos de adaptación y mitigación climáticas, de acuerdo con cuatro prioridades: incorporar los riesgos climáticos en la planificación fiscal y el marco inversor, movilizar ingresos y fortalecer la eficiencia en el gasto, reforzar la efectividad de los marcos de canalización de recursos financieros ya existentes y fortalecer la reducción y gestión de los riesgos de desastres naturales. Los desembolsos de la RSF comienzan a partir de la sexta revisión (véase gráfico A.10.1) y adaptan su cuantía al número de medidas de cada revisión. La mayoría de ellas se concentran, en igual número, en las revisiones centrales (véase gráfico A.10.2).

### Marruecos

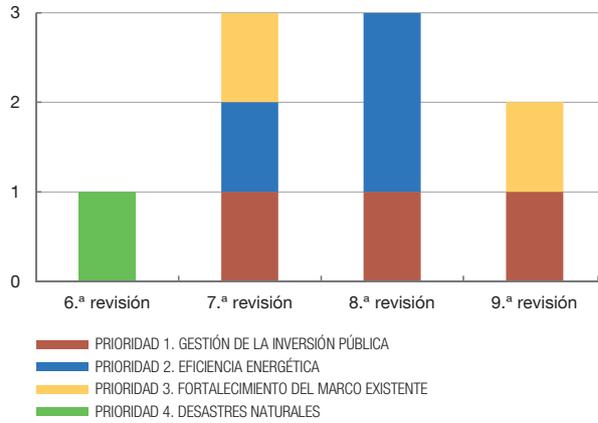
El programa de Marruecos se implementa en conjunción con una línea de aseguramiento preexistente de dos años de duración, con disponibilidad del importe íntegro desde el

Gráfico A.10  
KENIA

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES

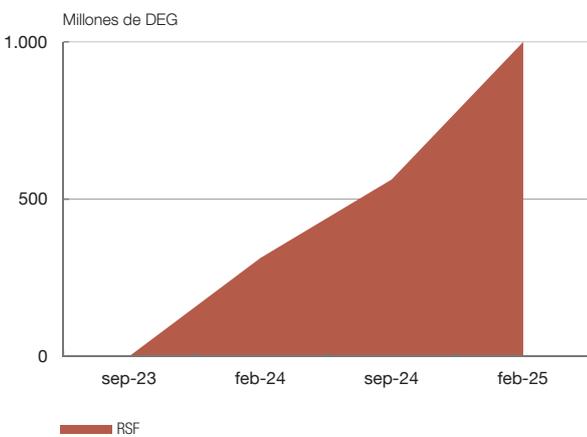


FUENTE: FMI.

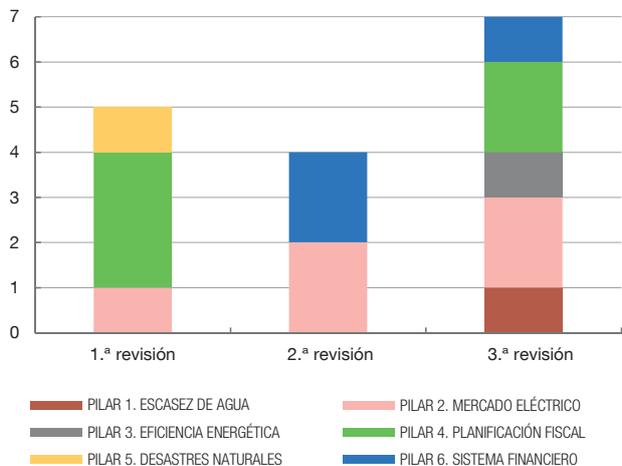
mismo momento de la aprobación, y de la que Marruecos aún no ha efectuado ninguna disposición. Las medidas previstas en respuesta a la vulnerabilidad climática y los esfuerzos de descarbonización se organizan en seis pilares, entre los que destacan la gestión de los recursos hídricos, la reforma del mercado eléctrico y la preparación frente a los desastres naturales. Los desembolsos bajo la RSF se distribuyen a lo largo de tres revisiones consecutivas (gráfico A.11.1) y su importe guarda correspondencia con el número de medidas de cada revisión (gráfico A.11.2).

Gráfico A.11  
MARRUECOS

1 DISTRIBUCIÓN DE DESEMBOLSOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS MEDIDAS MEDIOAMBIENTALES POR REVISIONES



FUENTE: FMI.

## Bibliografía

- Andrews, David, Mark Plant y John Hicklin. (2022). "The IMF's RST Has Met Contributors' Wishes—Now it Must Meet Borrowers' Needs!". CGD Blog. Mayo. <https://www.cgdev.org/blog/imfs-rst-has-met-contributors-wishes-now-it-must-meet-borrowers-needs>
- Behsudi, Adam. (2021). "What is mitigation vs adaptation". Finance and Development. IMF. Septiembre. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2021/09/climate-change-what-is-mitigation-and-adaptation-behsudi-basics>
- Crespo, Clara, María Mateo y Jesús Vidal. (2022). "El nuevo Fondo para la Resiliencia y la Sostenibilidad en el Fondo Monetario Internacional". *Boletín Económico de Información Comercial Española*, 3148. <https://doi.org/10.32796/bice.2022.3148.7458>
- Eckstein, David, Vera Künzel y Laura Schäfer. (2021). *Global Climate Risk Index 2021*. Germanwatch. Briefing Paper. Enero. [https://www.germanwatch.org/sites/default/files/Global%20Climate%20Risk%20Index%202021\\_2.pdf](https://www.germanwatch.org/sites/default/files/Global%20Climate%20Risk%20Index%202021_2.pdf)
- Garrido, Isabel, Xavier Serra e Irune Solera. (2021). "Recuadro 2. La reciente asignación general de derechos especiales de giro del FMI y las opciones para su canalización hacia las economías vulnerables". *Boletín Económico – Banco de España*, 3/2021, pp. 27-29. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Informe%20trimestral/21/Recuadros/Fich/be2103-it-Rec2.pdf>
- Gupta, Sanjeev, y Hannah Brown. (2023). "IMF Lending under the Resilience and Sustainability Trust. An initial Assessment". Policy Paper, 289, Center for Global Development (CGD). <https://www.cgdev.org/publication/imf-lending-under-resilience-and-sustainability-trust-initial-assessment>
- Hicklin, John. (2023a). "Launching the RST: Country policies Must Adapt—and So Too Must IMF Conditionality". CGD Blog. Febrero. <https://www.cgdev.org/blog/launching-rst-country-policies-must-adapt-and-so-too-must-imf-conditionality>
- Hicklin, John. (2023b). "To Flourish or to Fizzle? How to Make Sure the IMF's New Trust Doesn't Miss its Golden (and Green) Opportunity?". CGD Blog. Marzo. <https://www.cgdev.org/publication/flourish-or-fizzle-how-make-sure-imfs-new-trust-doesnt-miss-its-golden-and-green>
- International Monetary Fund. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*. Sexta edición (BPM6). <https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-publications-loe-pdfs/external/spanish/pubs/ft/bop/2007/bopman6s.ashx>
- International Monetary Fund. (2022a). "Samoa: Technical Assistance Report—Climate Macroeconomic Assessment Program". IMF Country Report, 22/83. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/03/21/Samoa-Technical-Assistance-Report-Climate-Macroeconomic-Assessment-Program-515505>
- International Monetary Fund. (2022b). "Proposal to Establish a Resilience and Sustainability Trust". IMF Policy Paper, 22/13. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/04/15/Proposal-To-Establish-A-Resilience-and-Sustainability-Trust-516692>
- International Monetary Fund. (2022c). "Declaración de la Presidenta del Comité. Cuadragésima Quinta Reunión del CMFI". Comunicado de Prensa, 22/126. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/04/21/pr22126-chair-statement-45th-meeting-imfc-calvino-first-vp-spain-minister-econ-digitalization>
- International Monetary Fund. (2022d). "La Directora Gerente del FMI, Kristalina Georgieva, anuncia la entrada en funcionamiento del Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad (FFRS) destinado a ayudar a los países vulnerables a superar retos a largo plazo". Comunicado de Prensa, 22/348. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/10/12/pr22348-md-announces-operationalization-of-rst>
- International Monetary Fund. (2022e). "Republic of Madagascar. Technical Assistance Report-Climate Macroeconomic Assessment Program". IMF Country Report, 22/342. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/11/14/Republic-of-Madagascar-Technical-Assistance-Report-Climate-Macroeconomic-Assessment-Program-525665>
- International Monetary Fund. (2022f). "Costa Rica. Third Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, Request for an Arrangement under the Resilience and Sustainability Facility, Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion, and Monetary Policy Consultation". IMF Country Report, 22/345. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/11/14/Costa-Rica-Third-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-525684>
- International Monetary Fund. (2022g). "Republic of North Macedonia. Request for an Arrangement under the Precautionary and Liquidity Line—Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Republic of North Macedonia". IMF Country Report, 22/354. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/11/29/Republic-of-North-Macedonia-Request-for-an-Arrangement-under-the-Precautionary-and-525935>

- International Monetary Fund. (2022h). “Macroeconomic Developments and Prospects in Low-Income Countries—2022”. Policy Paper, 22/54. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2022/12/07/Macroeconomic-Developments-and-Prospects-in-Low-Income-Countries-2022-526738>
- International Monetary Fund. (2022i). “Barbados. Request for an Arrangement under the Extended Fund Facility and Request for an Arrangement under the Resilience and Sustainability Facility—Press Release and Staff Report”. IMF Country Report, 22/377. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/16/Barbados-Request-for-an-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Request-for-an-527041>
- International Monetary Fund. (2022j). “Rwanda. Request for a New 36-Month Policy Coordination Instrument and Request for an Arrangement under the Resilience and Sustainability Facility—Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Rwanda”. IMF Country Report, 22/281. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/12/19/Rwanda-Request-for-a-new-36-Month-Policy-Coordination-Instrument-and-Request-for-an-527120>
- International Monetary Fund. (2023a). “Arab Republic of Egypt: Request for Extended Arrangement under the Extended Fund Facility—Press Release, and Staff Report”. IMF Country Report, 23/2. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/01/06/Arab-Republic-of-Egypt-Request-for-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-527849>
- International Monetary Fund. (2023b). “Bangladesh. Requests for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, an Arrangement Under the Extended Credit Facility, and an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility”. IMF Country Report, 23/66. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/02/02/Bangladesh-Requests-for-an-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-Request-for-528951>
- International Monetary Fund. (2023c). “Resilience and Sustainability Trust—2022 Contributions Agreements with Australia, Canada, China, Germany, Japan, and Spain”. Policy Paper, 23/3. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/02/23/Resilience-And-Sustainability-Trust2022-Contribution-Agreements-with-Australia-Canada-China-530087>
- International Monetary Fund. (2023d). “Jamaica: Request for an Arrangement Under the Precautionary and Liquidity Line and Request for an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility—Press Release, Staff Report, Staff Statement, and Statement by the Executive Director for Jamaica”. IMF Country Report, 23/105. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/03/07/Jamaica-Request-for-an-Arrangement-Under-the-Precautionary-Liquidity-Line-and-Request-for-530707>
- International Monetary Fund. (2023e). “Resilience and Sustainability Trust—2023 Contribution Agreements with Estonia, France, Japan, Korea, Lithuania, and The Netherlands”. Policy Paper, 23/19. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/04/21/Resilience-And-Sustainability-Trust2023-Contribution-Agreements-with-Estonia-France-Japan-532608>
- International Monetary Fund. (2023f). “Republic of Kosovo—Request for Stand-By Arrangement and an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility”. IMF Country Report, 23/200. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/06/Republic-of-Kosovo-Request-for-Stand-By-Arrangement-and-an-Arrangement-Under-the-Resilience-534337>
- International Monetary Fund. (2023g). “Rwanda—First Reviews Under the Policy Coordination Instrument and the Arrangement Under the Resilience and Sustainability facility, Request for the Modification of End-June 2023 Quantitative Targets, and Rephasing of Access Under the Resilience and Sustainability Facility”. IMF Country Report, 23/198. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/06/Rwanda-First-Reviews-Under-the-Policy-Coordination-Instrument-and-the-Arrangement-Under-the-534297>
- International Monetary Fund. (2023h). “Seychelles—Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility and Cancellation of the Current Arrangement Under the Extended Fund Facility”. IMF Country Report, 23/235. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/28/Seychelles-Requests-for-an-Extended-Arrangement-under-the-Extended-Fund-Facility-and-535367>
- International Monetary Fund. (2023i). “Senegal—Request for an Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, an Arrangement Under the Extended Credit Facility, and an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility”. IMF Country Report, 23/250. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/07/07/Senegal-Requests-for-an-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-an-535844>
- International Monetary Fund. (2023j). “Costa Rica—Fourth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, First Review Under the Resilience and Sustainability Arrangement, Request for Modification of Reform Measure Under the Resilience and Sustainability Facility, and Monetary Policy Consultation”. IMF Country Report, 23/231. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/27/Costa-Rica-Fourth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-535337>

- International Monetary Fund. (2023k). "Review of the Climate Macroeconomic Assessment Program Pilots". Policy Paper, 23/25. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/06/15/Review-of-the-Climate-Macroeconomic-Assessment-Program-Pilots-534845>
- International Monetary Fund. (2023l). "Niger—Third Review Under the Extended Credit Facility Arrangement, Request for Extension, Rephasing, and Modification of Performance Criteria of the Extended Credit Facility Arrangement, and Request for an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Niger". IMF Country Report, 23/254. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/07/12/Niger-Third-Review-Under-the-Extended-Credit-Facility-Arrangement-Request-for-Extension-536300>
- International Monetary Fund. (2023m). "Kenya: Fifth Reviews Under the Extended Fund Facility and Extended Credit Facility Arrangements and Request for a 20-Month Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility, Request for Extension, Rephasing, and Augmentation of Access, Modification of a Performance Criterion, Waiver of Applicability for Performance Criteria and Waiver of Nonobservance for a Performance Criterion, and Monetary Policy Consultation Clause—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Kenya". IMF Country Report, 23/266. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/07/19/Kenya-Fifth-Reviews-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-Extended-Credit-Facility-536772>
- International Monetary Fund. (2023n). "Box 3.3. Catalyzing the Resilience and Sustainability Facility: Early Lessons Learned". *Global Financial Stability Report: Financial and Climate Policies for a High-Interest-Rate Era*, p. 97. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023>
- International Monetary Fund. (2023ñ). "Morocco: Request for an Arrangement Under the Resilience and Sustainability Facility—Press Release; Staff Report; Supplement; Staff Statement; and Statement by the Executive Director for Morocco". IMF Country Report, 23/354. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/10/26/Morocco-Request-for-an-Arrangement-Under-the-Resilience-and-Sustainability-Facility-Press-540896>
- International Monetary Fund. (2023o). "IMF Staff Completes the First Review of the Arrangements under the Extended Fund Facility and Extended Credit Facility for the Islamic Republic of Mauritania and concludes an Arrangement under the Resilience and Sustainability Facility". Press Release, 23/364. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/10/27/pr23364-mauritania-imf-staff-completes-first-review-arrangements-eff-ecf-concludes-arrangement-rsf>
- International Monetary Fund. (2023p). "Resilience and Sustainability Trust—2023 Contributions Agreements with Italy, Luxembourg, Oman, and the United Kingdom". Policy Paper, 23/44. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2023/11/04/Resilience-and-Sustainability-Trust-2023-Contribution-Agreements-with-Italy-Luxembourg-Oman-541020>
- Martha, Rutsel Silvestre J. (1990). "Preferred Creditor Status Under International Law: The Case of the International Monetary Fund". *International and Comparative Law Quarterly*, 39(4), pp. 801-826. <https://www.jstor.org/stable/760389>
- Pérez Álvarez, Manuel A. (2022). "Nueva asignación de derechos especiales de giro". Documentos Ocasionales, 2201, Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadadas/DocumentosOcasionales/22/Fich/do2201.pdf>
- Steele, Paul, Sejal Patel y Ulrich Volz. (2021). "Creating a Resilience and Sustainability Trust (RST) at the IMF: How to Support Climate-vulnerable Countries". Policy Note, IIED y SOAS. <https://www.iied.org/20576g>
- Wainer, Andrew. (2023). "The Resilience and Sustainability Trust. Early Learning and Challenges from Costa Rica and Rwanda". Policy Paper, 301, Center for Global Development (CGD). <https://www.cgdev.org/sites/default/files/resilience-and-sustainability-trust-early-learning-and-challenges-costa-rica-and-rwanda.pdf>

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2130 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Comparecencias ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 25 de octubre de 2021, y ante la Comisión de Presupuestos del Senado, el 30 de noviembre de 2021, en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2131 LAURA AURIA, MARKUS BINGMER, CARLOS MATEO CAICEDO GRACIANO, CLÉMENCE CHARAVEL, SERGIO GAVILÁ, ALESSANDRA IANNAMORELLI, AVIRAM LEVY, ALFREDO MALDONADO, FLORIAN RESCH, ANNA MARIA ROSSI y STEPHAN SAUER: Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area.
- 2132 JORGE E. GALÁN: CREWS: a CAMELS-based early warning system of systemic risk in the banking sector.
- 2133 ALEJANDRO FERNÁNDEZ CERREZO y JOSÉ MANUEL MONTERO: Un análisis sectorial de los retos futuros de la economía española.
- 2201 MANUEL A. PÉREZ ÁLVAREZ: Nueva asignación de derechos especiales de giro. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2202 PILUCA ALVARGONZÁLEZ, MARINA GÓMEZ, CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL, MYROSLAV PIDKUYKO y ERNESTO VILLANUEVA: Analysis of labor flows and consumption in Spain during COVID-19.
- 2203 MATÍAS LAMAS y SARA ROMANIEGA: Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2204 ÁNGEL IVÁN MORENO BERNAL y TERESA CAMINERO GARCÍA: Analysis of ESG disclosures in Pillar 3 reports. A text mining approach.
- 2205 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO y SANDRA GARCÍA-URIBE: El endeudamiento de los hogares en la Encuesta Financiera de las Familias y en la Central de Información de Riesgos: un análisis comparativo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2206 EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y ROBERTO RAMOS: Dinámicas de población durante el COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2207 JULIO GÁLVEZ: Measuring the equity risk premium with dividend discount models.
- 2208 PILAR CUADRADO, MARIO IZQUIERDO, JOSÉ MANUEL MONTERO, ENRIQUE MORAL-BENITO y JAVIER QUINTANA: El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2209 PANA ALVES, SERGIO MAYORDOMO y MANUEL RUIZ-GARCÍA: La financiación empresarial en los mercados de renta fija: la contribución de la política monetaria a mitigar la barrera del tamaño. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2210 PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK y JAVIER J. PÉREZ: Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool.
- 2211 LAURA ÁLVAREZ, ALBERTO FUERTES, LUIS MOLINA y EMILIO MUÑOZ DE LA PEÑA: La captación de fondos en los mercados internacionales de capitales en 2021. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2212 CARLOS SANZ: El peso del sector público en la economía: resumen de la literatura y aplicación al caso español.
- 2213 LEONOR DORMIDO, ISABEL GARRIDO, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y JAVIER SANTILLÁN: El cambio climático y la sostenibilidad del crecimiento: iniciativas internacionales y políticas europeas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2214 CARMEN SÁNCHEZ y JARA QUINTANERO: Las empresas *fintech*: panorama, retos e iniciativas.
- 2215 MARÍA ALONSO, EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO, DIANA POSADA, PATROCINIO TELLO-CASAS y CARLOS TRUCHARTE: La accesibilidad presencial a los servicios bancarios en España: comparación internacional y entre servicios. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2216 BEATRIZ GONZÁLEZ, ENRIQUE MORAL-BENITO e ISABEL SOLER: Schumpeter Meets Goldilocks: the Scarring Effects of Firm Destruction.
- 2217 MARIO ALLOZA, JÚLIA BRUNET, VÍCTOR FORTE-CAMPOS, ENRIQUE MORAL-BENITO y JAVIER J. PÉREZ: El gasto público en España desde una perspectiva europea. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2218 PABLO AGUILAR, BEATRIZ GONZÁLEZ y SAMUEL HURTADO: Carbon tax sectoral (CATS) model: a sectoral model for energy transition stress test scenarios.
- 2219 ALEJANDRO MUÑOZ-JULVE y ROBERTO RAMOS: Estimación del impacto de variaciones en el período de cálculo de la base reguladora sobre la cuantía de las nuevas pensiones de jubilación. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2220 LUIS ÁNGEL MAZA: Una estimación de la huella de carbono en la cartera de préstamos a empresas de las entidades de crédito en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 2221 SUSANA MORENO SÁNCHEZ: The EU-UK relationship: regulatory divergence and the level playing field.
- 2222 ANDRÉS ALONSO-ROBISCO y JOSÉ MANUEL CARBÓ: Inteligencia artificial y finanzas: una alianza estratégica.
- 2223 LUIS FERNÁNDEZ LAFUERZA, MATÍAS LAMAS, JAVIER MENCÍA, IRENE PABLOS y RAQUEL VEGAS: Análisis de la capacidad de uso de los colchones de capital durante la crisis generada por el COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2224 SONSOLES GALLEGO, ISABEL GARRIDO e IGNACIO HERNANDO: Las líneas del FMI para aseguramiento y prevención de crisis y su uso en Latinoamérica (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2301 LAURA HOSPIDO, CARLOS SANZ y ERNESTO VILLANUEVA: Air pollution: a review of its economic effects and policies to mitigate them.
- 2302 IRENE MONASTEROLO , MARÍA J. NIETO y EDO SCHETS: The good, the bad and the hot house world: conceptual underpinnings of the NGFS scenarios and suggestions for improvement.
- 2303 IADRIÁN LÓPEZ GONZÁLEZ: Inteligencia artificial aplicada al control de calidad en la producción de billetes.
- 2304 BELÉN AROCA MOYA: Conceptos, fundamentos y herramientas de neurociencia, y su aplicación al billete.
- 2305 MARÍA ALONSO, EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO, DIANA POSADA y PATROCINIO TELLO-CASAS: Un repaso de las diversas iniciativas desplegadas a nivel nacional e internacional para hacer frente a los riesgos de exclusión financiera.
- 2306 JOSÉ LUIS ROMERO UGARTE, ABEL SÁNCHEZ MARTÍN y CARLOS MARTÍN RODRÍGUEZ: Alternativas a la evolución de la operativa bancaria mayorista en el Eurosistema. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2307 HENRIQUE S. BASSO, OURANIA DIMAKOU and MYROSLAV PIDKUYKO: How inflation varies across Spanish households.
- 2308 LAURA CRESPO, NAJIBA EL AMRANI, CARLOS GENTO y ERNESTO VILLANUEVA: Heterogeneidad en el uso de los medios de pago y la banca *online*: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias (2002-2020).
- 2309 HENRIQUE S. BASSO, OURANIA DIMAKOU y MYROSLAV PIDKUYKO: How consumption carbon emission intensity varies across Spanish households.
- 2310 IVÁN AUCIELLO-ESTÉVEZ, JOSEP PIJOAN-MAS, PAU ROLDAN-BLANCO y FEDERICO TAGLIATI: Dual labor markets in Spain: a firm-side perspective.
- 2311 CARLOS PÉREZ MONTES, JORGE E. GALÁN, MARÍA BRU, JULIO GÁLVEZ, ALBERTO GARCÍA, CARLOS GONZÁLEZ, SAMUEL HURTADO, NADIA LAVÍN, EDUARDO PÉREZ ASENJO e IRENE ROIBÁS: Marco de análisis sistémico del impacto de los riesgos económicos y financieros. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2312 SERGIO MAYORDOMO e IRENE ROIBÁS: La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2313 CARLOS PÉREZ MONTES, ALEJANDRO FERRER, LAURA ÁLVAREZ ROMÁN, HENRIQUE BASSO, BEATRIZ GONZÁLEZ LÓPEZ, GABRIEL JIMÉNEZ, PEDRO JAVIER MARTÍNEZ-VALERO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ PUJADAS, LOLA MORALES, MYROSLAV PIDKUYKO y ÁNGEL VALENTÍN: Marco de análisis individual y sectorial del impacto de los riesgos económicos y financieros. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2314 PANA ALVES, CARMEN BROTO, MARÍA GIL y MATÍAS LAMAS: Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España.
- 2215 ANDRÉS AZQUETA-GAVALDÓN, MARINA DIAKONOVA, CORINNA GHIRELLI y JAVIER J. PÉREZ: Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a ready-to-use database.
- 2316 FERNANDO GARCÍA MARTÍNEZ y MATÍAS PACCE: El sector eléctrico español ante el alza del precio del gas y las medidas públicas en respuesta a dicha alza. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2317 ROBERTO BLANCO y SERGIO MAYORDOMO: Evidencia sobre el alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a las empresas españolas implementados durante la crisis del COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2318 ISABEL GARRIDO y IRUNE SOLERA: Has the 2021 general SDR allocation been useful? For what and for whom?
- 2319 ROBERTO BLANCO, ELENA FERNÁNDEZ, MIGUEL GARCÍA-POSADA y SERGIO MAYORDOMO: An estimation of the default probabilities of Spanish non-financial corporations and their application to evaluate public policies.
- 2320 BANCO DE ESPAÑA: La accesibilidad presencial a los servicios bancarios en España: Informe de seguimiento 2023. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2321 EDUARDO AGUILAR GARCÍA, MARIO ALLOZA FRUTOS, TAMARA DE LA MATA, ENRIQUE MORAL-BENITO, IÑIGO PORTILLO PAMPIN y DAVID SARASA FLORES: Una primera caracterización de las empresas receptoras de fondos NGEU en España.
- 2401 ALEJANDRO MORALES, MANUEL ORTEGA, JOAQUÍN RIVERO y SUSANA SALA: ¿Cómo identificar a todas las sociedades del mundo? La experiencia del código LEI (Legal Entity Identifier).
- 2402 XAVIER SERRA y SONSOLES GALLEGO: Un primer balance del *Resilience and Sustainability Trust* del FMI como canal de utilización de los derechos especiales de giro.