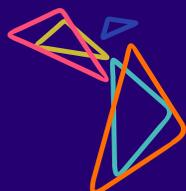


# + Deuda y reforma del sistema financiero ante la crisis climática:

Perspectivas desde América Latina  
a la luz del artículo 2.1.c



**REDFIS**  
Red Latinoamericana y Caribeña  
por un Sistema Financiero Sostenible



**ARG15°**

# Deuda y reforma del sistema financiero ante la crisis climática:

## Perspectivas desde América Latina a la luz del artículo 2.1.c.

### **AUTORES:**

**Leonardo Stanley**

Investigador asociado

Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)

**José Fernández Alonso**

Coordinador de Finanzas Verdes

Argentina 1.5

### **REVISIÓN**

**Delfina Braggio**

Coordinadora de Diplomacia Climática

Grupo de Financiamiento Climático para Latinoamérica y el Caribe (GFLAC)

Cada autor y autora es responsable de su propia obra. Cada palabra que encuentres dentro de estas páginas es una expresión única de su perspectiva y creatividad.



Esta publicación se encuentra bajo licencia Creative Commons.  
Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional.  
No es una licencia de Cultura Libre.  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

# Índice

I. Introducción	4
II. La cuestión de la deuda y cambio climático. A propósito de su relevancia para América Latina	5
III. Tratamiento de la deuda soberana: instrumentos financieros y desafíos ambientales	9
IV. La cuestión de la deuda en el marco del artículo 2.1.c del Acuerdo de París	12
V. Oportunidades y recomendaciones en el tratamiento de la deuda en América Latina y el Caribe	13
VI. Conclusiones	14
VII. Referencias	16

## I. Introducción

Durante los últimos años, han sido crecientes las manifestaciones sobre la convergencia y retroalimentación de la crisis climática y las crisis de deudas soberanas. En efecto, los indicadores recientes de endeudamiento agregados a nivel global registraron niveles con exiguos precedentes (IMF, 2023; IIF, 2024). Aunque con situaciones dispares, el incremento del endeudamiento estatal ha resultado muy significativo para los países en desarrollo, muy particularmente desde el estallido de la pandemia del COVID habida cuenta de las urgencias fiscales demandadas en tal contexto crítico (WB, 2023). En forma paralela al agudizamiento de los datos en torno al endeudamiento soberano, se superaron recurrentemente récords en la ocurrencia e intensidad de eventos climáticos extremos, todo lo cual ha puesto en alerta sobre la cercanía de puntos eventuales de inflexión y de efectos cascadas de magnitud insondables. Nuevamente, los países en desarrollo se han constituido como los más afectados en este contexto habida cuenta de las restricciones presupuestarias endógenas y las insuficiencias del financiamiento externo para financiar políticas de mitigación y de adaptación, en lo principal (CPI, 2022).

Si bien la correspondencia y la retroalimentación entre las crisis de deuda soberana y la climática han devenido cada vez más claras durante el correr de los años, las vinculaciones entre las mismas fueron objeto de discusión desde tiempos pretéritos en las negociaciones climáticas internacionales. Una de las derivaciones más claras de estas negociaciones está, por cierto, plasmada en el artículo 2.1.c del Acuerdo de París (AP), el cual compromete a las Partes firmantes del instrumento a “situar los flujos financieros en un nivel compatible con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero”.

Resulta imperioso destacar que los mecanismos y condiciones mediante los cuales los Estados asumen compromisos financieros desempeñan un rol fundamental en la transición hacia un orden político-económico post-carbónico, y tras ello, en los objetivos consagrados en el AP. Así pues, el alineamiento de los instrumentos y cláusulas de endeudamiento soberano a lo comprometido en el AP exige la coordinación de una pluralidad de actores involucrados en las intersecciones de los circuitos crediticios de deuda soberana como asimismo en el diseño e implementación de políticas contra el cambio climático (Monin et. al, 2024).

Este documento se propone analizar los alcances y desafíos del abordaje de la cuestión de la deuda soberana en el marco del artículo 2.1.c del AP. El trabajo aquí presentado parte de la premisa de que el análisis del tratamiento de la cuestión del endeudamiento soberano en el marco del artículo 2.1.c deviene capital a la luz de las tensiones que han sostenido -y sostienen- los diferentes países en torno al diagnóstico (y solución) de la problemática de las crisis de deuda y de la incumbencia e implementación del mencionado artículo en materia de endeudamiento soberano.

## II. La cuestión de la deuda y cambio climático. A propósito de su relevancia para América Latina

El andamiaje monetario-financiero predominante a nivel global no puede considerarse un sistema, pues el mismo carece de un conjunto delimitado y preciso de obligaciones y derechos (Williamson, 1977; Ocampo, 2017). Desde los años 80, los cimbronazos financieros han sido recurrentes, los esquemas cambiarios se suceden unos a otros mientras que las crisis de deuda retornan cíclicamente. El proceso de desregulación financiera y apertura de la cuenta de capital entonces iniciado no ha hecho más que incrementar la volatilidad de los mercados, reducir el crecimiento real, así como generar fuertes desequilibrios de ahorro-inversión a nivel global. Tales desequilibrios, obviamente, terminan afectando a los mercados financieros. La ausencia de un sistema o andamiaje institucional que medie entre deudores y acreedores, por otra parte, termina impidiendo cualquier proceso de renegociación.

Con numerosos países cercanos a la cesación de pagos, los mercados de deuda soberana atraviesan un nuevo momento crítico. Nuevos conflictos se avecinan. Los fondos que tendrían que destinarse a combatir el cambio climático, proyectos de mitigación o adaptación, terminan destinándose al pago de intereses, la austeridad manda, la deuda lo consume todo. Peor aún. La necesidad de conseguir divisas para el repago de la deuda impulsa nuevos proyectos extractivos al tiempo que el sistema financiero continúa fuertemente desregulado. Todo ello expone a la región a los ciclos reales, así como a los vaivenes financieros que surgen en el Norte, volatilidad en el precio de los *commodities* o reducción abrupta en la entrada de capitales que explican crisis de deuda recurrentes. Se termina desencadenando una fuerte presión sobre el esquema cambiario tanto como sobre el sistema financiero local, factores que terminan influyendo sobre el mercado de bonos soberanos y los mercados de deuda privados. La mayor vulnerabilidad ambiental confronta a los países en desarrollo (PED) y países industrializados con economías en desarrollo (PIED) a un aumento del spread (costo de capital) (Bansal et al., 2016; Bansal et al., 2017; Buhr et al., 2018) tanto como a una mayor probabilidad de default (Cevik y Tovar Jalles, 2020; Thomas y Theokritoff, 2021; Zenios, 2021; Bharadwaj et al., 2023). Todo ello hace que, frente a un mismo tipo de evento, estos países confronten costos muy superiores a los enfrentados por economías emergentes y países desarrollados<sup>1</sup>. Cualquiera sea el origen la crisis, en definitiva, esta influye sobre la balanza de pagos, así como en las arcas públicas, afectando la capacidad de repago del soberano. Ello nos habla de la necesidad de generar nuevas fuentes de financiamiento, fondos frescos que pueden estar proviniendo de canjes de deuda por naturaleza. Pero también de recalibrar instrumentos, generar nuevas herramientas financieras que permitan al soberano evitar el default ante la irrupción de un evento extremo. Sin embargo, no debería descuidarse los problemas que genera un alto nivel de endeudamiento. Menos desconocer la reversión en el costo del financiamiento que se evidencia en los últimos años. En referencia a la temática aquí analizada, cabe a los países desarrollados una obligación

---

<sup>1</sup>Según se desprende de la base de datos de eventos de emergencia (EM-DATA, según sus siglas en inglés), entre 2000 y 2019 los PIED experimentaron pérdidas \$2.97: pérdidas que en términos de PBI resultaron 3 veces más grandes que las sufridas por países desarrollados



moral por su responsabilidad en los niveles de contaminación actualmente observados. Ello debería plasmarse en un incremento en el volumen de las donaciones en lugar de otorgar nuevos préstamos (según un informe de la OCDE (2023), menos del 30% de los fondos provistos por los países del Norte para el clima se asocian al primer concepto), bien avanzar con propuestas de financiamiento que reconozcan tal asimetría. De momento, los países del Sur están gastando 12 veces más en servicio de deuda que en adaptación climática (DFI, 2023).

Tras la pandemia, son numerosos los Estados que comenzaron a sufrir problemas para repagar su deuda. Mucha de esta deuda tiene su origen en el sector privado, una gran mayoría pautada en bonos en moneda extranjera. Después del Plan Brady, los mercados de capitales devinieron en la principal fuente de financiamiento soberano.

Desde una perspectiva institucional, los instrumentos de renegociación que muestran estos mercados resultan escasos, aunque con el tiempo fueron mejorando. Ante la creciente conflictividad que exhiben los mercados financieros globales, las partes involucradas fueron encontrando nuevas alternativas de canje. La pandemia primero, los desastres ambientales después, ambos fenómenos de vastas consecuencias económico-financieras sobre los habitantes, empresas y Estado, han influido en la discusión. Así, han surgido diversas propuestas, sea de bonos que incorporan cláusulas extraordinarias, permitiendo una postergación en el pago del capital e intereses, bien su condonación ante la irrupción de un desastre natural. Pero también propuestas de canje de deuda por acción climática o sobre la naturaleza (swaps), esquemas que se asemejan a los canjes de deuda por naturaleza introducidos hacia fines de los años ochenta.

Con un mercado de bonos deprimido, la posibilidad de comprar con descuento volvía barato al esquema. Thomas Lovejoy, entonces representante del Fondo Mundial para la Naturaleza (WWF, por sus siglas en inglés) observó la oportunidad y propuso convertir deuda externa por actividades de conservación. El esquema involucraba a las organizaciones no gubernamentales (ONG), que tras la adquisición de bonos por debajo de la par se comprometían a fiscalizar áreas naturales que el soberano comprometía conservar. Se reducía la deuda, se mejoraba la protección.

Lamentablemente, el esquema estuvo lejos de resolver el problema de acometer los objetivos propuestos (Gibson and Curtis, 1990). Un informe de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD, según sus siglas en inglés) para los años 1991-2003 señala que, si bien se acordaron operaciones por \$1,1 mil millones de dólares, durante el mismo período se gastaron más de \$500 mil millones anuales en inversiones en actividades que terminan afectando la biodiversidad (OECD, 2007). Según plantea la CEPAL (2023), idéntica situación es observable en América Latina. Tal incongruencia en las decisiones públicas debe estar presente al momento de evaluar la conveniencia de proseguir con las operaciones de canje.

En esta línea, observamos la proliferación de propuestas de canje de deuda por naturaleza, ahora denominados de preservación de la biodiversidad, la conservación marina o la adaptación climática de los océanos<sup>2</sup>. Pero también sugerencias para incorporar cláusulas de ajuste para menguar los efectos adversos que generan los distintos desastres naturales en las economías de

la región. Algunas de las iniciativas actualmente propuestas se originan en los países acreedores, como ejemplifica el proyecto lanzado por el Club de París y el G20. Otras iniciadas por los países en desarrollo, tal como la Iniciativa Bridgetown. Los organismos multilaterales también han aportado sus ideas, tal la propuesta de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Por fuera del esquema de *swaps*, existen otras iniciativas que intentan resolver el problema de deuda contraída con organismos multilaterales, así como aquella originada a nivel bilateral. En este último caso, destaca la deuda que algunos soberanos mantienen con China, particularmente aquella que fija el repago de la misma con commodities. Para resolver este tipo de situación algunos autores sugieren reflotar el esquema interpuesto por el Plan Brady<sup>3</sup>, ahora orientado a garantizar resiliencia y sustentabilidad – en lugar de avanzar con las reformas de mercado, desregulación y apertura que, en su momento, exigían quienes impulsaban el programa (Qian, 2021).

La gravedad del momento y la proliferación de crisis, muchas de ellas interrelacionadas, inducen mayores niveles de endeudamiento, lo cual implica confrontar problemas de liquidez, solvencia y sostenibilidad, todo al mismo tiempo (Sosa Márquez, 2021). Crisis como la experimentada tras la irrupción del COVID19 llevan también a una reversión en el flujo de capitales, dejando sin fondos a los países emergentes y en desarrollo cuando más se lo necesita (Bolton et al., 2020; Dibley et al., 2021; Bharadwaj et al., 2023). Lo mismo sucede con la emergencia climática. A diario nos encontramos ante nuevos desastres naturales, cuya magnitud resulta devastadora.

Todo fenómeno de carácter climático influye sobre el desempeño económico y la capacidad de pago de empresas y hogares, como también afectan las arcas públicas, tanto los egresos (mayores gastos) como los ingresos (caída en la recaudación). Amén de ello, también la estabilidad del sector financiero, así como la macroeconomía del país que resulta afectado. Confrontamos una eventual nueva “trampa de deuda”, pues cada evento extremo que surge impone costos que deben financiarse, lo cual obliga al soberano a buscar nueva deuda. De esta forma, vemos que deuda y emergencia climática se retroalimentan, los riesgos se multiplican – con los PED – PIED observando una mayor exposición (Bharadwaj et al., 2023).

Mucho de lo anterior, obviamente, requiere de un cambio de actitud de aquellos que gobiernan las finanzas a nivel global. Ello involucra a la banca global, pero más aún de aquellos que participan en los principales mercados de capitales. Idéntico mensaje le cabe a la banca multilateral, tanto como a los países exportadores de capital. Aunque la importancia del Fondo no es la misma de antaño, sus definiciones mantienen relevancia. En contraposición, al devenir

---

<sup>2</sup> Los ecosistemas marinos resultan extremadamente vulnerables al tiempo que crecientemente expuestos a contaminación, lo cual conlleva una creciente preocupación por la conservación de su biodiversidad. En el caso de los PIED la preservación de los océanos va en mano de la acción climática, pues estos Estados resultan no sólo frágiles en su biodiversidad, también amenazados por la prospectiva de observar aumentos en el nivel de las aguas.

<sup>3</sup> El esquema fue ampliamente utilizado en la década de 1990, logrando resolver el problema de la deuda externa que afectó a la región desde inicios de 1980. El suceso del programa impulsó un cambio profundo en el mercado de deuda soberana: el mercado de capitales (los bonos) reemplazó a la banca global (los créditos sindicados).



un exportador neto de capitales, la banca China ha crecido en protagonismo en los últimos años. El financiamiento del desarrollo de largo plazo en el Sur Global sigue estando atado a flujos de capitales provenientes del exterior. Por ello, todos y cada uno de los actores que intervienen en el proceso de financiamiento deberían comprometerse con un futuro verde, y alinear sus créditos en consonancia.

En el informe *“Miracle or mirage? Are debt swaps really a silver bullet?”* (EURODADD, 2023), se detalla cómo los canjes de deuda no proporcionarán una reducción sustancial de la deuda, ni crearán espacio fiscal suficiente para que los países del Sur Global aborden los desafíos de desarrollo y climáticos. Los canjes de deuda no ocultarán la vergüenza de la falta de voluntad política y compromiso entre los países del Norte Global para apoyar al Sur Global. En cambio, los países del Norte deberían reconocer sus responsabilidades históricas en perpetuar la gobernanza económica y dinámicas neocoloniales que mantienen a los países del sur global atados a la dependencia de la deuda. Por lo tanto, el progreso en los canjes de deuda no debe ser una excusa para desviar la atención de la necesidad urgente de avanzar en una reforma fundamental de la arquitectura internacional de la deuda.

Teniendo en cuenta tanto los recientes canjes de deuda por naturaleza como las experiencias de canje de deuda durante las últimas tres décadas, el informe plantea una serie de preguntas, preocupaciones y desafíos.

- Los canjes de deuda no son un instrumento efectivo para reducir significativamente los niveles de deuda.
- Los canjes de deuda deben verse como herramientas para liberar fondos para gobiernos con restricciones de espacio fiscal y con acceso limitado a subvenciones o financiamiento concesional.
- El impacto de los canjes de deuda no solo depende de la capacidad de escalarlos.
- Los canjes de deuda llevan inherente una condicionalidad, al ser instrumentos lentos, complejos y costosos.
- La falta de transparencia y rendición de cuentas ha sido constante, con una escasa participación de la sociedad civil.
- Existe el riesgo de lavado verde, los canjes se utilizan como medio para legitimar y borrar responsabilidades sobre deudas ilegítimas.
- Donantes bilaterales reportan los canjes de deuda como “donaciones” en la Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD), desvirtuando el propósito real de la AOD (Latindadd, 2023).
- Podrían existir intereses geopolíticos implicados cuando el canje de deuda involucra océanos y la competencia por la pesca o la seguridad alimentaria (Latindadd, 2023).

En conclusión, para los países sin acceso a subvenciones o financiamiento concesional, los canjes de deuda bien diseñados pueden jugar un papel en la movilización de recursos extras para los ODS o proyectos climáticos. Sin embargo, la experiencia muestra que su impacto en la perspectiva fiscal y en la situación de deuda del país no sería particularmente significativo. Además, los recientes canjes de deuda por naturaleza a través de operaciones de recompra de deuda, que involucran la emisión de nuevos bonos para refinanciar deudas existentes en dificultades, **perpetúan la dependencia de la deuda y la dependencia de los mercados**



**financieros.** Esto, a su vez, está potenciando la financiarización del desarrollo y la financiación climática. Además, para que los canjes de deuda funcionen en favor de la justicia económica, climática, de género y social, se deben abordar activamente las fallas de calidad y gobernanza antes de promoverlos aún más. Finalmente, el creciente enfoque en los canjes de deuda no debe convertirse en una excusa para restarle importancia a la necesidad urgente de cancelación de deuda y entrega de financiamiento climático libre de deuda, ni para evitar las reformas necesarias en la arquitectura internacional de la deuda.

### III. Tratamiento de la deuda soberana: instrumentos financieros y desafíos ambientales

La tensión respecto al peso de la deuda varía de país a país, requiriendo tratamientos adecuados para cada contexto. Influye, por supuesto, el rumbo que se elige en materia de transición energética, por citar un caso. Si algunos gobiernos deciden avanzar, otros declaman su relevancia, y un último grupo directamente niega el problema climático. Tal diferenciación destaca, una vez más, la importancia de considerar la interrelación entre el problema del endeudamiento soberano y el modelo de crecimiento.

Existe una plétora de instrumentos financieros que consideran los distintos tipos de desastres naturales que confrontan los países, sean desastres ambientales u otros. Entre los más antiguos están los bonos catástrofe. También pueden mencionarse los bonos con cláusulas de repago asociadas a desastres naturales que comenzaron a emitir diversos países del Caribe.

Los mencionados esquemas de canje prevén la recompra de deuda si esta se encuentra en manos de inversores privados. El mecanismo consiste en emitir nueva deuda, a un plazo mayor y con una tasa menor. Fruto del haircut el deudor cuenta con nuevos fondos, a los que se suman los provenientes de organismos multilaterales, donantes bilaterales y el Fondo Verde del Clima (GCF, por sus siglas en inglés). Esto permite crear un fondo especial que garantiza el financiamiento de los proyectos de adaptación y mitigación. La disponibilidad de nuevos fondos, por otra parte, respalda a la macroeconomía, lo que permite mejorar la competitividad y alcanzar una mayor resiliencia.

Los instrumentos financieros a considerar son innumerables, tanto como variada es la situación que enfrentan los potenciales beneficiarios. Dicha heterogeneidad debe ser tenida en cuenta a la hora de analizar el tipo de instrumento, dado que se necesitan soluciones puntuales y específicas a cada contexto.

La operatoria de los *swaps* de deuda por naturaleza – océano azul se asocia a la participación de organizaciones ambientales quienes realizan la compra de deuda soberana de PED y PIED en los mercados, al tiempo que comprometen a los gobiernos a expandir el área marítima protegida. A modo de ejemplo, con la intervención de la ONG norteamericana The Nature Conservancy (TNC), el gobierno de Seychelles resultó el primer soberano en reestructurar deuda al tiempo



que se comprometía a instaurar diversos proyectos de conservación marítima. Asimismo, Mia Mottley, primera ministra de Barbados, anunció en setiembre de 2022 un canje por un valor de \$150 millones de dólares contando con el respaldo de TNC y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)<sup>4</sup>. Los ahorros surgidos del canje serán destinados a proteger un 30 por ciento de sus aguas costeras, los arrecifes y la vida marina. Por su parte, Belice lanzó una operación similar en 2021, un *swap* de deuda por conservación marina que permite proteger un 30 por ciento de sus mares. Nuevamente participó TNC, ahora con la Corporación Financiera por el Desarrollo (CFD), entidades que recompraron bonos soberanos por un valor de \$553 millones de dólares – tasa de descuento del 45%. La citada ONG emitió “bonos azules” respaldados por el gobierno norteamericano. Por último, el canje que realizó Ecuador, de momento la mayor conversión de títulos de deuda con un descuento del 60% sobre el valor nominal<sup>5</sup>. La operación financiera fue desarrollada por el Credit Suisse y contó con el apoyo de la Corporación Financiera de Desarrollo de los Estados Unidos (DFC, por sus siglas en inglés), así como por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)<sup>6</sup>. Los fondos liberados serán administrados por un fondo (Galapagos Life Fund – GLF), y serán utilizados en tareas de conservación de las reservas marinas de las islas Galápagos y de la Hermandad. El canje, en definitiva, permite al gobierno reducir la deuda pública y mejorar la situación fiscal.

Sin embargo, a menudo observamos que, a fin de reducir deuda, el soberano se embarca en la promoción de actividades extractivas que, de seguro, conlleva a un aumento de deuda en el futuro (Boyce, 1992; Boyce y Ndikumana, 2012; Todaro y Smith, 2012; Rosales, 2016; González – Redin et al., 2018; Adiyana et al., 2021). Se declama la deuda ambiental al tiempo que se embarcan en proyectos que generan emisiones. Se observa pues, una creciente dificultad para cumplir con el servicio de la deuda y al mismo tiempo invertir en desarrollo sostenible, en acción climática y en protección a la biodiversidad. Lo anterior nos plantea lo inválido de pensar el financiamiento verde en forma aislada, en analizar instrumentos de canje sin especificar el contexto ni evaluar su historia. Es decir, coherencia en el financiamiento, tal como plantea el artículo 2.1.c del Acuerdo de París.

Idénticas críticas surgen respecto al esquema de océano azul. Muchos ven al esquema como una nueva herramienta financiera con escasos beneficios para el soberano que realiza la operación (Grove, 2012, Perry, 2021; Gaham et al., 2021; Acosta y Cajas-Guijarro, 2021). La tan mentada “financiarización”, en definitiva, pero ahora en clave azul. Avanzar con la protección de los océanos no puede convertirse en una cuestión financiera, sino parte de una política global, que resulte en el manejo sustentable de los mares. Del mismo modo que planteábamos en el caso del clima, aquí también la coherencia resulta clave. Basta mencionar el efecto nocivo que generan los subsidios, sean aquellos que benefician a las flotas pesqueras o los mencionados subsidios a los combustibles fósiles (Narula et al., 2023). Mucho más incoherente resulta

---

<sup>4</sup> El monto permite liberar \$50 millones en los próximos 15 años, al tiempo que emite nueva deuda en moneda local a menor costo, deuda que madura en 2042.

<sup>5</sup> La operación que involucró títulos de deuda por \$1.126 millones, implica ahorros por \$323 millones, recursos que serán destinados a la conservación de las Islas Galápagos.

<sup>6</sup> El primero otorgando un seguro de riesgo político (\$656 millones), mientras que el segundo brindó una garantía por \$85 millones.

reclamar el esquema para luego persistir con el lanzamiento de propuestas petroleras (Schutter and Hicks; Degnarian, 2020)<sup>7</sup>.

Realizar estos comentarios no implica deslegitimar al instrumento, el swap de deuda por acción climática. Tampoco implica que no pueda ser utilizado por países petroleros que intentan avanzar con la transición. La crítica aquí se asocia a la incoherencia, el querer incrementar los recursos en conservación al tiempo que se sigue incrementando el riesgo financiero. Pero también con los peligros que entraña una política de financiarización que actualmente se observa en el mundo, donde el endeudamiento soberano no resulta más que un eslabón (Stevano et al., 2021; Franz y McNelly, 202). Los países que componen Latinoamérica y el Caribe, muchos de ellos ricos en minerales claves para la transición energética, deben repensar su esquema de financiamiento, pensarlo de manera estratégica y así salir de la situación perpetua de endeudamiento que afecta a muchos en la región – especialmente a los PED y PIED.

En lo que respecta a los instrumentos financieros diseñados para contemplar eventos extremos, estos presentan cláusulas especiales (a menudo catalogadas como “desastre natural”) que permiten suspender (temporalmente) los pagos comprometidos cuando el soberano se ve afectado por un evento extremo. Un trabajo del staff del FMI analiza una serie de desastres naturales ocurridos entre 1992 y 2016, los cuales originaron pérdidas del PBI superiores al 20%. Tal situación obligo a incrementar la deuda. Posponer el pago, por lo tanto, puede resultar un paliativo que (eventualmente) puede terminar dificultando la recuperación del país (Bharadwaj et al. 2023). Fresnillo y Crotti (2022), quienes analizan el comportamiento del financiamiento para el período 2016-2020, observaron que los países más afectados, las pequeñas islas, obtuvieron \$1.500 millones de dólares en nuevos créditos. Pero, durante el mismo período, este grupo de 22 países canceló deuda por un valor de \$22.600 millones.

Dejando de lado los beneficios inmediatos, las propuestas de suspensión de servicio de pago de deuda surgidas tras la irrupción de la pandemia en beneficio de los países en desarrollo mostraban, en términos corteses, “*sabor a poco*” (Viterbo et al., 2020; Greco, 2020; Stevano et al., 2021; Gallagher, 2022).

Tal es el caso de la iniciativa conjunta lanzada en abril de 2020 por el Club de París y el G20 que beneficiaba a los países en desarrollo de menores recursos con suspender el pago de deuda por el resto de aquel año (posteriormente prolongada por otros 6 meses). El programa involucraba la deuda bilateral con los organismos multilaterales que pudieran tener estos países (con alguno de los miembros del G20), pero dejando fuera a los países de ingresos medios. El esquema no contempló a los acreedores del sector privado, es decir, la deuda contraída en el mercado de bonos soberanos. Tampoco involucró la deuda bilateral contraída con China, un acreedor relevante para muchos países en desarrollo. Todo ello influyó en el escaso interés por participar, pues aquellos que podían llegar a interesarse quedaban signados por las agencias de calificación y así plausibles de una corrida por parte de los bonistas. Por otra parte, si bien el

---

<sup>7</sup>Esto aconteció en Seychelles, cuyo gobierno decidió avanzar con un proyecto de exploración *offshore* tiempo después de cerrar el canje de deuda arriba mencionado.

esquema permitía al soberano diferir los pagos, mantenía el valor presente neto intacto. De esta forma, aunque el gobierno se beneficiaba (momentáneamente) con una mayor disponibilidad de recursos, el programa buscaba preservar los intereses de los acreedores involucrados (banca multilateral).

## IV. La cuestión de la deuda en el marco del artículo 2.1.c del Acuerdo de París

Llegado a este punto, resulta conveniente identificar las posiciones diferenciadas en cuanto a los alcances del artículo 2.1.c en el tratamiento de la deuda. Para empezar, es de advertir que el artículo abrió interpretaciones diferenciadas desde la adopción misma del AP, todo lo cual llevó a que no pocos lo cuestionaran de “redacción ambigua”. En función de ello, puede repararse junto a Alayza (2024) que “ocho años después de que prácticamente todos los países firmaran el Acuerdo de París, siguen sin ponerse de acuerdo sobre el alcance del artículo 2.1.c y cómo debe aplicarse”.

Para la mayor parte de las partes Anexo I -esto es, países desarrollados-, el artículo en cuestión debe ser concebido en su mayor alcance, comprendiendo tanto a los flujos financieros públicos como los privados, y tanto internacionales como domésticos. A semejanza de lo que sucede con otros puntos ríspidos de las negociaciones climáticas internacionales, esta interpretación también es sostenida en mayoría por los Estados insulares pequeños y otros países con ambiciones climáticas sólidas (Hansen, 2023).

Lejos de ignorar la diversidad de perspectivas dentro del universo de los países en desarrollo, se reconoce que la mayoría de ellos perciben que una interpretación holística de este artículo podría permitir que los países desarrollados reduzcan sus compromisos financieros en materia climática con respecto a las Partes no incluidas en el Anexo I. En este sentido, advierten que los países desarrollados podrían argumentar la necesidad de fortalecer y ampliar la alineación de sus flujos financieros internos antes que avanzar en la arena internacional. Como resultado, los países en desarrollo señalan que una interpretación amplia del artículo en cuestión conllevaría mayores desafíos financieros en la práctica para los países en desarrollo de renta media, ya que podrían ver reducidos los flujos de financiamiento climático y enfrentar mayores obstáculos para acceder al capital debido a la inclusión de nuevos criterios, como las cláusulas de riesgo climático, por ejemplo. Por último, y aunque lejos de ser una postura unánime, en general, los países en desarrollo muestran cautela ante la implementación de nuevas condicionalidades en los servicios crediticios provistos por los organismos multilaterales de crédito como consecuencia de la invocación a este artículo (Hansen, 2023).

Más allá de los reparos antes mencionados, algunos países en desarrollo reconocen que la invocación al artículo 2.1.c del AP se alinea con la necesidad de una reforma integral del sistema financiero internacional y la gestión de las deudas soberanas. En este sentido, se destaca que aunque el artículo en cuestión no menciona explícitamente la problemática de la deuda soberana,



sí abarca los flujos financieros mediante los cuales los Estados acceden al financiamiento para cubrir sus necesidades. Por lo tanto, esta postura parte de la premisa de que las negociaciones en torno a interpretación e implementación del artículo 2.1.c no pueden desconocer el abordaje del endeudamiento soberano y todas sus implicaciones: niveles de sostenibilidad, origen y vías alternativas para resolver las crisis de deuda, mecanismos institucionales para la reestructuración de la deuda y el papel de los organismos multilaterales de crédito tradicionales en la prevención y gestión de las crisis de deuda, entre otros aspectos.. Es evidente que los compromisos en materia de adaptación y mitigación no pueden llevarse a cabo en contextos de endeudamiento insostenible. De este modo, las agendas de cambio climático y de la deuda no deben abordarse de manera independiente. Esta perspectiva destaca la complementariedad entre el artículo 2.1.c y el artículo 9 del AP, el cual refrenda los compromisos financieros de los países desarrollados. Este enfoque ha sido respaldado claramente en el reporte publicado por el Secretariado de la CMNUCC en marco del denominado diálogo de Sharm el Sheik durante la COP28 de Dubái (CMNUCC, 2023a). Asimismo, se puede mencionar el informe preparado por el Comité Permanente de Finanzas (SCF, por sus siglas en inglés) en la mencionada Conferencia de las Partes (CMNUCC, 2023b).

## V. Oportunidades y recomendaciones en el tratamiento de la deuda en América Latina y el Caribe

Se ha generado un círculo vicioso en el que el aumento del riesgo climático provoca un aumento en el costo de capital, lo que reduce el espacio fiscal del soberano y le impide invertir en obras de adaptación, exponiéndolo aún más al fenómeno climático. Considérese el caso de los países del Caribe (Pielke et al., 2003; Nurse et al., 2014; Wilkinson et al., 2018; Thomas y Theokritoff, 2021, Lewis, 2022). Golpeados por huracanes de gran magnitud de agosto a noviembre, estos países confrontan un mayor impacto fiscal al tiempo que su nivel de endeudamiento se eleva. En el caso de Dominica, incluso si la temperatura promedio se mantiene por debajo de los 1,5°C, los daños ocasionados por los huracanes y ciclones tropicales aumentarán un 6%, pero aún más si la temperatura sube a los 2°C (14%) o 3°C (29%) (Thomas y Theokritoff, 2021). Este caso ejemplifica la necesidad constante de fondos que imponen estos fenómenos extremos, lo cual puede llevar a una espiral de mayor endeudamiento. Dicha espiral aumenta la vulnerabilidad macroeconómica en estos países. Así las cosas, la generalización de este tipo de problemas debería inducir la búsqueda de nuevas herramientas, así como reforzar el rol de las entidades financieras multilaterales para así evitar que la crisis económica se vuelva una crisis bancaria y financiera.

Pero también se debe considerar el riesgo financiero que acompaña al proceso de transición. Los operadores en los mercados de deuda soberana han comenzado a reparar también sobre el riesgo de transición o riesgo financiero (Cevik and Tovar Jalles, 2020). Dicho riesgo se asocia al problema de los activos varados: la pérdida en valor de los bienes intensivos en carbono (Campiglio et al., 2018; Chenet et al., 2019; Bolton et al., 2020). Así, una nueva inversión en el sector petrolero puede terminar incrementando el costo del endeudamiento soberano en un

periodo no muy lejano.

Tanto el riesgo físico como el riesgo financiero deberían ser analizados, especialmente al momento de plantear la introducción de cualquier instrumento financiero.

Una primera recomendación, aunque de momento sea declamativa, se refiere al acceso al financiamiento por parte de los países en desarrollo: las condiciones deben modificarse. Se requiere ampliar el caudal de financiamiento, ofrecer mecanismos accesibles, aumentar la proporción de fondos asociados a donaciones.

Considerando a los tomadores de decisiones, se recomienda evaluar en toda propuesta sus costes y beneficios, tanto en el corto plazo como en el largo plazo. Es fundamental analizar las propuestas de canje en profundidad, evaluando la consistencia y coherencia, y publicar todos los contratos generados por la operación de canje, así como las condiciones financieras que impone. También es necesario escrutar a las sociedades y entidades ambientales que participan, aclarar cuáles serán los beneficios sociales que genera la operación y a quiénes beneficia. Todo canje debe incorporar a las comunidades locales y a los pueblos originarios en la toma de decisiones. Es crucial fortalecer los mecanismos de transparencia, tanto en el momento de la negociación como al fiscalizar el destino de los fondos. Además, para medir la efectividad del instrumento, se deben analizar cuáles son los indicadores apropiados. Las partes involucradas deben evitar el greenwashing, ya que los daños reputacionales resultan muy altos. Para la mayoría de los países deudores, un canje no restaura la solvencia ni tampoco reemplaza al proceso de reestructuración, si es necesario. Puede que el mecanismo resulte adecuado para un país, pero no para otro, independientemente del nivel de endeudamiento. El esquema de canje no puede pensarse como la única alternativa de financiamiento climático o de biodiversidad, sino que debe complementar otras alternativas de financiamiento.

Tal como se expresó en párrafos previos, resulta crucial alinear los instrumentos y las políticas con el Acuerdo de París. Para evitar crear un sistema vicioso, el tratamiento de la deuda debe estar alineado con el desarrollo resiliente al clima y bajo en emisiones, así como con la protección de la biodiversidad, de manera que la deuda no se vuelva sistémicamente insostenible. Apoyar la utilización de mecanismos de canje no implica desestimar la necesidad de abogar por la condonación de deuda. Todo esto requiere una transformación de la arquitectura financiera internacional.

## VI. Conclusiones

El mundo y la región están atravesando una serie de crisis de diversa índole, muchas de las cuales están intrínsecamente interconectadas y superpuestas en el tiempo. La concatenación de estas crisis, cuyos efectos se refuerzan mutuamente, nos lleva a un contexto identificado como de poli-crisis. Los procesos y fenómenos analizados en el presente trabajo dan cuenta que este escenario resulta de un modelo económico que favorece la concentración de ingresos y riqueza, lo que se observa simultáneamente con el aumento de la desigualdad, tanto entre países del Norte y del Sur como al interior de cada país. En este contexto, nos enfrentamos a un dilema



de dimensiones épicas. Por un lado, lo crítico del momento implica aumentar el gasto público. El mayor poder destructivo evidenciado por los desastres naturales (sequías, inundaciones, tornados) obliga al gobierno a responder. Pero, por otro lado, esto implica conseguir fondos en un contexto donde el poder de tributación está fuertemente cuestionado por las elites. La globalización financiera permite a éstos, los más favorecidos, arbitrar, obligando a los gobiernos a minimizar la recaudación de impuestos directos. Todo ello, en definitiva, obliga al gobierno a recurrir a los mercados de deuda soberana.

En este contexto, ya de por sí complejo, fruto del Acuerdo de París, los países deben hacer frente a nuevas obligaciones, como cumplir con las Contribuciones Nacionalmente Determinadas, al tiempo que los derechos consagrados por el artículo 2.1.c del citado acuerdo distan de verse cumplidos. Peor aún, en reiteradas ocasiones los mismos organismos que reconocen la urgencia del problema climático alientan al país a tomar más deuda, así como avanzar con nuevos proyectos extractivos que, aseguran, permitirán repagar la misma. Una espiral que se retroalimenta, una propuesta sin sentido en un planeta en ebullición. Los países desarrollados, por su parte, lejos de cumplir con sus compromisos, terminan alentando el sesgo extractivo. Aun cuando al interior de sus territorios crecen las restricciones al financiamiento de los proyectos no renovables, los reguladores del Norte hacen la vista gorda frente a los fondos intermediados por la banca global allí asentada y dirigidos a financiar proyectos petroleros en el Sur Global.

Con respecto a lo prometido, poco y nada. Como los fondos no aparecen, los negociadores del Norte plantean reformular la propuesta original, plantear un mayor alcance, comprendiendo tanto a los flujos financieros públicos como los privados. Del mismo modo, dada la imposibilidad de movilizar el monto de fondos públicos comprometidos, plantean la conveniencia de potenciar lo poco existente con nuevos instrumentos financieros. Una política de financiarización con sabor a poco para quienes más lo necesitan, pero mucho para quienes siempre participan.

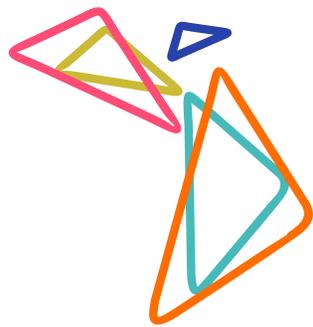
Esto lleva a buscar propuestas alternativas, como el esquema de swaps de deuda por clima pregonado por muchos en el Sur. Tal como dijimos, se declama la deuda ambiental al tiempo que se embarcan en proyectos que generan emisiones. Ciertamente, el Soberano enfrenta un dilema, pues, al mismo tiempo que aumentan las dificultades para cumplir con el servicio de la deuda, se ve obligado a invertir en desarrollo sostenible, en acción climática y en protección a la biodiversidad. Lo anterior nos plantea lo inválido de pensar el financiamiento verde en forma aislada, en analizar instrumentos de canje sin especificar el contexto ni evaluar su historia. Es decir, coherencia en el financiamiento, tal como plantea el artículo 2.1.c del Acuerdo de París. En definitiva, el tratamiento de la deuda debe alinearse al desarrollo resiliente al clima y bajo en emisiones, y a la protección de la biodiversidad, para evitar que la deuda sea sistémicamente insostenible.

## VI.Referencias

1. Acosta, A. y Cajas-Guijarro, J. (2021). Galápagos, más ruido que nueces ¿Un canje deuda-naturaleza nada novedoso? <https://ecuadortoday.media/2021/11/22/opinion-galapagos-mas-ruido-que-nueces-un-canje-deuda-naturaleza-nada-novedoso/>
2. Adiyan, A. R.; Chigozie, U.K.; and, Obadoni, V. N. (2021). Foreign Direct Investment and External Debt Impacts Assessment on Environmental Resources Depletion in Nigeria. *Ekonomické Rozhlady – Economic Review* 50 (4), 361–380.
3. Alayza, N. (2024). What Is the Paris Agreement’s Article 2.1(c) on Climate Finance, and Why Does it Matter? Key Questions, Answered. World Resources Institute (WRI). <https://www.wri.org/insights/article-2-1-c-paris-agreement-explained>
4. Bansal, R., Kiku, D., & Ochoa, M. (2016, February). What do capital markets tell us about climate change. In *Meeting Papers* (Vol. 542).
5. Bansal, R.; Ochoa, M.; and Kiku, D. (2017). Climate Change and Growth Risks. National Bureau of Economic Research – NBER Working Paper 23009
6. Bharadwaj, R.; Mitchell, T. and Karthikeyan, N. (2023). *Protecting against sovereign debt defaults under growing climate impacts: Role for parametric insurance*. IIED Climate Change Group – Working Paper.
7. Buhr, B., Volz, U., Donovan, C., Kling, G., Lo, Y. C., Murinde, V., & Pullin, N. (2018). *Climate change and the cost of capital in developing countries*. Imperial College Business School y SOAS University of London.
8. Bolton, P.; Buchheit, L. ; Gourinchas, P. O.; Gulati, M.; Hsieh, C-T.; Panizza, U.; di Mauro, B.W. (2020). *Born Out of Necessity: A Debt Standstill for COVID-19*. Center for Economic Policy Research. Policy Insight N 103.
9. Boyce, J. K. (1992). The Revolving Door? External Debt and Capital Flight: A Philippine Case Study. *World Development*, 20 (3), 335-349.
10. Boyce, J. K. and Ndikumana, L. (2012). Capital Flight from Sub-Saharan African Countries: Updates 1970-2010. PERI Research Report. Amherst, MA.: Political Economy Research Institute.
11. Cevik S. & Tovar Jalles, J. (2020). This Changes Everything: Climate Shocks and Sovereign Bonds. *IMF working paper WP/20/79*. Washington: IMF.
12. Climate Policy Initiative (CPI) (2022). *Global Landscape of Climate Finance: A Decade of Data*. Disponible en <https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/global-landscape-of-climate-finance-a-decade-of-data/>
13. Comisión Económica para América Latina (CEPAL) (2023). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: El financiamiento de una transición sostenible: inversión para crecer y enfrentar el cambio climático*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
14. Convención de Naciones Unidas sobre Cambio Climático (CMNUCC) (2023a). Sharm el-Sheikh dialogue on the scope of Article 2, paragraph 1(c), of the Paris Agreement and its complementarity with Article 9 of the Paris Agreement. Revised report by the secretariat. <https://unfccc.int/documents/633427>

15. ----- (2023b). Report of the Standing Committee on Finance. Addendum. Synthesis of views regarding ways to achieve Article 2, paragraph 1(c), of the Paris Agreement. <https://unfccc.int/documents/632307>
16. Development Finance International (DFI). (2023). *New Debt Service Watch briefing: The debt crisis is putting climate adaptation spending out of reach*. Disponible en <https://www.development-finance.org/es/noticias/832-debt-service-watch>.
17. Dibley, A.; Wetzer, T. & Hepbur, C. (2021). National COVID debts: climate change imperils countries' ability to repay. *Nature*.
18. Franz, T. y McNelly, A. (2023). *The 'Finance-Extraction-Transitions Nexus': Towards A Critical Research Agenda Exploring the Scramble for Transition Minerals*.
19. Fresnillo, I., & Crotti, I. (2022). Riders on the storm—How debt and climate change are threatening the future of small island developing states. *European Network on Debt and Development (EURODAD)*. Disponible en [www.eurodad.org/debt\\_in\\_sids](http://www.eurodad.org/debt_in_sids).
20. Gahman, L., Thongs, G., & Greenidge, A. (2021). Disaster, Debt, and 'Underdevelopment': The Cunning of Colonial-Capitalism in the Caribbean. *Development* 64: 112-118.
21. Gallagher, K.P. (2022). *No Time for Lost Decade: Why Debt Restructuring Must Be Linked with Climate and Development Goals*. Just Money.
22. Gibson, J. E. y Curtis, R. K. (1990.) A Debt-for-Nature Blueprint. *Columbia Journal Transnational Law* 28: 331-412.
23. González – Redin, J.; Polhill, J.G.; Dawson, T.; Hill, R.; and Gordon, I.J. (2018). It´s not the what but the how: Exploring the role of debt in natural resource (un) sustainability. *Biomedical and Life Sciences Journal*.
24. Greco, E. (2020) Africa, extractivism and the crisis this time. *Review of African Political Economy*, 47:166, 511-521.
25. Grove, K. (2012). Preempting the next disaster: Catastrophe insurance and the financialization of disaster management. *Security Dialogue*, 43(2), 139–155.
26. Hansen, G. (2023). Destructive ambiguity hampers progress in UN climate process: At recent climate talks in Bonn, key pillars of the Paris Agreement came under fire, SWP Comment, No. 39/2023, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP). Disponible: <https://doi.org/10.18449/2023C39>
27. International Monetary Fund (IMF) (2019). *Building Resilience in Developing Countries Vulnerable to Large Natural Disasters*. Washington D.C.: IMF.
28. -----(2023). *2023 Global Debt Monitor*. Washington D.C.: IMF.
29. Institute of International Finance (IIF) (2024). *Global Debt Monitor Politics, Policy, and Debt Markets – What to Watch in 2024*. Washinton: The Institute of International Finance. Disponible en [https://www.iif.com/portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor\\_Feb2024\\_vf.pdf?cldee=MFuVYCKV1NutVo6vgmCa-QDIfYoeB9rgmDTFEXZqpoNr9JwOCRCjncyhex1PNdh3&recipientid=contact-00c7be94172aeb1180ec000d3a0f728a-6a7da6bf79374549913bf-a93d7d26f80&utm\\_source=ClickDimensions&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Press%20Emails&esid=754ffa19-dccc-ee11-9079-000d3a99aa70](https://www.iif.com/portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_Feb2024_vf.pdf?cldee=MFuVYCKV1NutVo6vgmCa-QDIfYoeB9rgmDTFEXZqpoNr9JwOCRCjncyhex1PNdh3&recipientid=contact-00c7be94172aeb1180ec000d3a0f728a-6a7da6bf79374549913bf-a93d7d26f80&utm_source=ClickDimensions&utm_medium=email&utm_campaign=Press%20Emails&esid=754ffa19-dccc-ee11-9079-000d3a99aa70)
30. Monnin, P., Feyertag, J, Robins, N. y Wollenweber, A. (2024) *Aligning sovereign bond markets with the net zero transition: the role of central banks*. London: Grantham

- Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science.
31. Narula, K.; Spalding, M.; Thiele, T.; Dyer, J.; Pouponneau, A.; Chauhan, P. V-A. (2023). *Generating Finance for Blue Economy Transition*. T20 Policy Brief - Task Force 6 Accelerating SDGs: Exploring New Pathways to the 2030 Agenda.
  32. Ocampo, J.A. (2017). *Hacia la reforma del [no] sistema monetario internacional*. Bogotá: Fondo de Cultura Económica.
  33. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2007). *Lessons learnt from experience with debt-for-environment swaps in economies in transition*. Organization for Economic Development and Cooperation – OECD, Paris. <https://www.oecd.org/env/outreach/39352290.pdf>
  34. ----- (2023). Climate Finance Provided and Mobilised by Developed Countries in 2013-2021: *Aggregate Trends and Opportunities for Scaling Up Adaptation and Mobilised Private Finance, Climate Finance and the USD 100 Billion Goal*. Paris: OECD Publishing Disponible en <https://doi.org/10.1787/e20d2bc7-en>
  35. Perry, K. K. (2022). From the plantation to the deep blue sea: Naturalising debt, ordinary disasters, and postplantation ecologies in the Caribbean. *The Geographical Journal*.
  36. Qian, J. (2021). Brady Bonds and the Potential for Debt Restructuring in the Post-Pandemic Era. *GDI Working Paper* 018 – 9. Boston: Global China Initiative at the Global Development Policy Centre – Boston University.
  37. Stevano, S.; Franz, T.; Dafermos, Y.; and Van Waeyenberge, E. (2021). COVID-19 and crises of capitalism: intensifying inequalities and global responses. *Canadian Journal of Development Studies / Revue canadienne d'études du développement*, 42:1-2, 1-17.
  38. Sosa, Márquez, L. (2021) “Deuda soberana y covid-19 en Latinoamérica”, *Foreign Affairs Latinoamérica*, Vol. 21: Núm. 2, pp. 11-16.
  39. Todaro, M. P., and Smith, C. S. (2012). *Economic Development*. New York: Addison-Wesley.
  40. Viterbo, A.; Bhandary, R.R. and Gallagher, K.P. (2020). *The Architecture for a Debt-for-Climate Initiative*. London: Heinrich Böll Foundation, Center for Sustainable Finance (SOAS, University of London), and Global Development Policy Center (Boston University).
  41. Thomas, A. and Theokritoff, E. (2021). Debt for climate swaps for small islands. *Nature Climate Change* 11, 889-891
  42. Williamson, J. (1977). *The Failure of World Monetary Reform, 1971-74*. Nueva York: New York University Press.
  43. World Bank (WB) (2023). *International Debt Report 2023*. Washington: International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. Disponible en <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/83f7aadd-dc5a-406b-98d4-9624e93993e5/content>
  44. Zenios, S.A. (2021). The risks from climate change to sovereign debt in Europe. *Bruegel Policy Contribution*, No. 16.



# REDFIS

Red Latinoamericana y Caribeña  
por un Sistema Financiero Sostenible



[www.redfis.org](http://www.redfis.org)