TRIBUNA DE ECONOMÍA

Todos los artículos publicados en esta sección son sometidos
a un proceso de evaluación externa anónima

María Vidales Picazo*

CRISIS FINANCIERAS Y MONETARIAS EN PAÍSES EN DESARROLLO Y EMERGENTES

En el presente artículo se analiza el origen y propagación de las crisis financieras y monetarias experimentadas por los países en desarrollo y emergentes de América Latina en la década de los ochenta y del Sudeste Asiático y África Subsahariana en la década de los noventa. Asimismo, también se abordan las distintas maneras de gestionar las crisis, destacando el papel del FMI en la concesión de asistencia financiera y el papel del Club de París en la renegociación de la deuda externa. Todo ello unido a la implementación de importantes programas de reformas.

Palabras clave: *crisis de deuda, países en desarrollo y emergentes, FMI, Club de París, iniciativa HIPC.*
Clasificación JEL: *F34, F65, G01, H63.*

1. Introducción

La teoría económica establece que para un país en desarrollo es óptimo acceder al endeudamiento externo para poder aumentar los niveles de consumo e inversión y acelerar el proceso de crecimiento y desarrollo (Obstfeld y Rogoff, 1995). Sin embargo, el modelo de Argandoña, Gámez y Mochón (1996) demuestra que un nivel de endeudamiento excesivo o un uso ineficiente de los recursos recibidos, reducirán las posibilidades de crecimiento futuro y podrán generar crisis de deuda, entendidas estas como la incapacidad de las instituciones públicas o privadas para hacer frente de forma continuada al servicio de la deuda (Jacobs y Rodríguez-Arana, 2003a).

En efecto, la evidencia empírica en la década de los ochenta y los noventa ha demostrado que lo que potencialmente podría ser beneficioso, se puede convertir en un lastre para el desarrollo futuro del país que sufre el problema de sobrendeudamiento. Por ello, el análisis teórico debe ser completado con el estudio de las crisis de deuda externa que han acontecido, para poder extraer conclusiones y recomendaciones de política económica que permitan evitar que situaciones de este tipo vuelvan a producirse.

2. Origen y propagación de las crisis

El origen de las distintas crisis de deuda que acontecieron a finales del Siglo XX hay que buscarlo en la década de los setenta ya que en ella confluyeron varios factores que favorecieron el endeudamiento de países principalmente de América Latina y en menor medida

* Técnico Comercial Economista del Estado y Doctora en Economía.
Versión octubre 2017.

del Sudeste Asiático y África. El primero de esos factores fue el fuerte incremento de la oferta de fondos provenientes de los petrodólares (debido al gran aumento de los precios del crudo), por el que los países exportadores de petróleo llegaron a tener un saldo excedentario de 170.000 millones de dólares en el período 1974-1978 (Palazuelos, 1998). El segundo factor fueron unos tipos de interés reales muy bajos e incluso negativos en países desarrollados (oscilaban entre -1 por 100 y 1 por 100) (FMI, 1985) debido a la elevada liquidez y a las políticas expansivas que estaba aplicando Estados Unidos para compensar la crisis económica que había producido la subida del precio del barril de crudo.

La confluencia de estos dos hechos unida a que los países en desarrollo necesitaban recursos financieros para compensar los efectos de la crisis y los menores ingresos por exportaciones (al existir una demanda mundial deprimida), dieron como resultado la entrada de una gran cantidad de fondos que se trasladaron desde países desarrollados hasta países en desarrollo y emergentes dando como resultado un fuerte incremento del endeudamiento en estos últimos. Ejemplo de ello es que la deuda externa en América Latina (área geográfica que más sufrió la crisis en la década de los ochenta) se quintuplicó en el período 1973-1982 (Palazuelos, 1998).

América Latina

Con la situación anteriormente descrita de fuerte incremento de la deuda externa, fueron tres los detonantes de la crisis en América Latina. En primer lugar, la continua apreciación del dólar (por el incremento de la demanda de esta divisa por parte de los inversores) generó un fuerte aumento del valor de la deuda denominada en dólares. En segundo lugar, existió riesgo de crédito, derivado de la política antiinflacionista que llevó a cabo Estados Unidos y que supuso un fuerte incremento del tipo de interés, no solo para contener la inflación sino para poder colocar las mayores emisiones de deuda necesarias para financiar el creciente déficit público (los tipos de interés reales pasaron del -0,54 por 100 en 1977 a 6,44 por 100 en 1981) (Atienza, 2002). Asimismo, los países en desarrollo también aumentaron sus tipos de interés para competir con Estados Unidos en la captación de capital. Estos incrementos, unidos a una deuda contraída principalmente a tipos de interés variables, hicieron aumentar la cantidad de dinero que los países endeudados utilizaban para hacer frente al servicio de la deuda. Finalmente, en tercer lugar, se produjo un descenso inesperado de la demanda de materias primas y del precio de las mismas, disminuyendo los ingresos de los países endeudados y reduciendo considerablemente su capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Con este contexto de fondo, México fue el primer país de la región que experimentó la crisis de deuda, anunciando la suspensión de pagos en 1982. Este país se encontraba con una buena situación económica (crecimiento del PIB del 8 por 100 e inflación y paro en niveles moderados), pero el fuerte incremento del valor de su deuda por los motivos anteriormente señalados, unido a la incapacidad para encontrar nuevos prestamistas (el mercado de los petrodólares se había agotado) y a la importante fuga de capitales desencadenaron la crisis, la cual afectó a un buen número de países de América Latina (Brasil, Argentina, Chile, Venezuela, Colombia, Perú, entre otros) (Jacobs y Rodríguez-Arana, 2003b). En todos estos países confluyó tanto una política crediticia inadecuada por parte de las instituciones financieras de los países desarrollados, como una asignación ineficiente de los recursos por parte de los países deudores. Tal fue la magnitud de la crisis financiera de América Latina que se llegó a conocer como «la década perdida».

Durante los primeros años de la década de los noventa, América Latina vivió una situación de crecimiento económico promovido por las reformas estructurales y la entrada de inversión extranjera que permitió dejar atrás la llamada «década perdida». Sin embargo, el optimismo que caracterizó a muchos países de la región enseguida se truncó y en la segunda mitad

de la década, varios países de América Latina empezaron a sufrir las consecuencias de una crisis de balanza de pagos y una crisis de deuda: desequilibrios por cuenta corriente, apreciación de la moneda, déficit público elevado por el insuficiente ajuste fiscal y niveles de deuda alarmantes (Merino y Gadano, 2002). Ejemplo de ello fueron las crisis sufridas por México (1994), Brasil (1997) y Argentina (2001).

Todos los países que experimentaron crisis de deuda en América Latina tuvieron que abordar el grave problema de no poder financiarse en los mercados, lo que supuso que la mayoría de ellos acudieran al FMI para intentar resolver dicha situación, además de renegociar sus deudas en el Club de París y en menor medida, el Club de Londres.

Sudeste Asiático

A mediados de la década de los noventa, los cinco países de esta región que sufrieron la crisis de 1997 (el llamado Asia-5: Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia) se caracterizaban por tener unos fundamentos macroeconómicos sólidos: elevadas tasas de crecimiento junto con altas tasas de ahorro, inflación controlada, flexibilidad del mercado de trabajo y bajo desempleo, presupuestos equilibrados o superavitarios, reducida deuda pública y estabilidad cambiaria[1] (Bustelo, 1998).

Con este contexto de fondo, fueron varios los factores que explican que estos países experimentaran una fuerte entrada de capital extranjero, la cual desencadenó la euforia del sector privado local, llevándole a asumir niveles de inversión y endeudamiento muy elevados (García Fernández-Muro, 2002):

— En primer lugar, la estabilidad macroeconómica y su elevada capacidad de crecimiento animó a muchos empresarios a establecerse en estos países para beneficiarse de su potente demanda interna.

— En segundo lugar, desde mediados de los ochenta se empezaron a implementar políticas de ajuste estructural de corte neoliberal como la estabilización fiscal, monetaria y cambiaria, la liberalización comercial y la reforma financiera.

— En tercer lugar, la apreciación a finales de la década de los ochenta del yen frente al dólar, unido a la apertura de la cuenta de capital, generó una importante oleada de inversión directa extranjera, sobre todo proveniente de Japón.

— Por último, las altas tasas de rentabilidad de esta región y la búsqueda de nuevos mercados después de la crisis de México de 1994 animaron a muchos inversores a diversificar y buscar nuevas zonas donde invertir.

Sin embargo, el sistema financiero débil y poco regulado que caracterizaba a estos países después de la liberalización de mediados de los ochenta generó una infravaloración de la exposición al riesgo por parte de las entidades de crédito (Bustelo, 1999). Además, la fuerte entrada de capitales ayudó a la apreciación de las monedas en términos reales, lo que supuso una pérdida de competitividad que, unida a un fuerte incremento de la demanda, originó mayores importaciones y desembocó en un fuerte incremento del déficit comercial. Por último, el incremento continuado de la demanda de bienes y servicios originó, por un lado, el alza continuada de los precios y, por otro lado, un exceso de inversión que supuso una notable caída de la rentabilidad y de la eficiencia del capital.

Con este escenario, la apreciación del dólar respecto del yen que venía ocurriendo desde 1995 originó un severo «efecto hoja de balance»[2] y el consiguiente incremento del valor de la deuda del sector privado. Este hecho, unido a todo lo anterior, provocó la desconfianza de los inversores extranjeros, los cuales no dudaron en retirar sus capitales y acabar con la entrada de nueva financiación, comenzando así diversos

[1] El sistema cambiario de la zona era de flotación sucia con un tipo de cambio ligado al dólar.

[2] Elevado endeudamiento en moneda extranjera de empresas y bancos nacionales que, unido a una devaluación de la moneda, lleva aparejado un fuerte deterioro del pasivo de las entidades.

ataques especulativos contra las monedas y las bolsas de valores y desembocando en «comportamientos de rebaño» o *herding* (García Fernández-Muro, 2002).

Para algunos autores (Bustelo, 1999), la crisis del Sudeste Asiático fue un gran ejemplo de riesgo moral porque la garantía implícita del Gobierno a los pasivos de los intermediarios financieros provocó una política de crédito laxa y una sobreinversión que presionó al alza los precios de determinados activos. De hecho, esta crisis es considerada dentro de los modelos de tercera generación por la situación de riesgo moral y los pánicos autocumplidos.

África

Durante la década de los noventa, el epicentro de la crisis de deuda externa se centró, principalmente, en África Subsahariana, debido a los vínculos que existían entre la deuda acumulada, el poco crecimiento económico y el continuo deterioro de los indicadores sociales y de pobreza (Atienza, 2002). De hecho, la renta per cápita de los países de esta zona en el período 1990-1999 decreció un 0,4 por 100 mientras que su endeudamiento se incrementó un 7 por 100 (Atienza, 2002), mostrando una inexistente correlación entre el otorgamiento de nuevos créditos y el desarrollo económico de estos países. El pico de deuda de la zona de África Subsahariana se alcanzó en 1998 cuando ésta llegó a representar el 239 por 100 de las exportaciones de los países en desarrollo de la región y el servicio de la deuda el 15 por 100 (Atienza, 2002). En el Cuadro 1 se observa que, en 1998, de una muestra de doce países de esta región, todos ellos con excepción de dos (Kenia y Etiopía), destinaban más recursos a hacer frente al servicio de la deuda que a áreas clave para el desarrollo social y disminución de la pobreza, como son la educación y la sanidad. Asimismo, más de la mitad de estos países destinaban al pago del servicio de la deuda más del doble de lo destinado a educación, y más del triple de lo destinado a sanidad.

Estos datos ponen de manifiesto la problemática que hay detrás de la denominada «trampa del sobreendeudamiento», cuyos efectos económicos afectan en mayor medida a los países de bajos ingresos que acceden a recursos financieros externos, donde éstos no se traducen en un mayor crecimiento y reducción de la pobreza, sino que se produce: *i)* el cierre del acceso a los mercados de crédito (lo cual limita las posibilidades de devolución de la deuda al no poder acceder a nuevo endeudamiento para hacer frente a las obligaciones pasadas), *ii)* la existencia de niveles de inversión pública bajos porque gran parte de los ingresos públicos se destinan al pago de la deuda y *iii)* bajas tasas de inversión privada al existir una elevada desconfianza (Atienza, 2002).

CUADRO 1

GASTO EN LAS PARTIDAS DE SERVICIO DE LA DEUDA, EDUCACIÓN Y SANIDAD EN 1998 EN % PIB

	Servicio de la deuda	Educación	Sanidad
Angola	33,0	4,9	1,4
Zimbabue	16,6	7,1	3,1
Costa de Marfil	13,5	5,0	1,4
Mauritania	11,6	5,1	1,8
Ghana	7,7	4,2	1,8
Senegal	7,0	3,7	2,6
Camerún	6,5	2,9	1,0
Zambia	6,4	2,2	2,3
Kenia	4,8	6,5	2,2
Guinea Bissau	4,1	3,2	1,1
Nigeria	3,4	0,7	0,2
Etiopía	1,8	4,0	1,7

FUENTE: ATIENZA, 2002.

3. Gestión de las crisis

La gestión de las crisis anteriormente analizadas se centró en tres pilares: *i)* la implementación de reformas

estructurales apoyadas por la asistencia financiera proporcionada por instituciones multilaterales (principalmente, el FMI); *ii)* la reestructuración y condonación de deuda a través de acuerdos multilaterales en el seno del Club de París y *iii)* las iniciativas de condonación a nivel internacional para los países más pobres: Iniciativa de Alivio de Deuda para los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés) e Iniciativa de Alivio de Deuda Multilateral (MDRI).

El papel del FMI y las reformas estructurales

Para que los países que estaban sufriendo la crisis de deuda pudieran acudir a los foros de negociación era imprescindible que hubieran solicitado previamente un programa de asistencia financiera del FMI, condicionado a una serie de reformas estructurales que favorecerían el saneamiento de las finanzas públicas, devolverían a la economía a una senda de crecimiento y, en definitiva, garantizarían la correcta devolución de la asistencia financiera y la utilidad del alivio de deuda concedido.

Este hecho, junto con la necesidad de obtener nuevos recursos para financiar las reformas, llevó a estos países a aplicar programas de ajuste promulgados por el FMI, los cuales consistían en: *i)* política fiscal y monetaria contractivas (basadas en disminución del gasto público, privatizaciones y altos tipos de interés), *ii)* liberalización tanto interna como externa de los movimientos comerciales y financieros, y *iii)* contención de los salarios (Pérez de Eulate, 1999).

Como es lógico, la aplicación de estas medidas supuso en el corto plazo una contracción de la actividad económica que sumió a la mayoría de estos países en una profunda recesión en los años posteriores a su aplicación. El argumento del FMI para seguir defendiendo este tipo de políticas fue que, si no se hubieran aplicado, la recesión y las desigualdades sociales hubieran sido mucho mayores (Palazuelos, 1998). El tiempo fue dando la razón al FMI y, en el medio plazo, los países que habían aplicado este tipo de políticas (principalmente México, Brasil y Chile y, en menor medida, los países asiáticos) disfrutaron de una mayor estabilidad que les proporcionaba tener un sistema financiero más abierto e integrado en el mundo desarrollado, lo cual permitió que muchos inversores se plantearan la posibilidad de invertir en estas regiones, facilitando la entrada de capitales con espíritu de permanencia (Palazuelos, 1998).

El Cuadro 2 sintetiza la financiación recibida por parte de los países afectados por las crisis financieras y monetarias en la última década del Siglo XX.

Gestión de las crisis por regiones

América Latina

La gestión de la crisis en América Latina se articuló tanto por el lado de los acreedores como por el de los deudores. En el primer caso, se actuó conjuntamente y la mayoría de los acreedores de los países en quiebra tomaron la decisión conjunta de aumentar el plazo de la deuda para evitar que los préstamos resultasen incobrables. Asimismo, los acreedores privados recibieron el apoyo de sus gobiernos, que actuaron como prestamistas de última instancia para evitar una crisis bancaria que hubiera puesto en peligro el sistema financiero internacional, dado el volumen de fondos prestados a estos países.

Por el lado de los deudores, el balance no fue tan positivo. En primer lugar, se consideró que se trataba de un problema de liquidez, meramente coyuntural, en vez de un problema de solvencia que afectaba a la capacidad de devolución de la deuda en el largo plazo. Este diagnóstico propició que las autoridades de los países afectados llevaran a cabo pocos cambios en sus políticas económicas y tan solo se dedicaran a implementar la condicionalidad del FMI para la concesión de nueva asistencia financiera. En segundo lugar, se tomaron medidas para reducir el déficit comercial, intentando disminuir aún más las importaciones (vía contracción de la demanda interna) e incrementar las exportaciones

CUADRO 2

FINANCIACIÓN RECIBIDA

Región	País	Financiación FMI			Otra financiación	
		Año	Tipo de instrumento	Importe (millones USD)	Organismo o País	Importe (millones USD)
América Latina	México	1995	Stand By Credit	17.800*	EEUU	20.000
					G10 (BIS)	10.000
	Brasil	1998	Stand By Credit	18.100	Banco Mundial	4.500
					BID	4.500
					BIS	14.500
	Argentina	2000	Stand By Credit	7.200 (ampliado hasta 21.570)	–	–
		2003		2.980	–	–
Sudeste Asiático	Tailandia	1997	Stand By Credit	3.900	Japón	4.000
					Australia	1.000
					China	1.000
					Hong Kong	1.000
					Singapur	1.000
					Banco Mundial	1.500
					BAD	1.200
	Indonesia	1997	Stand By Credit	10.140	Banco Mundial	4.250
					BAD	3.500
	Corea del sur	1997	Stand By Credit	21.000	Banco Mundial	10.000*
					BAD	4.000*
	Filipinas	1998	Stand By Credit	1.371*	–	–

NOTAS: * Estas líneas de crédito no llegaron a utilizarse en su totalidad. Bank of International Settlements (BIS); Banco Interamericano de Desarrollo (BAD); Banco Asiático de Desarrollo (BAD).
FUENTE: Elaboración propia.

(vía devaluación de las monedas). Sin embargo, esa solución no era sostenible en el largo plazo porque el precio de las materias primas ya era demasiado bajo (y reducciones adicionales no supusieron grandes incrementos de la demanda) y porque había importaciones de las que no se podía prescindir (sectores como los bienes de equipo o la energía), que además se encarecieron por la devaluación (Pampillón, 2003).

Dado que la situación de insostenibilidad de la deuda no mejoró en los primeros años de la crisis, se propusieron dos planes, el Plan Baker en 1985 y el Plan Brady en 1989, que reciben el nombre de los Secretarios del Tesoro de Estados Unidos que los idearon. El primero se basó en el principio de «ajuste con crecimiento» que defiende que la insostenibilidad de la deuda es un problema a largo plazo y por ello las medidas adoptadas no

pueden ser cortoplacistas. Este plan se centró en favorecer el acceso a los mercados financieros por parte de los países en crisis, a cambio del compromiso de estos de realizar reformas estructurales, centradas principalmente en reducir la intervención pública, fomentar las inversiones y la liberalización comercial. Sin embargo, la valoración que se hace de este plan no es muy favorable y solo permitió conseguir pequeños avances, sin poder evitar la suspensión de pagos de Brasil en 1987 (Rodríguez Prada, 2003).

Por su parte, el Plan Brady (1989) fomentó «una estrategia de salida de la crisis» a través de la reestructuración y canje de deuda a cambio de un mayor ajuste estructural por parte de los países afectados. De esta manera, se amplió el plazo de devolución de los préstamos, se otorgaron períodos de carencia, se redujeron los tipos de interés e incluso el nominal de la deuda. La filosofía del plan se basó en aprovechar el importante crecimiento de los países acreedores para mejorar las condiciones de los préstamos contraídos en el pasado con los países afectados por la crisis, con el objetivo de que estos destinaran más recursos a inversiones productivas, de tal manera que en el medio plazo hubieran obtenido los recursos suficientes para hacer frente al pago de la deuda reestructurada sin llegar a incurrir en nuevos *defaults* y evitando el riesgo de una crisis sistémica. La reestructuración de la deuda se realizó principalmente a través de la emisión de «Bonos Brady», que permitieron que los países deudores intercambiaran los préstamos por emisiones de estos bonos respaldados, a su vez, por bonos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos.

La acogida de los Bonos Brady fue muy positiva siendo México, en 1990, el primer país que hizo uso de ellos al convertir 48.000 millones de dólares que tenía contraídos con bancos extranjeros. Enseguida se extendió su uso a otros países de América Latina (Argentina, Brasil, Perú, Venezuela, Ecuador y Panamá) y a otros países emergentes del resto del mundo (Rusia, Polonia, Nigeria, Corea del Sur y Filipinas, entre otros). En 1996, momento álgido de la emisión de estos bonos, se habían realizado emisiones por valor de 190.000 millones de dólares en 13 países distintos.

Sin embargo, para conseguir solucionar el problema del sobreendeudamiento, además de llevar a cabo un arduo trabajo de reestructuración de la deuda externa, era necesario emprender reformas estructurales que permitieran asentar unas finanzas sólidas. Es por ello que nace, en 1989, el Consenso de Washington[3], el cual buscaba dar orientaciones generales a instituciones financieras multilaterales y a países en desarrollo (principalmente de América Latina), sobre cómo abordar dichas reformas estructurales. Contaba con un «menú» de política económica que incluía una lista de diez medidas destinadas a crear «un modelo más estable abierto y liberalizado». Estas medidas eran: disciplina presupuestaria, cambios en las prioridades del gasto público, reforma impositiva, liberalización financiera, libre determinación del tipo de cambio, liberalización comercial, eliminación de barreras a la libre entrada de inversión directa extranjera, política de privatizaciones, desregulación de mercados y defensa de los derechos de propiedad (Williamson, 1989).

La valoración de la puesta en práctica de estas medidas fue positiva en términos macroeconómicos (disciplina fiscal que disminuyó el déficit presupuestario en más de tres puntos porcentuales de media, prudencia monetaria que permitió controlar la inflación, fuerte entrada de capitales, buen comportamiento de las exportaciones); sin embargo, los resultados fueron poco alentadores en lo que se refiere a crecimiento económico, coberturas sociales, reducción de la pobreza y distribución de la riqueza (Casilda, 2004). Es por ello que se consideró necesario abordar una «segunda generación de reformas» que completara el Consenso de Washington y se centrara en los graves desequilibrios redistributivos que afrontaban los países de América Latina al comienzo de la década de

[3] El Consenso de Washington fue formulado en noviembre de 1989 en el documento denominado «*What Washington means by policy reform*» por el profesor y economista británico John Williamson, que en el momento de su publicación era economista jefe del Banco Mundial y miembro del Institute for International Economics.

los noventa (Ricupero, 2003 y Casilda, 2013). Estos desequilibrios redistributivos se sumarían a los financieros en la segunda crisis de deuda que azotó a los países de la región a partir de 1994, como se ha visto anteriormente.

Sudeste Asiático

En esta región también se optó por recurrir al FMI (con excepción de Malasia), si bien los resultados fueron muy dispares. Tailandia, Indonesia, Corea del Sur y Filipinas solicitaron en total al FMI más de 36.000 millones de dólares, destinados a apoyar programas de reformas, principalmente orientados a estabilizar el mercado cambiario y a restaurar la confianza y la estabilidad económica, así como a establecer un crecimiento sólido a medio plazo.

Las medidas aplicadas se centraban en: *i)* una política fiscal restrictiva que supuso la racionalización del gasto público y el aumento de los ingresos a través de la subida de impuestos; *ii)* unas condiciones monetarias contractivas a través de un fuerte incremento de los tipos de interés y un techo a la base monetaria para garantizar la estabilidad en los mercados financieros, evitar la continua depreciación de la moneda y reducir la elevada inflación; *iii)* reformas en el sistema financiero (incluido el cierre de bancos) y liberalización de los flujos comerciales y de inversión, así como la paulatina desaparición de los monopolios nacionales (FMI, 1997a y 1997b).

Mención especial merece el caso de Malasia. La respuesta inmediata de este país fue similar a la del resto de economías de la zona (defender la moneda local —el ringgit—, elevar fuertemente los tipos de interés y llevar a cabo una política fiscal contractiva, restringiendo el gasto en determinados sectores como las infraestructuras). Sin embargo, a la hora de decidir si acudía al FMI, optó por prescindir de dicha ayuda, y a cambio impuso, en septiembre de 1998, unos severos controles de capitales. Entre las medidas aplicadas destacan: la eliminación de todos los canales para hacer transferencias al exterior en moneda local, la prohibición de negociar títulos bursátiles nacionales en el extranjero, la limitación de la oferta de operaciones *swap* que no estuvieran relacionadas con operaciones comerciales (Varela e Hinarejos, 2003), la prohibición de realizar ventas a corto plazo en los mercados de acciones y la imposición de limitaciones sobre las ventas *forward* de la moneda (García Fernandez-Muro, 2002).

Estas medidas presentaban dos características principales: se aplicaron de manera generalizada en prácticamente todas las operaciones financieras (para evitar escapes que pudieran provocar movimientos especulativos) y se unieron a una política de reformas estructurales que garantizara el control macroeconómico y la reforma del sistema financiero (fuertemente liberalizado y escasamente supervisado). Si bien en el corto plazo las medidas no fueron bien acogidas por el mercado, al cabo de varios meses, se consiguieron mejorar las principales variables de la economía y, en diciembre de 1998, la bolsa llegó a crecer un 11 por 100 (García Fernandez-Muro, 2002).

En definitiva, los cinco países afectados por la crisis del Sudeste Asiático tuvieron importantes similitudes, tanto en el origen de la crisis (que no se encontraba en las variables macroeconómicas sino en la debilidad del sistema bancario y la fuerte dependencia comercial y financiera de Japón), como en la gestión de la misma (medidas estabilizadoras que frenaban la demanda y buscaban dar credibilidad a sus monedas). Todos ellos, inclusive Malasia que no acudió al FMI, experimentaron una rápida salida de la crisis, la cual tuvo forma de *V* muy pronunciada, lo que lleva a cuestionarse la necesidad de contraer tanto la renta (en 1998) para encontrar la senda de la recuperación.

La principal lección que se puede extraer de la crisis del Sudeste Asiático es que, tan importante es llevar a cabo la liberalización plena de capitales, como que esta se complemente con una buena regulación del sistema financiero y unas instituciones reguladoras lo suficientemente sólidas. De lo contrario, la tan deseada liberalización y, por ende, la fuerte entrada de capitales, pueden suponer un grave riesgo para la estabilidad económica (Varela e Hinarejos, 2003; Kaminsky y Reinhart; 1999).

En unos y otros casos, el papel del FMI fue clave en la gestión de las crisis, tanto por los programas

macroeconómicos implementados como por haber aportado la mayor parte de financiación necesaria para la correcta aplicación de los mismos. Ahora bien, según algunos autores, se pueden destacar los siguientes campos de mejora: haber implementado políticas fiscales y monetarias menos restrictivas (Varela e Hinarejos, 2003; Bustelo, 2002 y Stiglitz, 2002), haber realizado la liberalización de la cuenta de capitales en varias fases y, en todo caso, acompañada de una correcta regulación y supervisión (Agosín, 1999), haber prestado más atención al fomento del comercio internacional (como motor de la reactivación económica) (Madrazo, 2003), y a las políticas microeconómicas y sectoriales (muy necesarias para favorecer la inversión extranjera y el correcto funcionamiento del sector privado) (Merino y Gadano, 2002).

Por último, en la mayoría de los casos, la financiación proporcionada por esta institución, pese a que fue muy relevante, no fue suficiente, y una parte sustancial de la ayuda financiera provino de los Estados acreedores a través de la reprogramación (o, en su caso, condonación) del cobro de sus préstamos (Pérez de Eulate, 1999). Por ello, a continuación, se analizan las medidas llevadas a cabo por los acreedores para garantizar el cobro de la deuda y evitar una crisis sistémica.

Club de París

El Club de París es un foro internacional (sin personalidad jurídica propia) de renegociación y condonación de deuda externa formado por los principales acreedores públicos del mundo[4].

Los orígenes del Club de París se remontan a 1956 cuando se renegoció la deuda con Argentina, en un contexto de posguerra y debilidad de las recién creadas instituciones de Bretton Woods. Entre 1956 y 1980 los países beneficiarios de tratamientos de deuda en este foro no fueron muy numerosos y se situaban sobre todo en América Latina (Argentina, Brasil, Chile o Perú) y Asia (Indonesia, Pakistán, Turquía o Camboya). No será hasta la década de los ochenta cuando este foro de acreedores públicos cobre mayor importancia, al contribuir a solucionar las crisis de deuda anteriormente descritas. Desde su creación, el Club de París ha firmado 433 acuerdos con 90 países endeudados, por un importe aproximado de 583.000 millones de dólares (Club de París, 2017b).

El papel del Club de París durante la gestión de las crisis de deuda del último cuarto del Siglo XX fue proporcionar al deudor, a través de la renegociación de su deuda, un alivio financiero suficiente para que las políticas sostenidas por el FMI pudieran ser aplicables. Por tanto, el Club de París se convierte en un instrumento del FMI para completar sus programas de apoyo a los países en crisis, ya que no hay renegociación si el deudor no ha llegado a un acuerdo previo con esta institución (Pérez de Eulate, 1999).

En junio de 1983 México firmó la renegociación de su deuda con el Club de París, por importe de 1.300 millones de dólares (su deuda tuvo que ser renegociada hasta en dos ocasiones más a lo largo de la década de los ochenta). Por su parte, Argentina también renegoció su deuda en este foro en la crisis de los ochenta dada la incapacidad para hacer frente a sus obligaciones de deuda y entre 1985 y 1992 acudió hasta en cinco ocasiones; los importes totales tratados superaron los 10.000 millones de dólares. Asimismo, hubo más países de esta región que tuvieron que acudir al Club de París en esta época; fue el caso de Brasil, Bolivia, Chile, Costa Rica, Ecuador y Perú. En todos ellos se llevó a cabo la renegociación de la deuda, sin condonaciones (Pérez de Eulate, 1999).

Por su parte, los países del Sudeste Asiático que sufrieron la crisis no acudieron de igual manera al Club de París, en primer lugar, porque el tipo de deuda era

[4] Actualmente el Club de París está formado por 22 acreedores públicos, los cuales se reúnen periódicamente para coordinar sus actuaciones ante problemas comunes de deuda externa. Estos son: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Rusia, Suecia y Suiza. Junto a estos países existen otros que son invitados cuando se trata la deuda de algún país del que son un acreedor importante; los principales países invitados son Portugal, México, Argentina, Marruecos, Sudáfrica o China (Club de París, 2017a).

mayoritariamente privada y, en segundo lugar, los cinco países de esta región afectados por la crisis tenían temor a que la reestructuración de su deuda les cerrara el acceso a los mercados financieros internacionales. En este contexto, tan solo Indonesia acudió al Club de París, beneficiándose de un tratamiento en septiembre de 1998 por importe de 4.176 millones de dólares. En esta región, la banca privada tuvo un papel muy relevante al refinanciar la deuda a corto plazo, que representaba casi el 50 por 100 de la deuda externa total[5] (Pérez de Eulate, 1999). Por tanto, en esta región la gestión de la crisis se orientó más a proporcionar nueva asistencia financiera (en torno a 30.000 millones de dólares por parte del FMI y cercano a 55.000 millones si se considera también la ayuda prestada por otros países y organismos multilaterales —Cuadro 2—), que a llevar a cabo reestructuraciones en el seno del Club de París.

La valoración que se hace del papel del Club de París para la gestión de la crisis de deuda de finales del Siglo XX es positiva, ya que permitió evitar una crisis sistémica, con repercusiones a nivel mundial. Gracias a la aplicación de estos tratamientos, la deuda de los países en desarrollo y emergentes cayó del 40 por 100 del PIB en 1989 al 26 por 100 en 1996 y su ratio «servicio de la deuda-exportaciones de bienes y servicios» disminuyó del 25 por 100 al 9 por 100 en ese mismo período (Palazuelos, 1998).

Iniciativa HIPC

Por su parte, la deuda de las instituciones financieras internacionales (la denominada deuda multilateral) nunca había estado sujeta a condonaciones, ya que, para seguir garantizando la máxima solvencia de estas instituciones (para que no perdieran la máxima calidad crediticia), tenían legalmente estatus de «acreedor preferente», lo cual implicaba que, en caso de riesgo de impago, la deuda contraída con estas instituciones debería pagarse en primer lugar (Atienza, 2002). Sin embargo, esta cláusula era extremadamente negativa para los países más pobres que en la década de los noventa tenían contraída más de dos tercios de su deuda con estas instituciones y veían cómo países de renta media podían acudir al Club de París y al Club de Londres para renegociar sus deudas, pero, sin embargo, no podían beneficiarse de esos tratamientos. En 1996 se busca dar solución a esta situación, que estaba causando un grave daño al desarrollo económico y social de estos países, a través del lanzamiento de la iniciativa HIPC. En 2005 la Iniciativa se completó con un alivio de la deuda de las instituciones financieras internacionales a través de la iniciativa MDRI[6].

Ambas iniciativas fueron, para muchos países del continente africano, la única manera de gestionar la crisis de deuda a la que se estaban enfrentando, agudizada por problemas políticos (gobiernos fallidos, luchas de poder…) y desigualdades sociales. Asimismo, algunos países de América Latina y el Caribe también fueron beneficiarios de ella al cumplir con los requisitos establecidos.

Países elegibles y funcionamiento

En el año 2006, el FMI y el Banco Mundial decidieron acordar una lista cerrada de países elegibles (*ring-fenced list*) que debían cumplir con unos requisitos a finales de 2004[7].

El funcionamiento de la Iniciativa HIPC se estructura en dos fases, el Punto de Decisión y el de Culminación. En el Punto de Decisión el FMI y el Banco Mundial constatan que el país está aplicando

[5] Al tratarse de deuda externa privada, las renegociaciones tenían lugar en el Club de Londres, que agrupa a los mayores acreedores privados, principalmente bancos y fondos de inversión.

[6] La Iniciativa MDRI preveía el 100 por 100 de condonación de la deuda del FMI, Banco Mundial y el Fondo Africano de Desarrollo, para los países que hubieran alcanzado el Punto de Culminación de la Iniciativa HIPC, así como para aquellos que tuvieran ingresos per cápita inferiores a 380 dólares. En el año 2007, el Banco Interamericano de Desarrollo aprobó también conceder condonaciones adicionales a través de esta iniciativa a los países de América Latina y el Caribe incluidos en la Iniciativa HIPC (FMI 2013 y 2016a).

[7] Para conocer los requisitos establecidos por el FMI y el BANCO MUNDIAL para poder beneficiarse de la Iniciativa (VIDALES, 2012).

CUADRO 3

ESTADO DE APLICACIÓN DE LA INICIATIVA HIPC

Punto de Culminación (36)			
Afganistán	Etiopía	Madagascar	Rep. Democrática Congo
Benín	Gambia	Malawi	Ruanda
Bolivia	Ghana	Mali	Santo Tomé y Príncipe
Burkina Faso	Guinea	Mauritania	Senegal
Burundi	Guinea Bissau	Mozambique	Sierra Leona
Camerún	Guyana	Nicaragua	Tanzania
Chad	Haití	Níger	Togo
Comores	Honduras	Rep. Centroafricana	Uganda
Costa de Marfil	Liberia	Rep. Congo	Zambia
Punto de Predecisión (3)			
Eritrea	Somalia	Sudán	

FUENTE: FMI, 2017.

satisfactoriamente el programa de ajuste y que, a pesar de ello, su *stock* de deuda sigue siendo insostenible, por lo que recibe del Club de París un «alivio interino» que supone la reestructuración de la deuda computable como Ayuda Oficial al Desarrollo y la condonación del 90 por 100 de los vencimientos del período si es deuda de origen comercial. Para alcanzar el Punto de Culminación se verifica que el país ha mantenido la estabilidad macroeconómica, continúa desarrollando reformas sociales y estructurales y ha implementado medidas de carácter social en sectores como la sanidad y la educación y mejoras en el buen gobierno o la lucha contra la corrupción para garantizar que el alivio sea utilizado apropiadamente. Al alcanzar el Punto de Culminación, se lleva a cabo el alivio definitivo y todos los acreedores, bilaterales y multilaterales, condonan el *stock* de deuda en el porcentaje adecuado para asegurar los umbrales de sostenibilidad.

Es de destacar que para beneficiarse de estos alivios de deuda era obligatorio que el país estableciera una estrategia de desarrollo y reducción de la pobreza en el largo plazo, es decir, por primera vez en la gestión de las crisis de sobreendeudamiento se introducen criterios sociales y la preocupación por la reducción de la pobreza. Hay que recordar que la condicionalidad exigida a los países emergentes anteriormente estudiados se centraba en reformas estructurales destinadas a la recuperación económica y al saneamiento de las finanzas públicas, en vez de a políticas de desarrollo.

El Cuadro 3 muestra los 39 países elegibles[8] que actualmente forman parte de la iniciativa, así como la fase en la que se encuentran (FMI, 2017). Actualmente, 36 países han alcanzado el Punto de Culminación (30 de ellos son países africanos) y otros tres países (Eritrea, Somalia y Sudán) no han alcanzado todavía el Punto de Decisión (por tanto, se encuentran en el Punto de Predecisión, haciendo esfuerzos por conseguir los requisitos para pasar a la siguiente fase).

[8] Además de estos 39 países, hay otros cinco (Bután, Kirguistán, Laos, Nepal y Sri Lanka) que cumplían los requisitos para pertenecer a la iniciativa, pero están excluidos de ella a petición propia.

Valoración

La valoración de la Iniciativa HIPC es positiva ya que: *i)* su grado de ejecución es muy alto (el 92 por 100 de los países beneficiarios han alcanzado el Punto de Culminación), *ii)* se ha conseguido una reducción histórica de los niveles de deuda (el *stock* de deuda de los 36 países que han llegado al Punto de Culminación ha pasado de representar el 114 por 100 de su PIB y el 457 por 100 de sus exportaciones en el año 1999, a representar el 19 por 100 y el 80 por 100 en 2010[9], respectivamente) (FMI, 2011), *iii)* se han incrementado los recursos utilizados por estos países en implementar políticas de desarrollo (el gasto en políticas de reducción de la pobreza ha pasado de representar el 6 por 100 del PIB en 2001 al 8,1 por 100 del PIB en 2015) (FMI, 2017) y *iv)* todos los países beneficiarios de la iniciativa han visto mejorar su Índice de Desarrollo Humano[10].

No obstante, el principal reto de la iniciativa es conseguir que los países beneficiarios no vuelvan a niveles de deuda insostenibles. Aunque el servicio de la deuda de estos 36 países se ha reducido a la mitad en 20 años, la realidad es que desde 2013 se está incrementando (el FMI prevé que alcance en 2020 el 1,9 por 100 del PIB y el 6,6 por 100 de las exportaciones de estos países) (FMI, 2016b). Estos son datos que deben invitar a la reflexión de cara a conseguir que la iniciativa tenga el resultado deseado. En este sentido, la Agenda de Acción de Addis Abeba (Naciones Unidas, 2015) hace hincapié en «trabajar para lograr un consenso mundial sobre las directrices de responsabilidad del deudor y el acreedor al tomar y otorgar préstamos soberanos». Para ello, no solo será necesario la aplicación de políticas responsables de concesión de nuevos préstamos soberanos (por ejemplo, reducir la concesión de financiación reembolsable a países beneficiarios de la Iniciativa HIPC que tengan un riesgo alto de insostenibilidad de la deuda[11]), sino también encontrar fuentes de financiación alternativas al endeudamiento con impacto en la reducción de la pobreza.

4. Fuentes de financiación alternativas al endeudamiento

Las crisis de deuda analizadas dieron lugar a que, a comienzos de la década de los noventa, los países afectados por ellas buscaran otra forma de obtener recursos para financiar su proceso de desarrollo. De este modo, la inversión directa extranjera (IDE), la ayuda oficial al desarrollo (AOD) y las remesas empezaron a cobrar un mayor protagonismo.

La IDE es la primera fuente de financiación en países en desarrollo desde 1994, así como la menos volátil (Banco Mundial, 2016). Una de las principales ventajas de estos recursos es que no generan deuda, evitando así el riesgo de sobreendeudamiento en países castigados en el pasado por crisis de deuda. Asimismo, esta fuente de financiación, además de estar en aumento, puede contribuir especialmente a la consecución del desarrollo sostenible si está alineada con las políticas y estrategias gubernamentales.

Los flujos de capitales procedentes de la IDE tienen, en términos generales, un impacto positivo en los países receptores ya que permiten financiar los desequilibrios de balanza de pagos, obtener mayores ingresos vía impuestos, dan acceso a nuevos mercados de mercancías, generan empleo y mejoras de la productividad, permiten la transferencia de tecnología y la difusión del conocimiento (Noorbakhsh, *et al*., 2001; Olivié y Pérez 2015). Es más, algunos estudios

[9] Último dato disponible.

[10] El Índice de Desarrollo Humano es un indicador compuesto de publicación anual, creado por el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) en 1990, que mide los avances de un país respecto a tres dimensiones básicas del desarrollo humano: la riqueza, la educación y la salud. Para más información sobre el IDH.

[11] Para realizar este análisis se puede utilizar de referencia el *Debt Sustainability Analysis* (DSA) del FMI y el Banco Mundial. Se trata de un estudio anual sobre el grado de sostenibilidad de la deuda a largo plazo de los países de renta baja, los países menos avanzados (PMA) y los países pertenecientes a la Iniciativa HIPC, cuya metodología se implantó en 2002 y se revisa periódicamente.

recientes (Gruss *et al*., 2017, entre otros) han demostrado que alrededor de una tercera parte de la tasa promedio de crecimiento per cápita de los países en desarrollo en el período 2005-2016 (frente al período 1995-2004) puede atribuirse al incremento en las entradas de capital con espíritu de permanencia.

Por su parte, pese a que en los últimos años la evolución de la AOD ha sido ascendente, su peso relativo respecto al resto de fuentes de financiación ha disminuido. Según datos del Banco Mundial (2016), en la década de los noventa, la AOD era la primera fuente de financiación en países en desarrollo; sin embargo, desde 2004 y hasta la actualidad, es la fuente de financiación con menor peso en estos países (8 por 100 del total de fuentes de financiación, muy lejos del 40 por 100 de la IDE, el 26 por 100 de las remesas y el 25,5 por 100 de la deuda privada).

A pesar de esta evolución, algunos autores (Kozack y Tobin, 2006) consideran que la presencia de AOD es especialmente relevante en países con poca capacidad de atracción de IDE, siempre y cuando dispongan de unos niveles de capital humano lo suficientemente elevados. Es más, estos autores consideran que la AOD es más eficaz que la IDE, si se trata de un país democrático y realiza un uso eficiente de los recursos recibidos. Sin embargo, el Premio Nobel de Economía, Angus Deaton (2013), afirma que cuando las «condiciones para el desarrollo» están presentes en un país, la AOD no es necesaria (por la entrada de iniciativa privada). Y, al mismo tiempo, cuando las condiciones locales son hostiles al desarrollo, la AOD no es útil e incluso puede perjudicar si perpetúa dichas condiciones. En esta misma línea, otros autores como Moyo (2009) consideran que la AOD afecta negativamente al desarrollo en África porque genera un círculo vicioso al provocar aumentos de los niveles de corrupción y desincentivar la inversión tanto nacional como extranjera. Por tanto, el reto principal no es tanto seguir aumentando los flujos de ayuda oficial, sino conseguir incrementar la calidad, los efectos, la eficacia y la transparencia de dichos recursos.

Respecto a las remesas, desde 1998 se yerguen como la segunda fuente de financiación de países en desarrollo y, según el Banco Mundial (2014), en el caso de alguno de estos países, el envío de remesas se convirtió en la primera fuente de financiación durante la crisis financiera y monetaria de 2009. Existe consenso en la literatura económica (Ratha y Mohapatra, 2010; Banco Mundial, 2011) en que las remesas presentan importantes beneficios para el país receptor ya que permiten cubrir necesidades básicas, aumentan su capacidad de consumo e inversión, incrementan la producción, favorecen la creación de empleo y la constitución de empresas, permiten la acumulación de capital humano, un mejor acceso a los servicios financieros formales y la reducción del trabajo infantil. Sin embargo, el incremento de esta fuente de financiación va íntimamente ligado a una pérdida de capital humano, por lo que el objetivo no es tanto el aumento de este recurso, sino que la transferencia de remesas se realice de manera más económica, rápida y segura.

Algunos estudios empíricos (Vidales, 2017) corroboran la importancia de la inversión directa extranjera y las remesas en la consecución del desarrollo, mientras que la AOD no tendría un efecto positivo directo; sin embargo, contar con esta fuente de financiación podría ser útil para reducir las desigualdades, pudiendo ser considerada una fuente de financiación complementaria. En este contexto, la financiación combinada o *blended finance*[12], que está siendo utilizada por Naciones Unidas, el Banco Mundial, la Comisión Europea o los bancos regionales de desarrollo, cobra especial importancia.

5. Síntesis y conclusiones

Las crisis de deuda analizadas (con excepción de las del continente africano) se caracterizan por la existencia de tres fases en el surgimiento de la crisis: *i)* economías con fuerte crecimiento y apertura al exterior,

[12] Supone mezclar los préstamos o inversiones en capital de entidades financieras o de desarrollo (públicas o privadas) con una subvención o donación (aportada generalmente por organismos internacionales).

ii) fuerte entrada de capitales (principalmente en forma de préstamos), *iii)* deterioro de las variables fundamentales, mayor endeudamiento para cubrir deudas pasadas, desconfianza y salida de capitales.

Otro rasgo en común de todas estas crisis es que la mayoría de los países que las sufrieron, como no podían acceder a los mercados internacionales para financiarse, acudieron al Fondo Monetario Internacional para acceder a nueva financiación y al Club de París para renegociar su deuda. Todo ello unido a la implementación de importantes programas de reformas estructurales, orientados, principalmente, a sanear las finanzas públicas, liberalizar mercados y contener los salarios.

El papel del FMI y del Club de París fue clave en la gestión de estas crisis de deuda. En el caso del FMI, por el diseño y asesoramiento de los programas macroeconómicos implementados y por haber aportado la mayor parte de la financiación necesaria para la correcta aplicación de los mismos. En el caso del Club de París, los acuerdos de reprogramación y condonación de deuda permitieron la salida ordenada de la crisis en el caso de los países emergentes y la implementación de una solución estructural al problema del sobreendeudamiento en el caso de países en desarrollo (Pérez de Eulate, 2012).

Asimismo, merece especial mención a la hora de analizar la gestión de las crisis de deuda, el papel desempeñado en África y algunos países de América Latina y el Caribe, de la Iniciativa de Alivio de Deuda de Países Pobres Altamente Endeudados, que en sus 20 años de vida ha supuesto la condonación de más de 100.000 millones de dólares[13] y una reducción histórica de los niveles de deuda externa.

El estudio de las distintas crisis de deuda acontecidas en el último cuarto del Siglo XX permite afirmar que, pese a que desde un punto de vista teórico es óptimo acceder al endeudamiento externo, la realidad muestra que es recomendable no hacer un uso excesivo de estos recursos y, en todo caso, acudir a ellos como complemento de otras fuentes de financiación alternativas como la inversión directa extranjera, la financiación combinada o las remesas.

[13] Considerando los alivios obligatorios de la Iniciativa HIPC, junto con los compromisos voluntarios de algunos acreedores (principalmente en forma de programas de conversión de deuda) y la Iniciativa MDRI.

Referencias bibliográficas

[1] AGOSÍN, M. (1999). «Korea and Taiwan in the Financial Crises». Trabajo presentado en la sesión de LACEA 1999 sobre *Preventing Financial Crises: Lessons from Successful Emerging Economies.*

[2] ARGANDOÑA, A; GÁMEZ C. y MOCHÓN, F (1996). *Macroeconomía avanzada I*. Madrid: McGrawHill.

[3] ATIENZA, J. (2002). *La deuda externa del mundo en desarrollo*. Madrid: Akal Ediciones

[4] BANCO MUNDIAL (2011). *Migration and Remittances Factbook 2011*. World Bank publications.

[5] BANCO MUNDIAL (2014). «Migration and Remittances: Recent Developments and Outlook». *Migration and Development Brief 22*. World Bank publications.

[6] BANCO MUNDIAL (2016). *Migration and Remittances Factbook 2016*. Third edition. World Bank publications.

[7] BUSTELO, P. (1998). «The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey», *Documentos de trabajo del ICEI*, nº 10/98, Universidad Complutense de Madrid.

[8] BUSTELO, P. (1999). «Las crisis financieras asiáticas (1997-1999). Nuevos indicadores y escasos precedentes». *Boletín Económico de ICE,* nº 2.626.

[9] BUSTELO, P. (2002). «Los orígenes de la crisis financiera de Argentina. Una comparación con las crisis asiáticas». *Boletín Económico de ICE,* nº 2.715.

[10] CASILDA, R. (2004). «América Latina y el Consenso de Washington». *Boletín Económico de ICE*, nº 2.803.

[11] CASILDA, R. (2013). «América Latina, una potencia emergente en el siglo XXI». *Boletín Económico de ICE*, nº 3.039.

[12] CLUB DE PARÍS (2017a, octubre). Portal oficial del Club de París, apartado de la web denominado *About us.* Recuperado 16 de octubre de 2017, de *http://www.clubdeparis.org/en/communications/page/permanent-members*

[13] CLUB DE PARÍS (2017b, octubre). Portal oficial del Club de París, apartado de la web denominado «Data». Recuperado 16 de octubre de 2017, de *http://www.clubdeParís.org/en/communications/page/key-numbers*

[14] DEATON, A. (2013). *The Great Escape. Health, Wealth, and the Origins of Inequality*. Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press.

[15] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1985). «International Financial Statistics». *IMF publications*, January, Washington DC.

[16] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997a). *Press Release 90/37: «IMF Approves Stand-by Credit for Thailand*. Publicado 20 de agosto 1997. Recuperado 16 de octubre 2017, de *http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9737.*

[17] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997b). Press Release 97/50: «*IMF Approves Stand-by Credit for Indonesia*». Publicado 5 noviembre 1997. Recuperado 16 de octubre 2017, de *http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9750.*

[18] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2011). «Initiative for Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)—Status of Implementation and Proposals for the Future of the HIPC Initiative». *IMF publications*, November, Washington DC.

[19] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2013). «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)–Statistical Update». *IMF publications*, December, Washington DC.

[20] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2016a). «Factsheet State of Play of the Multilateral Debt Relief Initiative». *IMF publications,* March, Washington DC.

[21] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2016b). «Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI)–Statistical Update». *IMF publications,* March, Washington DC.

[22] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2017). «Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative». *IMF publications,* April, Washington DC.

[23] GARCÍA FERNÁNDEZ-MURO, C. (2002). «Entradas de capital, gestión macroeconómica y crisis financieras en economías emergentes: Tailandia, Malasia e Indonesia (1987-1997)». Tesis doctoral. Universidad Complutense de Madrid.

[24] GRUSS, B., NABAR, M. y POPLAWSKI-RIBEIRO, M. (2017). «Emerging Markets and Developing Economies Sustaining Growth in a Less Supportive External Environment». Publicado en el blog del FMI denominado *«Diálogo a Fondo».*

[25] JACOBS, G. y Rodríguez-ARANA, A. (2003a). «Introducción. Crisis cambiarias y financieras: una comparación de dos crisis». Publicado en el libro *Crisis cambiarias y financieras. Una comparación de dos crisis*. Madrid: Editorial Pirámide.

[26] JACOBS, G. y RODRÍGUEZ-ARANA, A. (2003) (2003b). «La crisis de 1994-1995 en México: causas, desarrollo y solución». Publicado en el libro «*Crisis cambiarias y financieras. Una comparación de dos crisis*». Ed. Pirámide.

[27] KAMINSKY, G. y REINHART, C. (1999). «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-payments Problems». *The American Economic Review,* vol. 89, nº 3, pp. 473-500.

[28] KOSACK, S. y TOBIN, J. (2006). Funding Self-Sustaining Development: The Role of Aid, FDI and Government in Economic Success. *International Organization,* nº 60, pp. 205-243.

[29] MADRAZO, R. (2003). «El impacto comercial de la crisis argentina en la Unión Europea y España». *Boletín Económico de ICE,* nº 2.752, enero.

[30] MERINO, A. y GADANO, N. (2002). «Valoración del riesgo en Latinoamérica: crisis argentina y perspectivas de la IED». *Economía Exterior*, nº 22.

[31] MOYO, D. (2009). *Dead Aid. Why Aid is not Working and How there is a Better Way for Africa.* Farrar, Straus and Giroux. Nueva York.

[32] NACIONES UNIDAS (2015). «Investing in Sustainable Development Goals. Action Plan for Private Investments in SDGs». *UNCTAD/OSG/2015/3 United Nations Publication*. Ginebra.

[33] NOORBAKHSH, F.; PALONI, A. y YOUSSEF, A. (2001). «Human Capital and FDI Inflows to Developing Countries: New Empirical Evidence». *World Development* Vol. vol. 29, nº 9, pp 1.593-1.610.

[34] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (1995). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge: The MIT Press.

[35] OLIVIÉ, I. y PÉREZ, A. (2015). Inversión directa extranjera (IDE) y desarrollo. *Documentos de trabajo Cooperación Española 2015,* nº 5, pp. 56-61.

[36] PALAZUELOS, E. (1998). *La globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Madrid: Editorial Síntesis.

[37] PAMPILLÓN, R. (2003). «De la sustitución de importaciones a la crisis económica de 2002 en América Latina». *Boletín Económico del ICE,* nº 2.773.

[38] PÉREZ DE EULATE, C. (1999). «La arquitectura financiera internacional y el Club de Paris». *Información Comercial Española*. *Revista de Economía* nº 783.

[39] PÉREZ DE EULATE, C. (2012). «El Club de París: una visión de largo plazo». *Boletín Económico del Banco de España*, abril, Madrid.

[40] RATHA, D. y MOHAPATRA, S. (2010). *Remittance Markets in Africa*. Editorial World Bank.

[41] RICUPERO, R. (2003). «Nueva lectura del Consenso de Washington. La teoría y la práctica». *Informe sobre el comercio y el desarrollo, UNCTAD*.

[42] RODRÍGUEZ PRADA, G. (2003). «La nueva economía de las crisis financieras en los mercados emergentes». Publicado en el libro *Crisis cambiarias y financieras. Una comparación de dos crisis*. Madrid: Editorial Pirámide.

[43] STIGLITZ, J.E. (2002). *Globalization and its Discontent*. New York: W.W. Norton and Company.

[44] VARELA, F. e HINAREJOS, H. (2003). «Algunas consideraciones finales». Publicado en el libro *Crisis cambiarias y financieras. Una comparación de dos crisis*. Madrid: Editorial Pirámide.

[45] VIDALES, M. (2012). «La Iniciativa de alivio de la deuda para países pobres altamente endeudados (HIPC). análisis, valoración y aplicación por parte de España». *Boletín Económico de ICE,* nº 3.023, febrero.

[46] VIDALES, M. (2015). *Fuentes de financiación en países en desarrollo: el problema del sobreendeudamiento e instrumentos alternativos*. Trabajo fin de máster mimeografiado. Máster Interuniversitario en Sostenibilidad y Responsabilidad Social Corporativa. Universitat Jaume I y Universidad Nacional de Educación a Distancia. Madrid, febrero 2012.

[47] VIDALES, M. (2017). *Fuentes de financiación alternativas al endeudamiento en países en desarrollo y emergentes. El relevante papel de la IDE.* Tesis Doctoral. Universidad Autónoma de Madrid (UAM). Madrid, septiembre.

[48] WILLIAMSON, J. (1989). *What Washington Means by Policy Reform*, Peterson Institute for International Economics.