

EL EFECTO CATALÍTICO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL SOBRE LOS FLUJOS
DE CAPITAL PRIVADO HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes

Este artículo ha sido elaborado por Javier Díaz-Cassou, Alicia García Herrero y Luis Molina, de la Dirección General de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

La capacidad del Fondo Monetario Internacional (FMI) para inducir flujos privados de capital hacia los países con los que ha firmado un programa es uno de los temas clave para el buen funcionamiento de esta institución. De hecho, la función catalítica del FMI ha ganado importancia a medida que los países emergentes han ido abriendo su cuenta de capital, y ha aumentado la preponderancia de los capitales privados frente a los flujos oficiales. En un contexto de globalización financiera, las necesidades de financiación de los países emergentes en momentos de dificultad son cada vez más elevadas, y, dado que el apoyo financiero que puede brindar el FMI es limitado, el éxito de los programas depende en buena medida de que los inversores internacionales reaccionen positivamente a los mismos.

Existen tres canales fundamentales a través de los que los programas del FMI podrían contribuir a reforzar la confianza de los inversores privados: el canal de la liquidez, el de la condicionalidad y el de la señalización. El primero se refiere a que, al otorgar financiación, la concesión de un programa del FMI contribuye a aumentar la capacidad de pago de un país y, por tanto, a restaurar su viabilidad financiera externa. A través del segundo canal, el cumplimiento de la condicionalidad contenida en un programa puede aumentar la confianza de los inversores en las políticas económicas implementadas por el país firmante. Por el tercero, en un contexto de información imperfecta en los mercados financieros internacionales, los inversores pueden delegar parte de la supervisión de las condiciones de los países al FMI, interpretando la concesión de un programa como un «sello de aprobación» otorgado por la institución. Debido a su naturaleza, es de esperar que los canales de liquidez y señalización tiendan a manifestarse con mayor claridad en el corto plazo (efecto anuncio), y el de la condicionalidad, en el medio y largo plazo (efecto duración).

Este artículo estudia la cuestión de si el FMI ayuda a los países que firman un programa con esta institución a atraer mayores flujos de capital privado. Para ello se utilizan dos metodologías: el análisis de regresión y el estudio de algunos casos². Ambas metodologías son complementarias, por lo que permiten contestar de manera rigurosa a una pregunta claramente relevante para la arquitectura financiera internacional. Así, la primera metodología permite trabajar con prácticamente todos los países emergentes y en vías de desarrollo, por lo que ofrece resultados muy generales. La segunda ofrece un estudio mucho más detallado de las circunstancias de cada país, así como de los posibles canales a través de los cuales se podría producir la catálisis de flujos privados por parte del FMI. En los siguientes apartados se describen ambas metodologías y los resultados alcanzados.

Estrategia empírica y resultados

Para estimar si el FMI consigue atraer flujos privados de capital hacia los países donde tiene programas, la literatura existente ha utilizado el análisis multivariante que incluye, más allá de los determinantes de los flujos de capital señalados por la literatura, una variable ficticia, que toma el valor uno en los años en los que el programa con el FMI está en vigor para cada uno de los países de la muestra, y cero para el resto. La estrategia seguida en el presente artículo

1. Este artículo resume el Documento de Trabajo n.º 0617, *What Kind of Capital Flows Does the IMF Catalyze and When?* 2. Es el primero caso, dentro de la literatura sobre el papel catalítico del FMI, en el que se utilizan las dos metodologías conjuntamente.

es básicamente la misma, aunque con una serie de innovaciones que se describen a continuación.

En primer lugar, se distingue entre los principales objetivos del FMI: prevención de crisis, resolución de crisis y objetivos, a más largo plazo, de crecimiento sostenido y reducción de la pobreza. Para ello, se asocia cada uno de los programas firmados durante el período estudiado con uno de estos objetivos de la siguiente manera: los programas preventivos, en los que las autoridades del país se comprometen de antemano a no hacer uso de los recursos financieros concedidos por el FMI salvo en caso de necesidad, se consideran, lógicamente, de prevención; los acuerdos no preventivos de Derechos de Giro o *Stand By* (SBA, según sus siglas en inglés) y el Servicio Ampliado o *Extended Fund Facility* (EFF) —que se diferencia del primero fundamentalmente por su mayor duración— se consideran más orientados a la resolución de crisis, dado que suelen aprobarse en momentos de necesidades de balanza de pagos; por último, el Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza o *Poverty Reduction and Growth Facility* (PRGF) se asocia al tercer objetivo, dado que persigue un objetivo más estructural y de largo plazo.

En segundo lugar, este trabajo no solo estudia el impacto de los programas del FMI sobre los flujos de capital de más corto plazo, sobre los que ha tendido a concentrarse la literatura existente. Así, se analiza el impacto de los programas sobre los flujos de cartera, pero también sobre los préstamos bancarios transfronterizos y especialmente sobre la inversión extranjera directa (IED), que están influidos por factores más de largo plazo, como, por ejemplo, el potencial de crecimiento económico de los países. Se otorga una especial atención al análisis de la IED, dado que esta ha ganado importancia a lo largo de los últimos años, hasta convertirse en la principal y más estable fuente de financiación internacional para un buen número de países emergentes.

En tercer lugar, se afronta un problema metodológico clave en este tipo de estudios, que es el sesgo de muestra. El origen de dicho sesgo estriba en que los países que firman programas con el FMI suelen ser también aquellos que tienen más problemas y, por tanto, los que atraerían menores flujos de capital privado extranjero en cualquier caso. En efecto, examinando la muestra utilizada para la regresión, se comprueba que los países que se someten a un programa del FMI tienden a tener condiciones iniciales peores que el resto. Así, en media, los países que han firmado alguna vez un acuerdo con el FMI tenían, en los cinco años previos a la firma del primer programa, una tasa de inversión mucho más baja que aquellos que nunca han firmado un acuerdo con esta institución, un PIB per cápita más reducido, un déficit público sustancialmente más elevado y casi el doble de deuda externa. Para controlar de la manera más eficaz posible este sesgo de muestra se utiliza una metodología econométrica de emparejamiento o *matching*, que consiste, básicamente, en seleccionar parejas o grupos de observaciones con la misma probabilidad de firmar un acuerdo con el FMI (basada en una variable exógena como es la balanza por cuenta corriente), y luego comparar el efecto sobre los flujos de capital de estar o no sometido a dicho acuerdo.

También se tratan otros posibles problemas, como la heterogeneidad inobservable —esto es, el hecho de que haya características de los países que influyen sobre los flujos de capitales privados pero que resultan difíciles de controlar en el análisis econométrico— y la endogeneidad de algunas de las variables de control, que podrían verse influidas por las entradas de capital, más allá de que estas afecten a dichos flujos. Para mitigar el primer problema se han utilizado técnicas de estimación con efectos fijos o aleatorios, según haya sido más oportuno. Para hacer frente al segundo, se han introducido retardos en las variables dependientes que podrían adolecer de endogeneidad.

Tipos de flujos (% PIB)	De los cuales:				
	Programa FMI	SBA/SRF	EFF	PRGF	Preventivo
IED (estimación efectos fijos)	0,40 **	0,17	0,66 *	0,61 **	1,79 ***
IED (estimación con <i>matching</i>)	0,26	-0,68 ***	0,39	0,96 **	2,77 **
Inversión en cartera (estimación efectos fijos)	0,17	0,09	0,45 **	0,11	0,12
Inversión en cartera (estimación con <i>matching</i>)	0,05	0,02	0,38	-0,60 ***	0,38
Préstamos bancarios (estimación efectos fijos)	-1,20 ***	-1,24 ***	-1,66 ***	-0,19	0,96
Préstamos bancarios (estimación con <i>matching</i>)	-1,41 ***	-1,75 ***	-1,06 **	-0,11	0,28
Total de flujos (estimación efectos fijos)	-0,41	0,08	0,12	0,69	1,41
Total de flujos (estimación con <i>matching</i>)	-0,94 **	-1,39 ***	-0,52	-0,44	1,98 **

FUENTE: Banco de España.

a. *, ** y *** denotan que el coeficiente de la *dummy* para el programa del FMI es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Los principales resultados se recogen en el cuadro 1. Sin diferenciar por los tipos de acuerdo u objetivos perseguidos, la firma de un programa del FMI resulta ser positiva y significativa en lo que respecta a la IED: la firma de un programa permite atraer un 0,4% del PIB adicional, en media. En cambio, los programas del Fondo tienen un impacto negativo particularmente fuerte sobre los préstamos transfronterizos (1,2% del PIB en media), mientras que no parecen tener una influencia estadísticamente significativa sobre los flujos de cartera.

Distinguiendo en función de los objetivos del FMI, se encuentra un impacto especialmente significativo y pronunciado para los programas preventivos sobre la IED (la aumentan en un 1,8% del PIB), y algo menor para los PRGF y los EFF. El impacto negativo de los programas del FMI sobre los préstamos transfronterizos se circunscribe al ámbito de la resolución de crisis: los EFF reducen estos flujos en un 1,7% del PIB, y los SBA, en un 1,2% del PIB. Finalmente, parece confirmarse que los programas del FMI no tienen un impacto significativo sobre los flujos de cartera, salvo en el caso de la EFF, que los aumenta en un 0,4% del PIB.

La aplicación de la técnica de emparejamiento para hacer frente al problema de selección de muestra tiende a reforzar algunos de estos resultados. Así, los programas preventivos y de largo plazo (PRGF) consiguen atraer incluso más IED que antes de controlar por dicho sesgo (2,8% del PIB y 1% del PIB, respectivamente). Se confirma igualmente el impacto negativo de los programas orientados a la resolución de crisis sobre los préstamos bancarios, si bien este tiende a ser algo mayor para los SBA (1,7% del PIB) y algo menor para los EFF (1,1% del PIB). Controlando por el sesgo de muestra, los SBA pasan a desalentar la IED, reduciéndola en un 0,68% del PIB, mientras que los EFF dejan de tener un impacto estadísticamente significativo sobre la inversión en cartera.

Por su parte, los PRGF ahora reducen la inversión en cartera en un 0,6% del PIB, si bien conviene interpretar este resultado con cautela, dada la escasa importancia de este tipo de capitales para los países menos desarrollados, que son los que potencialmente pueden acceder a la PRGF.

El análisis empírico permite abordar algunas cuestiones que han estado muy presentes en los debates recientes sobre la arquitectura financiera internacional y que pueden resultar de interés para el diseño de las facilidades del FMI. Más en concreto, el estudio trata de responder a las siguientes tres cuestiones: si existen diferencias en la intensidad del efecto catalítico del

Tipos de flujos (% PIB)	Acceso a mercados		Tamaño del programa				Efecto de los anuncios			
	Con acceso	Sin acceso	Por encima de la cuota	Por debajo de la cuota	Anuncio del programa	Mantenimiento				
	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo	Programa FMI	Preventivo
Total de flujos	1,77 **	2,40 **	-0,13	5,33 ***	-0,62	0,35	0,74	-1,17	-0,22	2,14 **
IED	0,05	0,07	0,94 ***	1,15	0,17	1,91 ***	0,00	-0,23	0,69 ***	2,49 ***
Inversión en cartera	0,27	-0,11	0,30	-0,48	0,07	0,24	0,12	0,09	0,19	0,11
Préstamos bancarios	0,52	2,17 ***	-1,76 ***	4,41 **	-0,97 ***	0,42	-1,16 ***	0,63	-1,26 **	1,07

FUENTE: Banco de España.

a. Estimación con efectos fijos. *, ** y *** denotan que el coeficiente de la *dummy* para el programa del FMI es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

FMI en función de si los países firmantes de los programas tienen acceso o no a los mercados financieros internacionales; si el tamaño de los programas ejerce una influencia discernible sobre las decisiones de los inversores internacionales, y si el impacto de los programas sobre los flujos privados de capital tiende a concentrarse alrededor de la fecha en la que se firman o si, por el contrario, este efecto se dilata en el tiempo.

Para abordar la primera pregunta, se distingue entre países que tienen acceso a los mercados internacionales y países que no lo tienen, en función de si han sido calificados alguna vez por la agencia de calificación crediticia Moody's. De este análisis se desprende que el impacto de los programas del FMI sobre los flujos de capital, tanto el positivo como el negativo, tiende a acentuarse en países que no tienen fuentes alternativas de financiación internacional. Ello puede deberse al canal de la señalización: dada la relativa escasez de información económica fiable sobre estos países, a la hora de tomar sus decisiones los inversores internacionales podrían otorgar una importancia mayor a la postura que adopte el FMI. Así, los efectos positivos de los acuerdos del FMI sobre la IED se concentran en los países sin acceso a los mercados financieros internacionales (véase cuadro 2). En el mismo sentido, el efecto negativo de los programas del FMI sobre los préstamos bancarios se concentra en este grupo de países. Distinguendo entre los objetivos de los programas, aquellos destinados a la prevención de crisis son particularmente efectivos para atraer IED, e incluso inversión en cartera, en los países sin acceso a los mercados.

Con respecto a la segunda cuestión planteada sobre el tamaño de los programas, los resultados del estudio sugieren que los países que han obtenido acceso excepcional a los recursos del FMI, es decir, aquellos que han utilizado un volumen de financiación por encima de la cuota que tienen asignada, consiguen atraer más IED que los que no cuentan con este acceso excepcional. En cambio, los programas más grandes parecen estar asociados a un peor acceso a la financiación bancaria internacional. En resumen, el tamaño de los programas tiende a acentuar los resultados, positivos o negativos, que se habían encontrado anteriormente sin tener en cuenta este factor.

Finalmente, el análisis sobre el impacto de la duración de un arreglo muestra que, en lo que respecta a la IED, la perseverancia en la implementación tiene un impacto más marcado que el mero anuncio del programa. Este resultado sugiere que, al menos para este tipo de capitales, el canal de la condicionalidad es más importante que el de la liquidez. Para la financiación bancaria, en cambio, se observa tanto un efecto anuncio como un efecto duración, con lo que los canales de

la liquidez y de la señalización parecen ser más fuertes que en el caso de la IED. No se observa ninguna tendencia estadísticamente significativa para los flujos de cartera.

En definitiva, los ejercicios empíricos realizados muestran que los programas del FMI no consiguen atraer capital privado de forma generalizada, pero sí lo hacen en algunos casos; en concreto, los programas orientados a la prevención de crisis y los programas estructurales de más largo plazo parecen fomentar la IED de manera muy significativa. En cambio, las actuaciones del FMI orientadas a la resolución de crisis pueden tener un efecto negativo sobre los flujos de capital internacional, al menos en lo que respecta a la financiación bancaria transfronteriza, que tiende a caer en el contexto de un programa.

Casos de estudio

En el estudio de casos, avanzando respecto a la literatura existente, se pretende afrontar los dos retos fundamentales de este tipo de análisis; en concreto, el desconocimiento de cuánto capital habrían atraído los países que firmaron un acuerdo con el FMI en el caso de que no lo hubieran hecho (es decir, se intenta calibrar un escenario alternativo que permita corregir el sesgo de muestra mencionado anteriormente). Para ello, se clasifican 136 mercados emergentes y países en vías de desarrollo en función de su atractivo para los inversores internacionales utilizando tres determinantes clave de los flujos de inversión internacional: el PIB per cápita, la tasa de inversión y la clasificación crediticia. Una vez completada esta ordenación, se seleccionan parejas de países con un atractivo similar para los inversores internacionales que hayan experimentado episodios comparables de presión en sus balanzas de pagos, pero que se diferencien entre sí por haber recurrido o no al FMI para hacer frente a estas dificultades.

Al igual que en el análisis empírico, se distingue entre programas del FMI orientados a la resolución de crisis y aquellos cuyo objetivo es la prevención. Para los primeros se eligen casos de crisis de balanza de pagos en los que se haya producido una modificación del régimen cambiario de los países afectados o una fuerte devaluación de sus monedas. Se compara el impacto de este tipo de episodios en países que firman o no un acuerdo con el FMI. En los casos de prevención de crisis, en cambio, se analiza la medida en que un programa preventivo haya permitido amortiguar el impacto de un *shock* externo. Para ello se ha elegido el período en torno a la crisis rusa de agosto de 1998, dado que dicha crisis fue causante de un extendido fenómeno de contagio internacional, que puede considerarse un *shock* puramente exógeno y común a la mayoría de los mercados emergentes. Se limita la muestra al ámbito latinoamericano, dado que todas las economías de la región tienen vínculos reales similarmente débiles con la economía rusa, reforzando así la comparabilidad de los casos estudiados. Se compara el impacto de este *shock* en países que tenían un programa preventivo en ese momento con los que no lo tenían. Los países seleccionados aparecen en el cuadro 3, y son Brasil, Colombia, Corea del Sur y Malasia para el análisis de la resolución de crisis, y Argentina, Chile, México y Perú para la prevención de crisis.

Tanto en los casos de resolución como en los de prevención de crisis se distingue entre dos horizontes temporales a la hora de evaluar el efecto catalítico de los programas del FMI. Para evaluar el impacto a corto plazo —que debería reflejar principalmente el efecto anuncio o de liquidez—, se analiza la evolución de los diferenciales soberanos en torno a la fecha en la que se produce la crisis o el *shock* externo estudiado. Para evaluar el impacto a medio plazo —es decir, el efecto de la condicionalidad de los programas del FMI—, se estudia la evolución trimestral de los distintos tipos de flujos de capital tras la crisis o el determinado *shock* externo.

En los casos de resolución de crisis se encuentra un efecto catalítico a corto plazo al coincidir el anuncio de determinadas noticias relativas a los programas del FMI con caídas sustanciales

	Países con programa	Países sin programa
CASOS DE RESOLUCIÓN	COREA DEL SUR: Fecha de la crisis: noviembre de 1997 Programa: SBA/SRF (diciembre de 1997) 21.000 millones de dólares (949% cuota)	MALASIA: Fecha de la crisis: noviembre de 1997
	BRASIL: Fecha de la crisis: diciembre de 1998 - enero de 1999 Programa: SBA/SRF (diciembre de 1998) 21.000 millones de dólares (429% cuota)	COLOMBIA: Fecha de la crisis: septiembre de 1998
CASOS DE PREVENCIÓN	ARGENTINA: Fecha de la crisis: agosto de 1998 Programa: EFF (febrero de 1998) 3.093 millones de dólares (135% cuota)	MÉXICO: Fecha de la crisis: agosto de 1998
	PERÚ: Fecha de la crisis: agosto de 1998 Programa: EFF (julio de 1996) 369 millones de dólares (53% cuota)	CHILE: Fecha de la crisis: agosto de 1998

FUENTE: Banco de España.

en los diferenciales soberanos, tanto de Brasil como de Corea del Sur (véase gráfico 1). Sin embargo, el efecto anuncio observado en estos dos países no coincidió con el momento de la concesión de los programas sino con la revisión de sus contenidos que se produjo, en el caso de Brasil, cerca de tres meses después de la aprobación del programa original y, en el caso de Corea del Sur, tras 20 días. El estudio de los países sin programa (Colombia y Malasia) tiende a reforzar la hipótesis de la existencia de un efecto catalítico, dado que ninguno de los anuncios de las medidas implementadas en estos dos países para hacer frente a sus crisis tuvo un impacto comparable sobre los diferenciales soberanos.

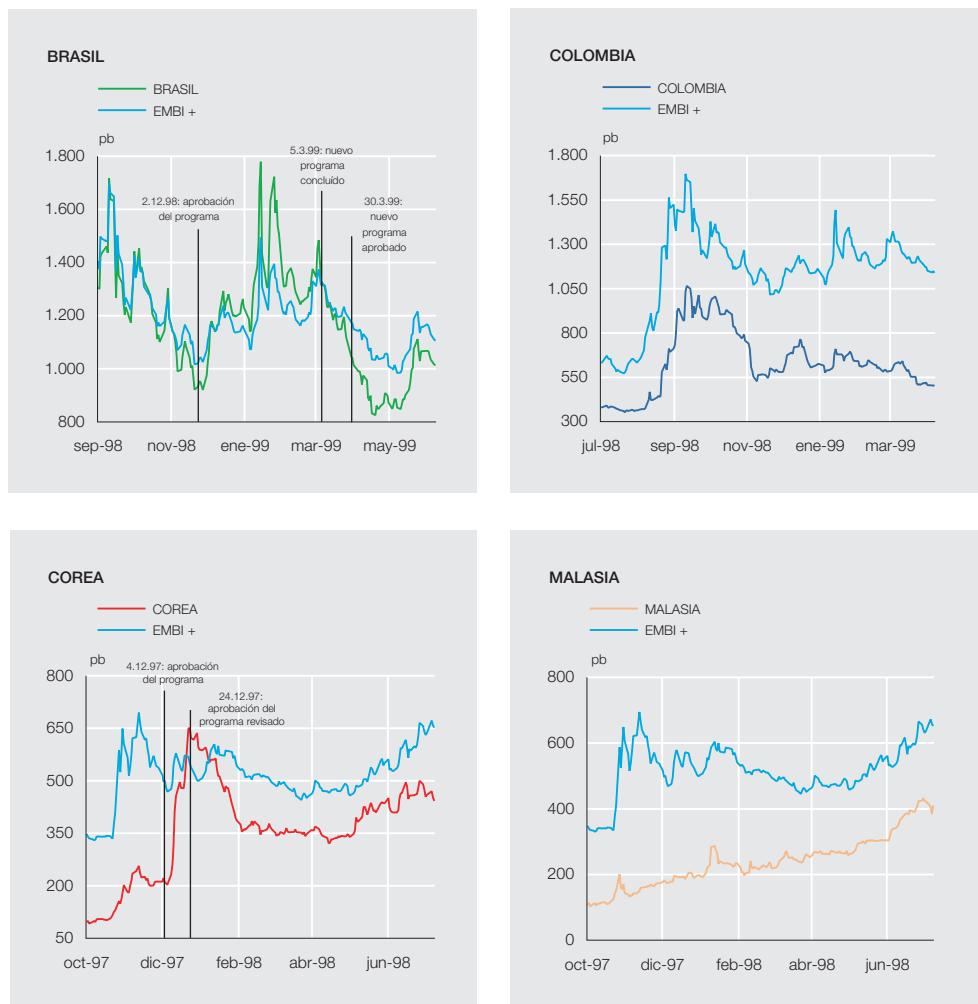
El hecho de que, en contraste con los programas originales, los programas revisados hayan generado un efecto catalítico a corto plazo sugiere que los agentes de los mercados financieros internacionales no solo tienen en cuenta el mero anuncio de la concesión de un programa, sino que otorgan una gran importancia a la condicionalidad asociada a este, a su tamaño —es decir, a la liquidez— y al entorno político en el que se firman los programas.

El caso de Brasil es un buen ejemplo de la importancia de la condicionalidad, ya que una de las principales razones del fracaso del programa original es que no incluyó ninguna medida de flexibilización cambiaria, a pesar de que la moneda brasileña daba muestras de estar significativamente sobrevalorada. Así, tan solo se logró restablecer la confianza de los inversores cuando las autoridades dejaron flotar libremente su moneda, tras lo cual fue necesario renegotiar un programa con el FMI. La firma de este programa sí que coincidió con una reducción pronunciada de los diferenciales soberanos.

El caso de Corea sugiere que, además de la condicionalidad, el volumen de recursos financieros comprometidos por el programa constituye un factor importante para los inversores. Una de las razones por las que el programa original no logró estabilizar los diferenciales soberanos es que surgieron dudas al respecto de la disponibilidad real de la «segunda línea de defensa» formada por préstamos bilaterales que se habían anunciado como complemento de los recursos aportados por el FMI, el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo. Ello lanzó una señal negativa al mercado, que interpretó que el componente multilateral de la asistencia de emergencia concedido a Corea sería insuficiente para cubrir sus necesidades financieras a

EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS EN LOS CASOS DE RESOLUCIÓN DE CRISIS

GRÁFICO 1



FUENTE: JP Morgan.

corto plazo. El punto de inflexión en el caso coreano se produjo cuando se alcanzó un acuerdo con un grupo de acreedores privados para extender los vencimientos de la deuda interbancaria y cuando se revisó el programa del FMI, anticipando sus desembolsos, tras lo cual se produjo una fuerte reducción del diferencial soberano.

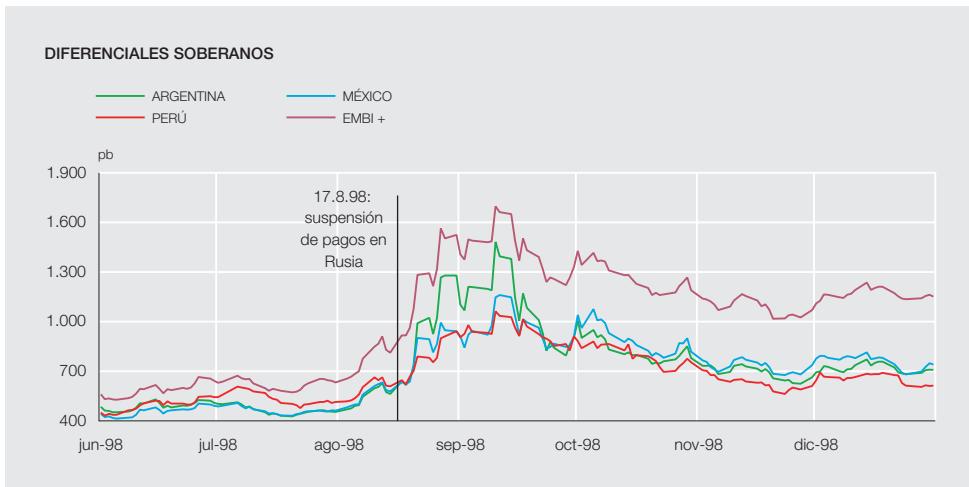
Tanto el caso de Brasil como el de Corea muestran la importancia que asignan los inversores internacionales al contexto político de los países a los que se concede un programa del FMI. En Brasil, el desacuerdo que surgió entre el Gobierno federal y los estados en torno a las medidas fiscales contenidas en el programa con el FMI³ hacía muy difícil su implementación. En el caso coreano, el problema radicaba en un crispado proceso electoral y el desconocimiento del grado de compromiso que tendría el Gobierno entrante con las políticas de ajuste negociadas con el FMI por el Gobierno saliente.

La evolución de los flujos trimestrales de capital hacia los países estudiados sugiere igualmente la existencia de un efecto catalítico a medio plazo. En el caso de Brasil, se produjo una recuperación muy rápida de los flujos totales de capital desde el trimestre mismo de la crisis, así

3. De hecho, este desacuerdo fue uno de los detonantes de la crisis: el anuncio de una moratoria sobre el servicio de la deuda de Minas Gerais en enero de 1999 reabrió el ataque especulativo contra el real.

EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS EN LOS CASOS DE PREVENCIÓN DE CRISIS

GRÁFICO 2



FUENTE: JP Morgan.

como una menor volatilidad de los mismos. En el caso de Corea, el programa no pudo evitar salidas netas de capital sustanciales en el trimestre posterior a la crisis, si bien a partir del tercer trimestre se produjo una estabilización y posterior aumento de los flujos totales de capital. En lo que respecta a los países sin programa, se observa una caída gradual y sostenida de dichos flujos en los trimestres que sucedieron a la crisis. En este sentido, los datos observados son particularmente reveladores, dado el contraste entre Malasia, que siguió una línea heterodoxa e introdujo controles de capital estrictos en septiembre de 1998, y Colombia, que adoptó medidas similares a las que habría tomado bajo un acuerdo del FMI.

En línea con los resultados que arroja el análisis empírico, se observan diferencias sustanciales en el impacto aparente de los programas del FMI sobre los distintos tipos de flujos de capital. Así, el efecto catalítico parece haberse concentrado en la IED, que aumentó sustancialmente tras adoptarse el programa tanto en Brasil como en Corea. En cambio, no se observan pautas claras en la evolución de los flujos de cartera y, mientras que la financiación bancaria tendió a recuperarse muy gradualmente desde niveles negativos en el caso de Brasil, en Corea cayó fuertemente en los trimestres que sucedieron a la crisis. Esto último puede entenderse como una lógica consecuencia de la resolución de la crisis coreana, dado que una de las principales causas de la misma fue el exceso de endeudamiento interbancario a corto plazo.

En cuanto a la prevención de crisis, los casos analizados no muestran una evidencia importante de un efecto catalizador a corto plazo de los programas preventivos del FMI (véase gráfico 2). Con anterioridad a la crisis, los diferenciales soberanos de Argentina y Perú se situaban ligeramente por encima de México⁴, en línea con su mayor vulnerabilidad. El estallido de la crisis rusa dio lugar a un episodio de fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales que afectó con mayor virulencia a Argentina que a México y Perú, cuyos diferenciales soberanos se mantuvieron significativamente por debajo del conjunto de los mercados emergentes (índice EMBI+).

Parecería, por tanto, que el programa argentino no facilitó el manejo de este episodio de contagio internacional, sugiriendo que los inversores asignaron una importancia mayor a otros factores de vulnerabilidad. Un factor clave en el caso argentino era la rigidez de su régimen

4. El dato del EMBI no empezó a publicarse para Chile hasta 1999, con lo que no se incluye en el análisis de corto plazo.

cambiario (caja de conversión), a diferencia de México y Perú (sistemas de flotación sucia); esto dificultaba la absorción de *shocks* externos y, además, se asemejaba al caso de Rusia antes de la devaluación. A partir de mediados de septiembre se observa una gradual estabilización en las condiciones de financiación de los mercados emergentes, situándose el diferencial de México ligeramente por encima de los de Argentina y Perú. A partir de este momento, por tanto, se podría argumentar que el programa hubiera podido tener un impacto diferenciador en la valoración del riesgo de los inversores internacionales, aunque es difícil determinar los canales a través de los que se habría producido.

En el medio plazo, el análisis de los flujos trimestrales de capital muestra que los países sin programa registraron mayores entradas netas de capitales, con la excepción de la IED en Argentina, que siguió siendo muy elevada tras la crisis rusa debido a voluminosas operaciones muy puntuales, como la compra de YPF, que contrarrestaron fuertes salidas netas en los flujos de cartera. Más allá de la existencia de un programa con el FMI, los inversores internacionales respondieron a la solidez de las políticas económicas nacionales. En el caso argentino, habría primado la creciente inquietud respecto a la situación fiscal del país y al escaso margen de maniobra que dejaba el régimen cambiario. En Perú, los factores clave fueron la relajación de la política fiscal, la postergación de varias privatizaciones y la incertidumbre política. Esta situación contrasta con la de Chile y México, países comprometidos con unas políticas prudentes durante el período estudiado.

En definitiva, los casos estudiados son relativamente favorables a la existencia de un efecto catalítico de los programas del FMI en el caso de resolución de crisis, pero el efecto se concentra en la IED, mientras que es negativo para la financiación bancaria internacional, al igual que ocurre con los resultados empíricos. En el corto plazo, el efecto catalítico parece depender de que la condicionalidad y la financiación del programa sean suficientes, así como de un contexto político favorable. En el ámbito de la prevención de crisis, los casos muestran una visión relativamente más pesimista que los resultados empíricos, que podría explicarse por la mayor vulnerabilidad de los países bajo programas preventivos o, en otras palabras, porque, a pesar de la relativamente cuidadosa selección de los casos, sigue existiendo un sesgo de muestra.

Conclusiones

Este trabajo estudia la capacidad del FMI para inducir flujos de capital privado hacia aquellos países con los que tiene programas a través de dos metodologías complementarias: el análisis de regresión y el estudio de algunos casos.

Los resultados del análisis de regresión muestran que el FMI es relativamente exitoso a la hora de catalizar flujos de capital privado, fundamentalmente IED, hacia los países que firman un programa. Los programas orientados a la prevención de crisis y los programas estructurales para el crecimiento sostenido y la reducción de la pobreza son particularmente efectivos en este sentido. Por el contrario, los programas cuyo objetivo es la resolución de crisis pueden llegar incluso a desincentivar los flujos de capital privado, especialmente los préstamos bancarios internacionales. Esta conclusión resulta preocupante por la importancia de la resolución de crisis dentro de las funciones asignadas al FMI. Por otra parte, dado que los flujos de capital proyectados son clave para países emergentes y subdesarrollados, estimarlos bien es un elemento central en el diseño de los programas. De hecho, su sobreestimación hubiera podido llevar a un excesivo ajuste doméstico en algunos casos.

Este resultado negativo del análisis de regresión, sin embargo, se mitiga en parte en el estudio de casos, al menos para Corea. En efecto, la caída de la financiación bancaria internacional que se observa en este caso puede interpretarse como un elemento más de la resolución de

los problemas que llevaron al país a la crisis: el excesivo endeudamiento a través de la banca internacional. El análisis de los casos de resolución de crisis también muestra la importancia de la condicionalidad como principal canal a través del cual el FMI consigue atraer flujos de capital privado. Por último, los casos de prevención de crisis estudiados sugieren que, más allá de la existencia de un acuerdo preventivo con el FMI, los inversores internacionales tienen en cuenta los factores de vulnerabilidad a las crisis, fundamentalmente el nivel de endeudamiento y la flexibilidad de las políticas económicas (especialmente el régimen cambiario). Parecería, por tanto, que la presencia de un programa preventivo no puede, por sí sola, contrarrestar esta vulnerabilidad.

14.7.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- BIRD, G., y D. ROWLANDS (2002). «Do IMF Programmes Have a Catalytic Effect on Other International Capital Flows?», *Oxford Development Studies*, vol. 30, n.º 3, pp. 229-249.
- COTTARELLI, C., y C. GIANNINI (2002). *Bedfellows, Hostages or Perfect Strangers Global Capital Markets and the Catalytic Effect of IMF Crisis Lending*, IMF Working Paper 02/193.
- GHOSH, A., T. LANE, M. SCHULTZE-GATTAS, A. BULIR, J. HASMANN y A. MOURMOURAS (2002). *IMF Supported Programs in Capital Account Crises*, Ocasional Paper n.º 210, International Monetary Fund.
- MODY, A., y D. SARAVIA (2003). *Catalyzing Capital Flows: Do IMF-Supported Programs Work as Commitment Devices?*, IMF Working Paper WP/03/100.