
La inserción de México al mercado internacional de capitales

Teresa E. Stephany Hayna de Lozanne*

Resumen

El presente artículo analiza la problemática de carácter financiero por la que México ha atravesado desde principios de la década de los ochenta hasta nuestros días, a partir de las transformaciones en los mercados financieros internacionales tanto en su naturaleza como en su funcionamiento y observar el debilitamiento que ha sufrido el Estado-nación frente a esos mercados.

De acuerdo a la autora, aspectos tan importantes para la política económica de un país, como la determinación de su política cambiaria o la estabilidad de su sistema financiero, parecen estar sujetos cada vez más a la disciplina del mercado.

Numerosos acontecimientos indican la complejidad y trascendencia de este fenómeno: proceso de desintermediación financiera y evolución de nuevos instrumentos (derivados), como respuesta al desplazamiento de la banca comercial por instituciones financieras no bancarias, como captadoras y canalizadoras del ahorro interno; integración de mercados de capital, dinero y divisas, cuyo impacto se magnifica para bien o para mal en caso de los mercados emergentes, entre ellos, el mercado mexicano.

A lo largo de la década de los ochenta, los países en desarrollo vieron seriamente limitado su acceso a los flujos de capital internacional como consecuencia de la crisis de la deuda que estalló en 1982, cuando México declara que es incapaz de cubrir sus obligaciones financieras con la banca internacional. Sin embargo, la explosión que experimentaron los mercados financieros de los países desarrollados, particularmente Estados Unidos y la dinámica de globalización de los mercados de divisas, dinero y capi-

* Profesora adscrita a la Coordinación de Relaciones Internacionales de la FCPYS de la UNAM. Especialista en el área de Economía Internacional.

Abstract

This article analyzes the financial problematic through Mexico has crossed since the beginning of eighties until nowadays, since the transformations in the nature as in its operation and observe the weakening that the state nation has suffered opposite to those markets.

According to the author, such important aspects for the economic policy of a country, as the determination of a changeable policy or the stability of their financial system, they seem to be fastened more and more to the discipline of the market.

Numerous events indicate the complexity and transcendence of this phenomenon: a financial desintermediation process and the development of the new instruments, as an answer of displacement of the commercial banking by financial institutions only as captures and channeled by the national saving; the integration of capital, money, foreign currency markets, whose impact is magnified for right or wrong in case of the emergent markets among them, the mexican one.

tal, permitieron que algunos países tuvieran acceso a las corrientes de capital privado, surgiendo con ello los mercados emergentes.

En este nuevo contexto, México vuelve a jugar un papel importante en la medida en que logra atraer grandes volúmenes de capital hacia sus mercados y se convierte en la referencia obligada cuando se trata el tema de algunos mercados emergentes no asiáticos, puesto que es uno de los participantes más activos, particularmente en el área de emisión y colocación de bonos.

En 1994 la atención internacional se vuelve a centrar en el país, pero por razones menos halagüeñas. La devaluación inicial del 15 por ciento que experi-

mentó su moneda, las devaluaciones sucesivas, la salida masiva del capital de cartera y la subsecuente desestabilización de los mercados emergentes por el conocido "efecto tequila", inaugura una nueva fase de crisis económica nacional que subraya los problemas derivados de la dependencia del capital externo y la necesidad de comprender mejor el proceso de transnacionalización e interdependencia de los mercados financieros y sus efectos sobre los países en desarrollo. En este sentido, México se convierte una vez más en punto de referencia.

La transformación de los mercados financieros internacionales

La transformación que han experimentado los mercados financieros a lo largo de la última década, promovida y facilitada por las nuevas tecnologías de la información, se caracteriza no sólo por la enorme variedad de instrumentos financieros que han surgido para enfrentar las nuevas condiciones del mercado, sino por el hecho de que, gracias al proceso de desintermediación financiera al que dio origen, se han canalizado grandes volúmenes de dinero hacia ellos.¹

Tanto la naturaleza como la magnitud de los cambios experimentados han modificado el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto, a grado tal, que aspectos tan importantes para la política económica de un país, como son la determinación de su política cambiaria o la estabilidad de su sistema financiero, parecen quedar cada vez más a merced de la disciplina del mercado, lo que ha obligado a reexaminar, entre otras cosas, lo que se refiere a las funciones e instrumentos con que cuentan la Banca Central o las autoridades monetarias para la consecución de sus políticas.

El debate en torno a qué tan mermado se encuentra el poder económico de los gobiernos *vis á vis* los mercados ha sido y continúa siendo álgido, al igual que el que surge sobre lo conveniente o deseable del creciente poder económico de los mercados financieros. Lo que no se pone en tela de juicio es que los gobiernos, tratándose de países desarrollados o en vías de desarrollo, ven debilitada su capacidad de actuar

¹ Cf. Bryan, L. Lowell, "Bankrupt, Restoring the Health and Profitability of Our Banking System", en *HarperBusiness*, 1991, Estados Unidos de Norteamérica, 314 pp.

de manera independiente y "soberana" en lo que se refiere a la emisión de circulante, contratación de deuda, política fiscal y control de mercados financieros nacionales, por la mayor apertura y creciente volumen de capital manejado en los mercados financieros a nivel global.²

La tendencia a la creciente institucionalización del ahorro financiero y de la cada vez más compleja gama de instrumentos con los que se cuenta, ha provocado una dinámica en el sentido de la internacionalización y la integración de los mercados de capital, dinero y divisas que plantea ventajas y problemas específicos, particularmente en el caso de los países que tienen mercados de valores incipientes, mejor conocidos como mercados emergentes.

Como señalamos, dos elementos centrales de esta dinámica de transnacionalización de los mercados de capital, son el proceso de desintermediación financiera y la evolución de nuevos instrumentos —sobre todo los derivados—, que surgieron como respuesta a las necesidades del mercado, específicamente para enfrentar los mayores niveles de riesgo que han surgido.

En términos muy generales, el proceso de desintermediación financiera se puede describir como el relativo desplazamiento de la banca comercial y otras instituciones de ahorro por instituciones financieras no bancarias como captadores y canalizadores del ahorro interno. Las causas de este fenómeno son varias y están íntimamente relacionadas con la crisis y reestructuración del sistema bancario a nivel internacional, la cual se ha dado por la conjunción de varios elementos.

Por un lado, la incapacidad de las tasas de interés bancarias de competir con las del mercado (por la regulación Q en Estados Unidos),³ la esclerótica legislación bancaria que impedía la adaptación de la banca a las nuevas condiciones y las crisis sucesivas del precio de los productos agrícolas, petróleo, bie-

² Cf. "The myth of the powerless state", en *The Economist*, octubre 7-13, 1995, vol. 337, núm. 7935 pp. 15-16; "Who's in the driving seat?", en *The Economist*, a Survey of the world economy, octubre 7-13 vol. 337, núm. 7935; 38 pp.; Comité de Bretton Woods: "Bretton Woods: Looking to the future", Edit. por la Comisión de Bretton Woods, Washington D.C., julio 1994; Millman, J. Gregory, "The Vandal's Crown: How Rebel Currency Traders Overthrew the World's Central Banks", Edit. Free Press, Nueva York, 1995; Calverley, John, "The Currency Wars", en *Harvard Business Review*, marzo-abril 1995, vol. 73, núm. 2, p. 146.

³ Vigente hasta 1985.

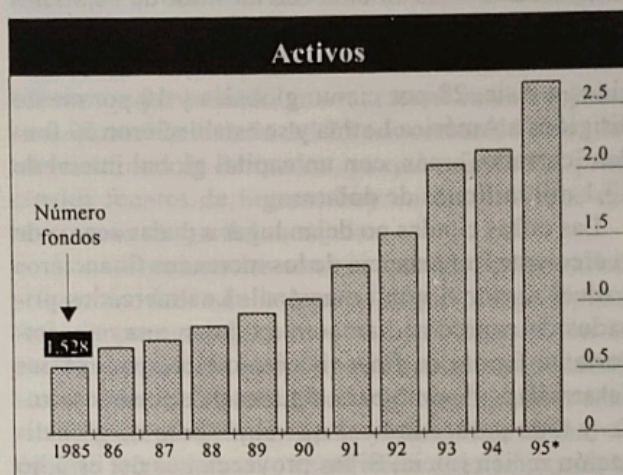
nes raíces y la deuda de los países en desarrollo terminaron por debilitar el sistema bancario tradicional. Por el otro, las instituciones financieras no bancarias empezaron a competir con él al crear y popularizar instrumentos, como los fondos de inversión, los cuales ofrecían la posibilidad de una amplia diversificación y el manejo profesional de los fondos con la aportación de pocos recursos, combinado con facilidades de acceso a las cuentas a través de tarjetas de crédito y cheques, permitiendo al pequeño y mediano ahorrador participar en el mercado bursátil, donde obtiene mayores rendimientos con niveles de riesgo, en principio, no mucho mayores o tolerables y con una liquidez también comparable a la ofrecida por el sistema bancario. El resultado ha sido una creciente capitalización de los mercados financieros y un mayor uso de mecanismos de bursatilización de activos.

El desarrollo de los fondos de inversión puede apreciarse con claridad en la gráfica 1, donde se constata el creciente volumen de los activos que administran en los Estados Unidos, el principal mercado. Se calcula que cerca del 50 por ciento del crecimiento que han experimentado proviene de dinero fresco, esto es, poco más de US \$1.2 billones de dólares, mientras que en el mismo periodo, 1985-1995, los bancos recibieron un total de US\$600 mil millones de dólares en depósitos nuevos.⁴

Los efectos de esta transformación no tardaron en hacerse sentir en los mercados financieros internacionales. Los inversionistas privados, los fondos de inversión, las sociedades aseguradoras y los fondos de pensión no sólo canalizan sus recursos hacia sus mercados nacionales, sino que, buscando el mayor rendimiento posible, penetran todos los mercados financieros atractivos a los que tienen acceso.

Si bien no existe una cifra precisa del volumen de los flujos de capital que se dan a nivel internacional, el McKinsey Global Institute publicó, en noviembre de 1994, un estudio⁵ en el que calcula que el total de activos colocados en el mercado internacional de capital ascendía a US \$35 billones de dólares en 1992, el doble del PNB de los países miembros de la

Gráfica 1*



*Fuente: *The Economist*, octubre 21, 1995, p. 75.

OCDE, mientras que el *Wall Street Journal* fijaba la cifra en US \$47 billones hacia septiembre de 1994.

Los cambios experimentados en los mercados nacionales se ven reflejados también en el mercado internacional con el creciente volumen de recursos financieros canalizados a través de los mercados que penetran "territorios" tradicionalmente cubiertos por la banca y por la participación de un número cada vez mayor de fondos de inversión. De la deuda contratada en 1990, US \$468 mil millones provenían de créditos sindicados, esto es, banca, y US \$756 mil millones se encontraban en los mercados de acciones y valores. Para 1993 US \$555 mil millones provenían de la banca, mientras que US \$2.3 billones se canalizaron a los mercados financieros. La tendencia no se ha revertido a pesar del relativo fortalecimiento de la banca durante los últimos dos años. En el primer semestre de 1995, los países en desarrollo contrataron deuda por un valor de US \$39.3 mil millones (8 por ciento más que durante el mismo periodo en 1994) de la cual, cerca del 55 por ciento provenía de la emisión y colocación de bonos en el mercado.⁶

La presencia de los fondos de inversión también es mayor. Según datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 1993 existían 573 fondos de inversión dedicados a mercados emergen-

⁴ Fuente: *The Economist*, octubre 21-27, 1995, vol. 337, núm. 7937, p. 75. Cabe señalar que el total de los depósitos en bancos y otras instituciones de ahorro es mucho mayor que el volumen de activos que manejan los fondos de inversión y que las instituciones bancarias van recuperando su posición.

⁵ "The Global Capital Market: Supply, Demand, Pricing and Allocation", Edit. McKinsey Global Institute, noviembre 1994.

⁶ *Financial Flows and Developing Countries*, noviembre 1995, Edit. Banco Mundial, Documento Electrónico.

tes con activos del orden de US\$81.5 mil millones, comparado con 91 fondos con un valor de US \$6 mil millones en 1988.⁷ A lo largo de 1994 se crearon 150 nuevos fondos "internacionales", 50 por ciento dirigidos a Asia, 28 por ciento globales y 18 por ciento dirigidos a América Latina y se establecieron 59 fondos "cerrados" más, con un capital global inicial de \$7.1 mil millones de dólares.

Las cifras citadas no dejan lugar a dudas acerca de la creciente importancia de los mercados financieros a nivel nacional e internacional. Los mercados privados de capital se han convertido en una muy importante fuente de financiamiento tanto para países desarrollados⁸ como para algunos países en desarrollo y todo parece indicar que el proceso de globalización recién inicia. Si las proyecciones del estudio Mckinsey son correctas, los mercados internacionales de capital moverán US \$83 billones de dólares para el año 2000.

Como señalamos anteriormente, el segundo elemento de transformación de los mercados financieros, tanto a nivel nacional como internacional, son los nuevos instrumentos con los que se cuentan. Estos se pueden clasificar básicamente en dos tipos: a) aquellos que cumplen la función de transferir recursos de un acreedor a un deudor; instrumentos de deuda entre los que encontramos los créditos sindicados iniciados en los setenta y todos los que han surgido desde entonces, como los bonos chatarra, los indexados, etcétera, y b) instrumentos derivados, los cuales se determinan y valoran con base en otros instrumentos financieros; se caracterizan por el hecho de que su valor se deriva de otro activo financiero que le sirve de base.

Los derivados son, por definición, instrumentos de manejo de riesgo, responden a los crecientes y cada vez más frecuentes riesgos que surgen en el mercado. Su fin no es eliminarlo totalmente, sino transformarlo y redistribuirlo dentro del sistema, por lo que no reducen el riesgo global.

Las ventajas que presentan son claras. Al utilizarlos para modificar las características de riesgo de los títulos, permite a los inversionistas aprovechar al

máximo las oportunidades existentes en el mercado para invertir, obtener créditos y cubrir posiciones. Básicamente, permiten separar y deslindar el riesgo de distintos instrumentos (de crédito, de liquidez de mercado, de precio, etc.), determinar sus componentes y el precio de cada uno y redistribuirlo entre aquellos que desean asumirlo (los que tienen mayor capacidad para gestionarlo).

Existen varios tipos de derivados y cada día parecen surgir más, pero en última instancia existen cuatro básicos: *swaps*, contratos adelantados, futuros y opciones.⁹

Los *swaps*, como su nombre lo indica, son instrumentos en virtud de los cuales las contrapartes acuerdan intercambiar, por ejemplo pagos, asumiendo uno las obligaciones del otro por un periodo determinado de tiempo —el que dura el contrato—. Esto es posible gracias a que cada una de las partes tiene acceso a recursos financieros en condiciones ventajosas en mercados específicos o desean intercambiar y eliminar el riesgo cambiario, de tasa de interés o cualquier otro, incorporado en algún contrato.

En realidad, de esta forma se puede intercambiar prácticamente cualquier cosa siempre y cuando se pueda acordar el valor subyacente sobre el que se va a calcular el intercambio y la fecha de vencimiento del contrato.

Por ejemplo. La primera transacción importante de este tipo se realizó en 1983 entre el Banco Mundial e IBM. En ese momento el Banco Mundial estaba otorgando créditos en francos suizos y requería contratar deuda en esa moneda para financiarlos, pero casi había agotado sus líneas de crédito y enfrentaba crecientes costos de dinero. Por su parte, IBM contrataba prácticamente toda su deuda en dólares y no tenía intenciones de contratarla en otra moneda, pero Solomon Brothers, quien fue el intermediario financiero, le sugirió que podría obtener condiciones más favorables si contrataba su deuda en francos suizos

⁹ Los contratos adelantados, mejor conocidos como *forwards*, son un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura determinada a un precio determinado, se paga en su totalidad al vencimiento y son comercializadas en el mercado interbancario; los contratos a futuro son similares al anterior, pero existen cotizaciones al mercado, ajustes diarios, se efectúan (reciben) pagos intermedios en efectivo a medida que se obtienen pérdidas (ganancias) durante la vida del contrato y su compra-venta se realiza en el mercado bursátil; las opciones son contratos que otorgan al titular el *derecho* de comprar (opción de compra o *call*) o vender (opción de venta o *put*) el activo subyacente en una fecha determinada y a un precio específico si así lo desea.

⁷ Fondo Monetario Internacional, "Private Market Financing for Developing Countries", Washington, D.C., marzo 1995, pp. 25, 69-71.

⁸ Cf. "The Boom in IPO's: It's fueling innovation and transforming the U.S. Economy", en *Businessweek*, Edición Internacional, diciembre 18, 1995, pp. 46-52.

y la transfería al Banco Mundial, quien a su vez haría lo mismo en dólares, ya que también podría conseguir condiciones de crédito más favorables que IBM en el mercado de dólares. El resultado de esta negociación fue que ambos contrataron deuda en una moneda que no querían e intercambiaron sus obligaciones de crédito. El Banco Mundial se comprometió a pagar los intereses y el principal de la deuda de IBM en francos suizos e IBM acordó hacer lo mismo con la deuda del Banco Mundial en dólares. Así, ambos obtuvieron el crédito que requerían en la moneda que necesitaban, pero en condiciones más favorables —menores tasas de interés— que las que hubieran obtenido si contrataban directamente.

Este mecanismo abre el abanico de posibilidades para cualquier institución que sea sujeto de crédito para que contrate deuda en cualquier instrumento, por el tiempo que sea y en cualquier lugar del mundo siempre y cuando exista una contraparte. De la misma manera, el oro se puede intercambiar por petróleo porque existe el mercado de futuros para ambos, las tasas de interés fijas se pueden intercambiar por flotantes en la misma moneda o en cualquier divisa, etcétera. Sirven para saltar todo tipo de barreras que fraccionan el mercado internacional: legales, reglamentarias o geográficas y acelera la velocidad y el volumen de las transacciones financieras, lo que los convierte en uno de los instrumentos más dinámicos y poderosos en el proceso de globalización de los mercados financieros.

Aunque como señalamos, los derivados son instrumentos extraordinariamente útiles, la experiencia reciente de la quiebra *Barings*, los problemas de *Metallgesellschaft* (perdió US \$1.3 mil millones) y *Orange County* (se declaró en quiebra al perder US \$1.5 mil millones) demuestran que pueden ser muy inestables. Como no eliminan el riesgo en el sistema, éste continúa latente, lo cual probablemente no representaría mayor problema si no fuera por tres hechos significativos: su ritmo de crecimiento, que los bancos son los principales administradores de derivados¹⁰ y que cada vez con mayor frecuencia son utilizados por los administradores de los fondos de inversión.

¹⁰ Además de los contratos adelantados, los *swaps* de divisas y tasas de interés se comercian en el mercado interbancario. Cf. Mansell Carstens, Catherine, *Las Nuevas Finanzas en México*, Coed. Editorial Milenio, IMEF e ITAM, México, D.F., 1992.

En un estudio reciente, *Folkerts-Landau e Ito*¹¹ señalan que el valor del mercado ha crecido a un ritmo anual de 140 por ciento entre 1986 y 1994, pasando de un valor inicial de US \$2 billones a más US \$20 billones y que la banca internacional en su conjunto es responsable de más del 75 por ciento de todas las transacciones de derivados, ya que una de sus principales fuentes de ingreso hoy en día proviene del manejo de riesgo del mercado.

Las consecuencias son que cambia la naturaleza y las actividades de la banca, lo que obliga a plantear, en primer lugar, si estas instituciones aún se pueden considerar bancos en el sentido tradicional. De no ser así, cómo se deben reglamentar para reducir el riesgo global al sistema y minimizar el individual. El segundo punto se refiere a si es adecuada la coordinación entre gobiernos nacionales en torno a la supervisión y reglamentación de los mercados de derivados para evitar crisis que se filtren al sistema financiero en su conjunto.¹²

La liquidez y el volumen de capital que se mueve en los mercados crean un enorme poder económico, que si bien a diferencia de los monopolios o sindicatos no se encuentra organizado y carece de voluntad política, mina la independencia de los gobiernos en lo que respecta a la elaboración y aplicación de sus políticas económicas, obligándolos en numerosas ocasiones a coordinarse para tratar de contrarrestar sus efectos, tanto en términos de limitaciones que imponen como riesgos que se comparten y a supeditar sus decisiones a los valores del mercado.

Aunque puede argumentarse que la disciplina del mercado siempre ha existido, como puede ilustrarse con la caída del sistema de *Bretton Woods*, no es fácil refutar el hecho de que los gobiernos tenían mayor capacidad de respuesta y por consiguiente mayores márgenes de maniobra de lo que tienen hoy en día, como lo atestigua la crisis del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo en 1993, cuya celeridad se entiende mejor si se considera que en el mercado de divisas se mueven diariamente US \$1.3 billones y que los activos de reserva de los

¹¹ Folkerts-Landau, David e Ito, Takatoshi, "International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues", p. 17ss., Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., agosto 1995.

¹² Cf. Goodhart, Charles, "Financial Globalization, Derivatives Volatility and the Challenge for the Policies of Central Banks", Financial Market Group, London School of Economics y "Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets", Edit. Banco de Pagos Internacionales, noviembre 1994.

gobiernos de los países desarrollados suman US \$ 640 mil millones (el PNB de EU para 1994 fue de poco más de US \$5 billones).

Encontramos entonces que los cambios experimentados por el sistema financiero internacional imponen la disciplina de los mercados tanto a países desarrollados como a países en desarrollo. No analizaremos aquí si es deseable o no en términos de administración pública, pero conviene recordar que los dictados del mercado sobre política económica no son infalibles ni se aplican de manera equilibrada y consistente.

En primer lugar, imponen una disciplina menos rígida a las economías poderosas, como atestiguan los déficit experimentados por Estados Unidos, que no han sido ni serán corregidos por el mercado y, en segundo lugar, la disciplina que se aplica puede ser de lo más inconsistente, pasando de periodos de euforia a excesivo pesimismo, como lo ilustran el comportamiento del dólar en los ochenta, el auge en el mercado de bonos y sus subsecuentes crisis en 1993 y 1994 y, como veremos más adelante, incluso en el caso de México.¹³

En los países en vías de desarrollo encontramos situaciones muy disímiles. Aquellos que no tienen acceso a los flujos del mercado, tienen problemas para encontrar fuentes de financiamiento; los que cuentan con mercados atractivos para los flujos privados de capital descubren que son fuentes de financiamiento deseables, pero que además de insertarlos en la problemática general derivada de la forma en que han evolucionado los mercados y su impacto en el proceso de globalización, plantean algunas complicaciones específicas.

En algunos casos, si no son esterilizados adecuadamente, las grandes corrientes de capital pueden ejercer presiones inflacionarias y provocar una apreciación del tipo de cambio real, sus mercados son vulnerables a la inestabilidad de los precios de los mercados de los países desarrollados y, como sus mercados son relativamente pequeños, pueden experimentar "burbujas" especulativas que los desestabilicen.

Incluso las propias políticas aplicadas para neutralizar los efectos negativos de grandes flujos de capital pueden no ser muy efectivas y generar ines-

tabilidad a nivel macroeconómico en la medida en que alteran las tasas de interés internas, lo que encarece el capital localmente y puede debilitar el sistema bancario nacional; además, al atraer capital de corto plazo, puede cambiar la composición de los flujos concentrándolos más en ese rango, con los riesgos que ello implica. De hecho, precisamente por esta razón Chile, Colombia, Indonesia y Malasia decidieron hacer menos intensivas sus políticas de esterilización.¹⁴

La globalización de los mercados financieros obliga a reconsiderar no sólo los instrumentos con los que cuentan las instituciones nacionales encargadas de la aplicación de la política económica y su efectividad, sino sus funciones. El debate en torno a qué tan deseable es que los mercados financieros sean los policías de la administración pública está lejos de cerrarse. Particularmente en el caso de los países que cuentan con mercados emergentes, la evaluación del impacto final que tendrá esta dinámica sobre sus economías nacionales apenas inicia.

Surgimiento y desarrollo de los mercados emergentes

Los países en vías de desarrollo no se han mantenido totalmente al margen del fenómeno de expansión, internacionalización e integración de los mercados de capital a nivel global. Tras haber visto limitado su acceso a las corrientes de capital por casi una década y en algunas ocasiones más, varios han experimentado un incremento en los flujos de inversión extranjera, tanto directa como de cartera, dando origen a los mercados emergentes o mercados incipientes de capital.¹⁵

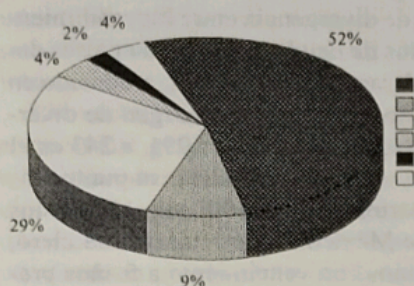
A pesar de que se habla de ellos como una unidad, los mercados emergentes son un grupo heterogéneo de países que presenta diferencias pronunciadas, no sólo en cuanto a estructuras económicas sino en lo que se refiere al tamaño y estructura de sus mercados financieros, por consiguiente, como se puede apreciar en la gráfica 2, la distribución del capital no ha sido precisamente equitativa ni homogénea. En

¹⁴ Folkerts-Landau, David e Ito, Takatoshi, *op. cit.*, p. 12.

¹⁵ Generalmente se consideran mercados emergentes aquellos registrados como tales en el Banco de Datos sobre Mercados Emergentes (Emerging Markets Data Base EMDB) de la Corporación Financiera Internacional.

¹³ Cf. "Who's in the driving seat?", en *A Survey of the World Economy*, *The Economist*, oct. 7-13, vol. 337, núm. 7935, 38 pp.

Gráfica 2



Fuente: *Finanzas y Desarrollo*, diciembre 1995, vol. 32, núm. 4, p.7.

términos generales, tiende a concentrarse en un grupo reducido de países, principalmente asiáticos y latinoamericanos, e inclusive entre los dos grupos existen divergencias importantes en cuanto al volumen y tipo de inversión (directo o de cartera) que ingresa a ellos. La distribución geográfica se puede apreciar en la lista presentada por Feldman y Kumar,¹⁶ quienes señalan que en la actualidad existen 38 de estos mercados: 13 en Asia, 12 en América Latina, siete en África y seis en Medio Oriente y Europa Oriental.¹⁷

Al igual que en los mercados descritos anteriormente, el volumen de capital canalizado hacia ellos se ha incrementado de manera dramática y el proceso de capitalización¹⁸ ha sido acelerado, en algunos casos, es mayor que el experimentado por los países desarrollados.

Las causas de la expansión son varias y se pueden distinguir entre las de origen interno y externo. Como factores internos o de atracción de capital podemos citar: los programas de ajuste a los que se sometieron los países, lo cual creó un ambiente de confianza en sus mercados, esto es, alteró la percepción de riesgo; los programas de apertura de mercados de capital que han llevado a cabo los países en desarro-

llo; los cambios en la reglamentación de los países industriales que han reducido los costos que imponen a los instrumentos financieros de los países en desarrollo, como los recibos de depósito internacionales o americanos (GDR o ADR)¹⁹ y la racionalización de los procedimientos de registro, divulgación de la información y normas mínimas de clasificación de crédito, etcétera, que conjuntamente han facilitado el proceso de inversión.

Como factores externos o de expulsión encontramos los bajos rendimientos de las tasas de interés en los países desarrollados, la institucionalización del ahorro financiero, que dota de grandes recursos a los fondos de inversión globales y regionales y la creciente participación de otros inversionistas institucionales, tales como sociedades aseguradoras y los fondos de pensión.

La combinación de ambos factores hicieron posible que en 1993 salieran de sus países de origen US \$157 mil millones para colocarse en bolsas extranjeras, de los cuales más del 50 por ciento provenían de Estados Unidos, convirtiéndolo en el principal proveedor de recursos financieros.²⁰

Así, el acceso a las corrientes de capital se ha dado en un doble sentido, le ha sido más fácil a los países en desarrollo colocar sus activos y valores en los mercados de los países desarrollados y simultáneamente atraen capital hacia sus propios mercados.

Ambos mecanismos son importantes canalizadores de recursos. *Citibank* calcula que el total de los "recibos de depósito americanos" latinoamericanos que se comercializaron en 1994 sumaban US \$104 mil millones de dólares, representando el 51 por ciento del total de las transacciones de bolsa que se llevaron a cabo en la región.²¹

Si bien el peso específico que ha jugado cada uno de estos elementos en el proceso no puede ser determinado, cabe señalar que se ha encontrado una correlación directa entre la política económica aplicada por los países receptores y su capacidad de atraer

¹⁶ Feldman, A. Robert y Kumar, S. Manmohan, "Emerging Equity Markets: Growth, Benefits and Policy Concerns", en *The World Bank Research Observer*, vol. 10, núm. 2, agosto 1995, Edit. Banco Mundial, Washington D.C., pp. 181-200.

¹⁷ En el estudio señalado se incluyen: Argentina, Barbados, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Jamaica, México, Perú, Trinidad y Tobago, Uruguay, Venezuela, China, Hong Kong, Rep. de Korea, Filipinas, Singapur, Taiwan, Bangladesh, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Tailandia, Costa de Marfil, Egipto, Grecia, Irán, Jordania, Kenya, Mauritania, Marruecos, Nigeria, Portugal, Tunes, Turquía, Zimbabue.

¹⁸ El valor en el mercado de las acciones comerciadas en la bolsa.

¹⁹ American Depository Receipt (ADR) y Global Depository Receipt (GDR). Son derechos sobre acciones que se tienen en fideicomiso por un depositario. Se trata de instrumentos financieros registrados en el país donde se negocian y pueden ser emitidos basándose en las acciones existentes o como parte de una nueva emisión para obtener capital.

²⁰ World Bank Policy Research Bulletin, marzo-abril 1995, vol. 6, núm. 2, Washington, D.C., 1995.

²¹ Fuente: "Emerging Stockmarket Factbook, 1995", Edit. Corporación Financiera Internacional, Washington, D.C., Documento Electrónico.

recursos. Las reformas económicas y jurídicas, la liberalización de los mercados financieros, su clara reglamentación y la mayor protección a los inversionistas, han jugado un papel fundamental en el incremento en la eficiencia del mercado y su capacidad de atracción de capital externo.

En un estudio comparativo presentado recientemente por Levine y Zervos,²² se analizaron los datos de la política económica de 18 países en desarrollo y 10 bien desarrollados para determinar si efectivamente existe una relación entre la "liberalización" económica y un incremento en los flujos de capital. En todos ellos se detectó un aumento significativo en la entrada de capital después de la aplicación de políticas de liberalización de mercado y un incremento substancial en el grado de capitalización y liquidez en el mismo. En 10 de 15 países, el volumen de las transacciones en relación al tamaño del mercado fue mayor;²³ y el valor total de las transacciones,²⁴ mostraron un incremento sustancial en todos los países menos Malasia.

Un resultado similar se obtuvo en nueve de los países miembros de la OCDE que conformaron el grupo de control.

Las ventajas que este arreglo plantea para los países receptores de capital son claras. La más evidente es que aumenta el capital disponible para financiar inversiones productivas en un momento en que el acceso a créditos de mediano y largo plazo con la banca comercial continúa siendo limitado. Al menos hasta 1993, los mercados sirvieron para revertir el flujo de capital hacia los países en desarrollo. Al analizar las corrientes de capital en los países en desarrollo no asiáticos, el Fondo Monetario Internacional encontró que de 1983 a 1989 experimentaron una salida neta de capital del orden de US \$116 mil millones, mientras que en el periodo de 1990-94 recibieron un total acumulado de US \$200 mil millones.

²² Levine, Ross y Zervos Sara, "Policy, Stock Market Development, and Long-Run Growth: Parts I and II", ponencia presentada en la reunión "Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth", 16-17 de febrero 1995, con sede en el Banco Mundial, Washington D.C. Ref. en World Bank Policy Research Bulletin, marzo-abril 1995, vol.6 núm. 2, p. 4.

²³ Esta medida se denomina *turnover ratio* y se calcula dividiendo el valor total de las acciones comerciadas entre la capitalización del mercado.

²⁴ Este indicador se denomina *total value traded ratio* y se calcula dividiendo el volumen total de las acciones comerciadas entre el PNB. Junto con el *turnover ratio* indican la liquidez del mercado.

Además, la expansión y maduración del mercado ha significado, en general, una disminución en el diferencial o margen de divergencia entre los rendimientos de instrumentos de deuda similares de países desarrollados y en desarrollo, lo que se ha traducido en una caída del costo del dinero. El margen de divergencia cayó de 346 puntos base en 1991, a 243 en el cuarto trimestre de 1993 para alcanzar su punto más bajo en el primer trimestre de 1994: sólo 187 puntos base.²⁵ El caso de México es particularmente claro, los bonos mexicanos con vencimiento a 5 años presentaban un margen de divergencia frente a los bonos del tesoro norteamericano de 800 puntos base en 1989, para 1993, era de poco menos de 150 puntos base.²⁶

En tercer lugar, al aumentar el grado de integración del mercado, se incrementa también la capacidad para aplicar técnicas de gestión de riesgo basadas en él. Por ejemplo, un país cuyo comercio internacional no está muy diversificado puede usar derivados para reducir el costo del deterioro de los términos de intercambio.

Finalmente, como se puede deducir del incremento de liquidez observado en el estudio de Levine y Zervos, puede ayudar a apoyar el desarrollo de la bolsa de valores del país receptor, facilitando la acumulación de capital y promoviendo una asignación más eficiente de recursos productivos.

En este sentido cabe señalar que si bien la importancia del sector financiero para el crecimiento económico es ampliamente reconocido, la función específica de la bolsa es menos obvia. La banca y la bolsa cumplen funciones complementarias en la medida en que, en distintas fases de su evolución, ambas ayudan a capitalizar el sector productivo.

En la primera fase, el financiamiento se obtiene primordialmente a través de créditos bancarios u otros instrumentos de mercado de dinero; posteriormente, en la medida en que maduran el mercado y la economía, se presenta el financiamiento a través de la colocación de acciones en el mercado accionario. Conforme se logra una masa crítica y se desarrolla el mercado, tanto empresas grandes como medianas y pequeñas pueden empezar a intercambiar (*swap*) deuda de corto y largo plazo por acciones; por último,

²⁵ Fuente: "Private Market Financing for Developing Countries", Edit. FMI, Washington, D.C., marzo 1995, pp. 13-14.

²⁶ *Idem*.

cuando el mercado funciona de manera más eficiente, puede convertirse en un instrumento de financiamiento importante para distintos tipos de proyectos y empresas, ofreciendo una mayor variedad de instrumentos y condiciones.

Las ventajas que presenta al inversionista es que, en términos generales, los beneficios obtenidos en estos mercados suelen ser más altos y tienden a evolucionar en sentido inverso a los mercados de los países desarrollados, lo que, al menos hipotéticamente, los convierte en un elemento importante en el proceso de diversificación de portafolio que constituye parte de la estrategia de manejo de riesgo.

Pero como señalamos con anterioridad, particularmente en ciertas circunstancias, el crecimiento de los mercados financieros de los países en desarrollo no está libre de problemas y conflictos. Habíamos mencionado que una problemática común era la volatilidad del capital, la cual convierte en una necesidad el mantener la confianza en el mercado y obliga a los gobiernos a mantener estables las variables macroeconómicas, en ocasiones con un alto costo social; que las políticas de esterilización podían tener efectos adversos y, finalmente, nos referimos a la vulnerabilidad propia que experimentan los mercados emergentes, por su tamaño, a las burbujas especulativas.

A lo anterior cabría añadir, como resultado de las experiencias sufridas a lo largo del año pasado, que en la medida en que las fuerzas de expulsión se debilitan, los flujos de capital se pueden debilitar o revertir; como lo demuestra el efecto negativo que tuvo sobre los mercados emergentes el incremento que aplicó la Reserva Federal norteamericana a las tasas de interés a corto plazo en febrero de 1994. En la medida en que los mercados de los países emisores de capital se capitalizan con mayor rapidez, absorben recursos y, por consiguiente, disminuye el volumen de inversión de cartera en el extranjero.

Durante 1994, la combinación del debilitamiento de las fuerzas de expulsión y de atracción provocada por el incremento en las tasas de interés de EEUU y la inestabilidad de los mercados emergentes, causaron una ligera reducción de los flujos de capital hacia países en desarrollo, los cuales fueron del orden de US \$125 mil millones (frente a US \$155 mil millones en 1993).²⁷

²⁷ Cf. *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, Edit. FMI, Washington, D.C., agosto 1995, pp. 33ss.

Los emisores de capital enfrentan a su vez algunas complicaciones particulares; especialmente de carácter administrativo como es el medir, evaluar y comparar mercados en realidades dispares, pero existe también en algunos sectores la percepción de que los mercados emergentes de capital aumentan el precio del dinero en los países desarrollados al incrementar la demanda.²⁸

En lo que se refiere a las crecientes demandas de capital tanto por parte de países desarrollados como en vías de desarrollo y su impacto sobre el precio del dinero, resulta interesante un artículo que salió a fines de octubre de 1995 en *The Economist* en donde se argumenta que el incremento del 1 por ciento en el rendimiento de los bonos a largo plazo que se experimentó de 1960 (2.9 por ciento) a la fecha (4 por ciento) se debe al aumento del gasto público en los países desarrollados y no a la expansión de los mercados emergentes. Afirmación que se hace con base en una investigación que considera haber encontrado una relación directa entre las tasas de interés reales y el nivel de deuda pública de los países industrializados.

Hasta ahora nos hemos referido principalmente a la inversión extranjera de cartera, sin embargo, es necesario señalar que en el proceso de evaluación del resurgimiento de los flujos privados de capital como fuentes de financiamiento de los países en desarrollo, conviene analizar, además de las ventajas y desventajas señaladas, el tipo de inversión de que se trata y su impacto sobre la economía receptora.

En este sentido, habría que retomar las diferencias regionales en la distribución y naturaleza de los recursos, distinguiendo entre los mercados de los países asiáticos y el resto de los mercados emergentes. El principal receptor de recursos del segundo grupo fue México, quien en 1993 recibió US \$31 mil millones, el equivalente al 8 por ciento de su PNB y el 20 por ciento del total de los flujos de capital dirigidos a estos mercados, aunque su participación en el PNB de las economías de los mismos era de 8 por ciento. En el caso de los mercados emergentes de Asia, encontramos que el ingreso acumulado de capital fue de \$261 mil millones de dólares para ese mismo periodo.

²⁸ Cf. "A global battle for capital", en *BusinessWeek*, núm. 3377-707, 3 de octubre 1994, pp. 42-46.

Cuadro 3
Flujos de capital hacia países en desarrollo*

	1960	1970	1980	1991	1992	1993
Inversión Extranjera Directa (Neta)	304	3 024	12 988	34 475	44 868	63 999
Inversión de cartera	13	423	3 353	17 505	24 250	86 569
Créditos netos de banca comercial	384	9 839	11 791	1 892	14 541	5 482
Créditos oficiales y Asistencia Int.	1 466	9 854	34 366	59 301	47 383	52 336

*En Millones de dólares de 1993.

Nota: Los datos de los sesenta, setenta y ochenta representan el promedio anual para esas décadas.

Si bien el que los mercados asiáticos reciban casi el doble del capital que el resto de los mercados emergentes es un hecho importante, lo que realmente distingue una región de otra es el tipo de capital que ingresa. Como se puede apreciar en el cuadro 3, la composición de los flujos de capital hacia países en desarrollo ha evolucionado aunque, la distribución de los distintos tipos de capital ha sido irregular.

Desde 1990, alrededor del 41 por ciento de los recursos canalizados hacia mercados emergentes no asiáticos ha sido inversión de cartera, esto es, acciones y bonos, y el 37 por ciento ha sido como inversión extranjera directa. En el periodo 1990-1994, sólo el 24 por ciento del capital que recibieron los países asiáticos fue inversión de cartera, mientras que un 45 por ciento fue inversión extranjera directa; del capital que se dirigió al resto de los mercados emergentes, 66 por ciento se concentró en activos líquidos de alto rendimiento, mientras que el 30 por ciento fue como inversión extranjera directa.

El conocer la composición del capital es importante, puesto que el impacto de la inversión extranjera directa (IED) sobre la economía nacional del país receptor es distinto de las de los otros tipos de corrientes de capital, porque puede traer recursos adicionales y tecnología, tiene acceso a mercados de exportación y no es tan volátil. El inconveniente principal, es que suele ingresar a los países más estables y de mayor desarrollo relativo, ya que requiere ciertas condiciones mínimas y un mercado local relativamente atractivo.²⁹ De hecho, podríamos afirmar que

la IED suele "seguir" el crecimiento económico, no promoverlo.

Si bien existe cierta ambivalencia respecto a los efectos sobre países receptores de los distintos tipos de flujos de capital, parece que la observación empírica puede sugerir que la crisis que sufrió el mercado mexicano y el subsecuente "efecto tequila", manifestó con claridad que una dependencia marcada de la inversión extranjera de cartera no es lo más conveniente, que los mercados están vinculados y que la IED, por su naturaleza, no sólo es menos inestable, sino que tiene el potencial de influir positivamente sobre las estructuras económicas del país receptor.

El 20 de diciembre de 1994 el gobierno mexicano devaluó el peso en 15 por ciento y con ello se inició un proceso que nos ha llevado a una profunda crisis económica. La devaluación reflejó una serie de desequilibrios que se habían desarrollado, incluyendo algunos problemas en los patrones de inversión interna provocados por el alto costo del capital, desequilibrio en la balanza de cuenta corriente por la sobrevaluación monetaria etcétera.

La composición de la deuda pública, cuyo rango se concentraba hacia el corto plazo, los problemas de solvencia que enfrentaba la banca, la caída del ahorro interno, el cual bajó de 22 por ciento del ingreso nacional en 1988 al 16 por ciento en 1994, y el volumen de las corrientes de capital que ingresaron entre 1990-93. Un total de US \$91 mil millones de dólares, de los cuales US \$61 mil millones se canalizaron hacia inversión de cartera y US \$16.6 mil millones a IED.³⁰

Estos elementos y algunos más derivados de ellos, combinados con el incremento de las tasas de interés

²⁹ "Foreign Direct Investment in Developing Countries: Progress and Problems", en *Finanzas y Desarrollo*, diciembre 1995, vol. 32, núm. 4, p. 6ss.

³⁰ *Idem.*

a corto plazo en Estados Unidos y los problemas políticos y sociales que enfrentaba el país, provocaron una rápida salida de capital que desató una profunda crisis económica nacional y la desestabilización de los mercados emergentes a nivel internacional.

La gran salida de capital no solamente desestabilizó el sistema financiero, sino que afectó seriamente las estructuras productivas del país, que se encontraban ya debilitadas. El programa de ajuste que se implementó para hacerle frente a la crisis, centró su atención en dos objetivos específicos: el recuperar la confianza y disminuir la dependencia de la inversión extranjera aplicando un programa de estabilización que promoviera el ahorro interno. Todo esto sin cambiar el proceso de liberalización comercial y de corrientes de capital, ni la reforma estructural. Estrategia que implica un desempeño económico débil por algún tiempo.

La reacción de la IED en México a este nuevo contexto en el que tiene que funcionar, ilustra también las ventajas y desventajas que plantea su llegada. Como su objetivo general es maximizar ventas, en general han tratado de suplir, en la medida de lo posible, la caída del mercado interno incrementando su volumen de exportaciones, como es el caso de DuPont, Ford y Cummins. Han diversificado geográficamente sus centros de producción inyectando recursos a la provincia, principalmente en Mérida, Querétaro, Aguascalientes, San Luis Potosí, Saltillo y Hermosillo. Sin embargo también han transferido sus actividades productivas a sus plantas en Sudamérica, importando lo que requieren para mantener su presencia en el mercado local. En general, se puede afirmar que la IED no sólo ha procurado quedarse sino que además, ha procurado ingresar al país, como lo demuestra la entrada de US \$7 mil millones durante 1994.³¹

En cuanto a los efectos de la crisis financiera sobre el sistema internacional, podemos afirmar que fue menos violento que el de 1982. En primer lugar porque representó un riesgo mucho menor para la estabilidad del sistema financiero internacional en su conjunto, en segundo porque a pesar de que incrementó la volatilidad de algunos mercados y significó un aumento en el precio del dinero para algunos países en desarrollo, no se interrumpieron totalmente

los flujos de capital y, a poco más de un año, parece ser que se empiezan a recuperar como lo ilustra el caso específico de México. Durante 1995, ocupó el tercer lugar en nuevas emisiones de acciones al colocar en el mercado 36 con un valor inicial de US \$1.7 mil millones, y la misma posición en los programas de recibo de depósito con la colocación de 23 nuevos programas, finalmente cabe señalar que continúa siendo el principal emisor de bonos de los países en desarrollo.³²

Encontramos que al intentar evaluar las causas, beneficios y problemas que generan los distintos tipos de inversión extranjera: de cartera directa, encontramos que son complementarias y que de hecho su llegada y efectos dependen en gran medida tanto de los mecanismos de ajuste que se utilizaron para estabilizar las variables macroeconómicas, como el marco institucional jurídico/político y las condiciones reales de producción.

Podríamos concluir que tanto el abaratamiento de capital como los flujos de recursos frescos hacia los países en desarrollo tuvo y tiene un efecto benéfico, especialmente si se considera que, sobre todo en América Latina, tiende a disminuir el ahorro interno y que en estos países los fondos propios de las empresas suelen cubrir sólo entre el 12 y 58 por ciento de sus necesidades de financiamiento, mientras que las empresas del G-7 satisfacen entre el 52 y 100 por ciento de sus necesidades con sus propios recursos. Sin embargo, el problema de la volatilidad y del conflicto que se genera en cuanto al equilibrio interno *versus* el externo siguen siendo un aspecto difícil de resolver, al igual que la vulnerabilidad que manifiestan los gobiernos frente a los mercados.

Bibliografía

- Bryan L. Lowell, *Bankrupt. Restoring the Health and Profitability of Our Banking System*, Edit HarperBusiness, Nueva York, 1991. 314 pp.
- Banco Mundial, "Stock Markets and Economic Growth", en *World Bank Policy Research Bulletin*, marzo-abril 1995, vol. 6, núm. 2.
- _____, "Financial Flows and Developing Countries", noviembre 1995, Edit. Banco Mundial, Documento Electrónico.

³¹ "En 1995, el monto de la inversión extranjera directa será de 7 mil mdd: Banamex-Accival", en *La Jornada*, diciembre 1995.

³² "International Capital Markets...", p. 33ss.

- Banco de Pagos Internacionales, "Macroeconomic and Market Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets", Edit. Bank of International Settlements, November 1994.
- Bretton Woods Commission, "Bretton Woods: Looking to the Future", Edit. The Bretton Woods Committee, Washington D.C., julio 1994.
- Bekaert, Geert, "Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets" en *The World Bank Economic Review*, Edit. Banco Mundial, Washington D.C., vol. 9, núm. 1, enero 1995, pp. 75-108.
- Buckberg, Elaine, "Emerging Stock Markets and International Asset Pricing", en *The World Bank Economic Review*, Edit. Banco Mundial, Washington D.C., vol. 9, núm.1, enero 1995, pp. 51-74.
- Claessens, Stijn, "The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: Overview", en *The World Bank Economic Review*, Edit. Banco Mundial, Washington D.C., vol. 9, núm. 1, enero 1995, pp.1-18.
- Claessens, Stijn; Dooley, P. Michael y Warner, Andrew, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", en *The World Bank Economic Review*, Edit. Banco Mundial, Washington, D.C., vol. 9, núm.1, enero 1995, pp. 153-174.
- Corporación Financiera Internacional, "Emerging Stockmarket Factbook 1995", Edit. Corporación Financiera Internacional, Washington D.C., Documento Electrónico.
- Dadush, Uri y Brahmhatt, Milan, "Anticipating Capital Flow Reversals", en *Finanzas y Desarrollo*, Edit. Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, Washington D.C. vol. 32, núm. 4, diciembre 1995. pp.3-5.
- Feldman, Robert A. y Kumar, Manmohan S., "Emerging Equity Markets: Growth, Benefits and Policy Concerns", en *The World Bank Research Observer*, vol. 10, núm. 2, Washington D.C., agosto 1995, pp. 181-199.
- Folkerts-Landau, David e Ito, Takatoshi, "International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues", Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., agosto 1995, 202 pp.
- Fondo Monetario Internacional, "Private Market Financing for Developing Countries", *World Economic and Financial Surveys*, Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., marzo 1995, 81 pp.
- _____, "Issues in International Exchange and Payments Systems", *World Economic and Financial Surveys*, Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., abril 1995, 85 pp.
- _____, "World Economic Outlook: October 1995", Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., octubre 1995, 165 pp.
- Goldstein, Morris y Folkerts-Landau, David, "International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues", Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., septiembre 1994, 134 pp.
- Goodhart, Charles, "Financial Globalization, Derivatives Volatility and the Challenge for the Policies of the Central Banks", Edit. Financial Market Group, London School of Economics, Inglaterra, 1994.
- Mansell, Carstens Catherine, "Las nuevas finanzas en México", Edit. Milenio, ITAM e IMEF, México, D.F., 1992, 535 pp.
- McKinsey Global Institute, "The Global Capital Market: Supply, Demand, Pricing and Allocation", Edit. Mckinsey Global Institute, noviembre 1994.
- Millman, Gregory J., "The Vandal's Crown: How Rebel Currency Traders Overthrew the Worlds Central Banks", Edit. The Free Press, Nueva York, 1995.
- O'brien, Richard, "Who Rules the World's Financial Markets?", en *Harvard Business Review* 95, marzo-abril 1995, vol.73, núm. 2, pp. 144 y ss.
- Schadler, Susan, *et. al.*, "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", Edit. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., diciembre 1993, 46 pp.