

POLITICA MONETARIA Y FISCAL EN LOS ESTADOS UNIDOS (*)

Rudiger Dornbusch

Rudiger Dornbusch, nacido en Krefeld, Alemania, en 1942, es actualmente profesor de economía en el prestigioso Massachusetts Institute of Technology (MIT), tras su paso por las Universidades de Rochester y Chicago. Es autor de una serie de obras de reconocida importancia: *Open Economy Macroeconomics* (1980), trabajo en el que se relacionan las líneas maestras de la macroeconomía con los problemas derivados del comercio y la financiación internacional; *Macroeconomics* (1981), del que es coautor S. Fischer, uno de los textos modernos que mejor presenta los problemas fundamentales de las variables agregadas y el efecto de las medidas globales de política económica; *International Economic Policy* (1979), editado en colaboración con J. Frenkel, y referido, asimismo, a temas internacionales.

El profesor Dornbusch que, por méritos propios, ocupa un destacado lugar entre los más prestigiosos economistas norteamericanos del momento presente, nos ofrece, en un artículo especialmente escrito para PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, un singular y complejo análisis de la realidad internacional, a partir de la política económica de Estados Unidos, un análisis que examina los efectos externos de esa política económica —en un mundo fuertemente intercomunicado la evolución de la economía predominante tiene, necesariamente, que afectar a las demás—, la posibilidad de coordinar la marcha de las principales economías industriales, con miras a evitar los impactos negativos de los movimientos del capital y de los tipos de cambio, y los problemas que, en la actualidad, plantea el masivo endeudamiento exterior de los países subdesarrollados y, en especial, de los de América Latina.



(*) Traducción de Jaime Requeijo.

EN 1982 hay que destacar, sobre todo, la drástica reducción del ritmo de inflación, que alcanzó el nivel más bajo de la década. Sin embargo, y como resultado de los esfuerzos estabilizadores estadounidenses y de la combinación de políticas monetarias y fiscales a largo plazo, la economía mundial se aproximó, más que en ningún otro momento de la posguerra, a la situación de los años treinta. Vistos desde ahora, los años sesenta, a los que se juzgaba negativamente por tratarse de una época de inflación e inestabilidad financiera internacional, resultan ser años de gran estabilidad y progreso.

En los Estados Unidos existe un incomprensible clima de optimismo pese a la crisis mundial, a la existencia de graves problemas sectoriales internos y al desempleo masivo. La tan deseada recuperación se encuentra cerca, incluso se advierte ya, y esa posibilidad genera una atmósfera de tranquilidad y confianza. En otros países, trátase de Europa o de los países menos desarrollados, no existe tal optimismo. Europa se encuentra inmersa en una profunda recesión, con pocas posibilidades de superarla este año, y con tasas de paro mucho mayores que las experimentadas tras la posguerra. Los países menos desarrollados, en especial los de América Latina, tropiezan con dificultades económicas de tal envergadura que no pueden, en modo alguno, ser ignoradas. En suma, la economía mundial se ve aquejada de graves problemas y, al igual que ocurriera en los años treinta, la interdependencia de los mismos se traduce en aumento del proteccionismo, crisis de balanza de pagos, incapacidad para hacer frente a la deuda exterior y políticas de empobrecer al vecino. El asunto de los videocassettes en Francia, y de los derechos arancelarios de la Harley Davidson en los Estados Unidos son buena prueba de que los gobiernos se están olvidando de esta interdependencia, olvido que constituyó uno de los grandes errores de los años treinta. Por entonces Roosevelt, en su discurso inaugural, defendía la política de desarrollo hacia dentro:

«El saneamiento de nuestra economía tiene preferencia sobre nuestras relaciones internacionales, por importantes que éstas sean. Mi política consiste en ocuparse, ante todo, de los problemas más importantes» (1).

En muy buena medida la situación económica mundial tiene que ver con ese olvido de la interdependencia y con la existencia de un sistema de tipos de cambio flexibles. La política económica tiene que dar preferencia, por tal razón, a la coordinación. Sin embargo, y en Estados Unidos, la cooperación no despierta gran entusiasmo dadas las posibilidades de recuperación económica. Pero esa opinión constituye, cuanto menos, un análisis miope de nuestros intereses en la economía mundial. Inclusive resultaría peligrosa para el caso de que los Estados Unidos no pudieran lograr una recuperación sostenida sin la estabilidad y el crecimiento de los demás países. Hemos llegado, por lo tanto, a una encrucijada difícil de superar puesto que mucha gente considera que, con una inflación controlada, un 5 por 100 de crecimiento durante cinco años resolverá todos los problemas que hoy parecen insolubles. Y sin embargo otros temen que, antes de que

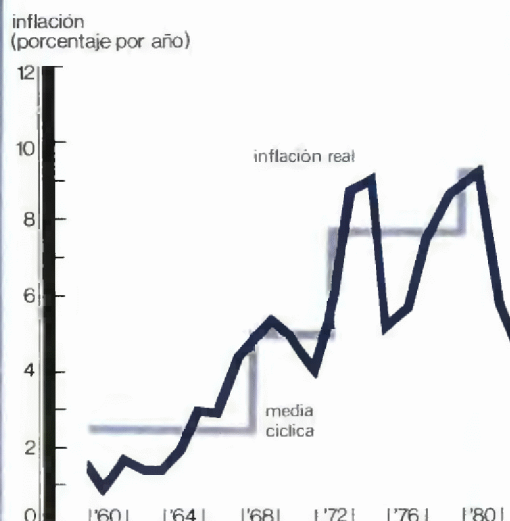
se logre un crecimiento sostenido, aparezcan importantes problemas de deuda y de protección que obstaculicen el crecimiento de la economía mundial.

LA POLITICA MACROECONOMICA DE LOS ESTADOS UNIDOS Y EL DOLAR

La clave de bóveda de la evolución económica mundial en los últimos años ha sido la política antiinflacionista de los Estados Unidos y la nueva combinación de políticas monetaria y fiscal: política monetaria restrictiva y política fiscal expansiva. En el gráfico 1 puede verse cómo ha evolucionado la inflación estadounidense en términos del deflactor del Producto Nacional Bruto.

El gráfico permite observar la tasa real de inflación (incluso la previsión para 1983) y la media cíclica. Esa media cíclica se obtiene comparando los valores máximos de cada ciclo. La característica más relevante de nuestro proceso inflacionario es que, en cada ciclo sucesivo, la inflación ha sido más alta que en el anterior. En la fase de baja del ciclo la inflación se reduce, a veces sustancialmente, pero al iniciarse la recuperación la inflación supera la media del periodo anterior. Después de la minirrecesión y recuperación del año 1981, la actual recesión presenta las mismas características: la inflación ha caído bajo el peso del desempleo masivo y gracias a una serie de factores favorables, entre los que se cuenta el desplome de los precios de materias primas y productos agrícolas y la notable apreciación del dólar en los mercados de divisas.

**GRAFICO 1
LA INFLACION EN ESTADOS UNIDOS**



Nota: La inflación se mide a través del deflactor del PNB. La media cíclica toma en cuenta los máximos de cada ciclo.

Existe el peligro, igual que sucedía en 1976, de que una expansión excesiva, la caída del dólar y una rápida recuperación de los precios de las materias primas puedan reavivar la inflación y hacer que ésta alcance o supere los niveles anteriores, pero esa posibilidad parece bastante lejana en la actualidad: las tasas de desempleo son mucho mayores que en las recesiones anteriores y seguirán ejerciendo su influencia depresora sobre el ritmo de inflación. Al mismo tiempo, la depresión se mantendrá en el resto del mundo, lo que garantiza los bajos precios de las materias primas y la presión a la baja sobre los precios del petróleo, habida cuenta del exceso de oferta. Y sobre todo, es más fácil que la Reserva Federal, obsesionada por la inflación, aborte la recuperación en lugar de avivar la inflación. Puesto que por el momento no parece que vayamos a retornar a la inflación de dos dígitos, ha llegado la hora de que nos ocupemos de diseñar la política adecuada y de reformar nuestro sistema para que sea posible volver al crecimiento estable de la economía mundial. Y, en este terreno, tienen especial importancia el sistema de tipos de cambio y el problema de la sobrevaluación del dólar.

En el gráfico 2 puede verse el tipo de cambio real del dólar, ponderado por la composición del comercio. De esta forma pueden analizarse los precios en dólares de las manufacturas estadounidenses en relación con los precios, en dólares, de las manufacturas de los dieciséis principales países industriales. La característica más notable es, por supuesto, la fuerte erosión de nuestra competitividad que se deriva de la apreciación del dólar desde finales del año 1980. Esa apreciación real es muy amplia: 20 por 100 con respecto a la media del índice del período 1973-80. Nuestra pérdida de competitividad en los últimos tres años es com-

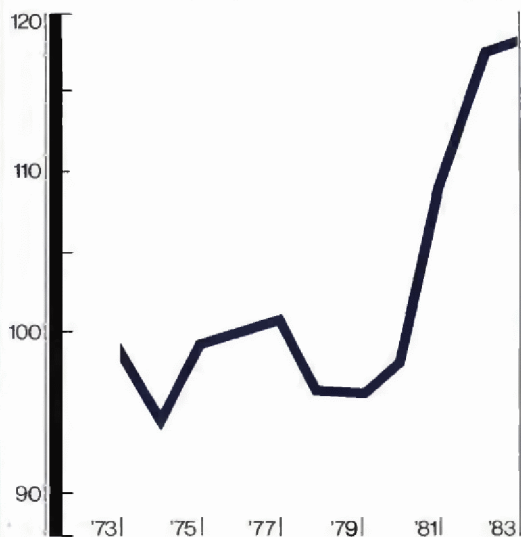
parable al aumento de competitividad que se consiguió en 1971-73, al pasar del sistema de Breton Woods al de cambios flexibles.

Aunque está claro que, en general, Estados Unidos ha perdido competitividad internacional, hay que prestar especial atención a nuestras relaciones bilaterales con Japón. El gráfico 3 muestra lo que ha sucedido con los precios de las manufacturas, medidos en dólares, en Estados Unidos y en el Japón. Nuestra competitividad, en relación con Japón, está en su nivel más bajo desde hace diez años. Si tomamos como referencia el año 1978 hemos perdido el 36 por 100 de nuestra competitividad. Por supuesto no hay por qué realizar esa comparación, pero el gráfico 3 pone de manifiesto que, en todo caso, nuestra competitividad actual es muy baja. Y lo sigue siendo aunque tomemos en cuenta la apreciación del 10 por 100 del yen desde el último trimestre de 1982 al primero de 1983.

La razón de la apreciación del dólar en el período 1980-83 es, básicamente, el cambio de política: una política de dinero escaso unida a un notable empeoramiento tendencial del déficit del presupuesto federal de pleno empleo. El gráfico 4 nos muestra el rendimiento real de los bonos del Tesoro y el déficit presupuestario de pleno empleo, es decir el ajustado cíclicamente. Desde 1978-79 los tipos de interés reales han aumentado rápidamente y se han mantenido a un nivel sin precedentes en el período postbélico. Al mismo tiempo, la política fiscal ha mostrado una tendencia a generar déficit, déficit que aumentará aunque, en 1986 y en los años posteriores, nos acerquemos al pleno empleo.

Los previsibles déficits presupuestarios producen efectos muy negativos, dado que retrasan la recuperación y dan lugar a una sobrevaluación del dólar. Se reduce y retrasa la recuperación porque los futuros

GRAFICO 2
TIPO DE CAMBIO REAL DEL DOLAR



Fuente: Morgan Guaranty: World Financial Markets.

GRAFICO 3
USA-JAPON PRECIOS RELATIVOS DE LAS MANUFACTURAS

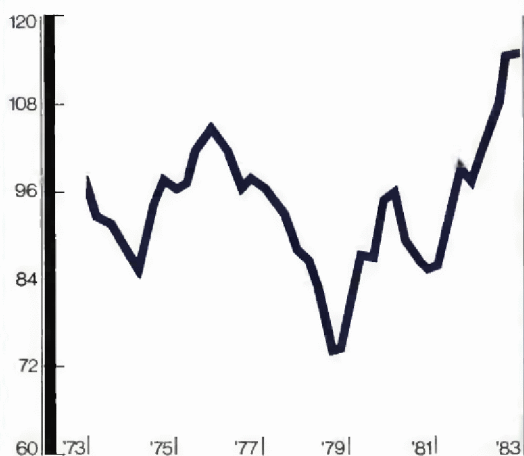
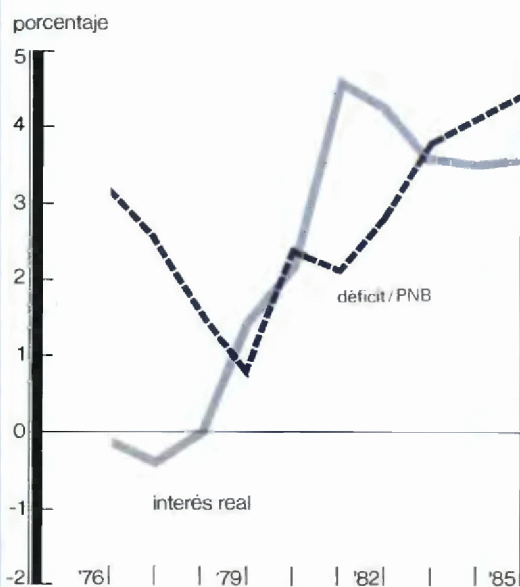


GRAFICO 4
TIPOS DE INTERES REAL EN USA
Y DEFICIT DE PLENO
EMPLEO EN PORCENTAJE DEL PNB



Nota: La línea continua muestra el rendimiento real de los bonos del Tesoro a 3 meses (se hace uso del deflactor del PNB). La línea discontinua muestra el déficit federal de pleno empleo en porcentaje del PNB. El objetivo es una tasa de desempleo de 5,1 por 100.

déficits de pleno empleo elevan las tasas de interés real a largo plazo sin estimular, al mismo tiempo, la actual demanda agregada. Por supuesto, el aumento de las tasas de interés a largo plazo significa menor inversión y, por lo tanto, menor demanda agregada y empleo. En los mercados internacionales, los tipos de interés elevados, a corto y largo plazo, hacen atractivo el dólar en tanto que activo financiero. En consecuencia, los inversores adquieren dólares y se desprenden de las divisas europeas y de las exóticas; el dólar, presionado por esas entradas de capital, se aprecia. La tendencia se ha visto además reforzada por movimientos de capital de claras connotaciones políticas y por la huida del capital de las zonas de inestabilidad económica.

Tanto en Norteamérica como en los demás países la relación entre la combinación interna de política monetaria y fiscal, los flujos de capital y los tipos de cambio tiene importantes consecuencias macroeconómicas.

En Estados Unidos, la apreciación del dólar, al reducir los precios de importación, suaviza inmediatamente la inflación. Al mismo tiempo, la pérdida de competitividad internacional supone una contracción de la demanda global de productos estadounidenses y, por lo tanto, una reducción de la producción y el empleo. La demanda responde con cierto retraso a los cambios en los precios relativos pero no cabe ninguna duda respecto de la dirección y alcance de esa variación.

EFFECTOS EXTERNOS DE LA POLITICA ECONOMICA DE LOS ESTADOS UNIDOS

Nuestra política monetaria y fiscal produce también efectos en el resto del mundo. Al depreciarse las monedas extranjeras, los precios aumentan en sus respectivos países. Lo que significa que el éxito que hemos tenido en nuestra desinflación se ha logrado, en buena medida, exportando inflación a los demás países. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que nuestra pérdida de competitividad internacional crea empleos en los demás países. En un sistema de tipos de cambio flexibles, sucede pues que nuestra política macroeconómica se transmite a los demás países. El cuadro número 1 sintetiza esa transmisión. Hay opiniones muy dispares sobre la importancia de esos efectos exteriores que se generan en un sistema de tipos de cambio flexibles. Por ejemplo, y por dar algunas cifras, en Alemania una apreciación del 20 por 100 del dólar dará lugar a un aumento real del PNB de casi un 3 por 100 con un coste adicional, en términos de inflación, de casi 3 puntos porcentuales. Para los Estados Unidos los porcentajes serán mucho menores, tal vez un tercio de los anteriores.

Los efectos externos producen complicaciones importantes. Si a los demás países les preocupa la inflación tanto como a nosotros, no se podrán permitir el lujo de importar la que estamos nosotros exportando; por el contrario, aplicarán políticas monetarias y fiscales de carácter restrictivo para compensar el choque inflacionario. Lo cual significa que el resto del mundo, en lugar de crecer, compensa el aumento de la exportación neta contrayendo la demanda interior. Y así las tasas de empleo en el extranjero se modificarán poco, la inflación crecerá ligeramente y la demanda se reducirá. Desde el punto de vista de la economía mundial esa respuesta de los demás países supone una reducción de la demanda mundial y, consecuentemente, una reducción del empleo total.

CUADRO N.º 1

EFFECTOS DE LA POLITICA MONETARIA CONTRACTIVA DE LOS ESTADOS UNIDOS

	Estados Unidos	Otros países
Crecimiento ...	-	+
Inflación ...	-	+

Y eso es, por supuesto, lo que se ha venido observando en el período 1981-82 al aplicar nuestros competidores nuestra misma política monetaria. No les era posible desengancharse de los tipos de interés estadounidenses sin sufrir elevaciones de precios, elevaciones producidas por la depreciación de su moneda. Se trata de un problema importante, como puede verse en un artículo publicado en la primera página del *The Times* de 24 de marzo del año 1983 y titulado «La caída de la libra esterlina hace resurgir el problema de los tipos de interés»:

«Ayer surgieron de nuevo los temores de que los tipos de interés puedan subir y se reavive la inflación al producirse una presión de carácter especulativo contra la libra que la situó, frente al dólar, en la cotización más baja de las conocidas.»

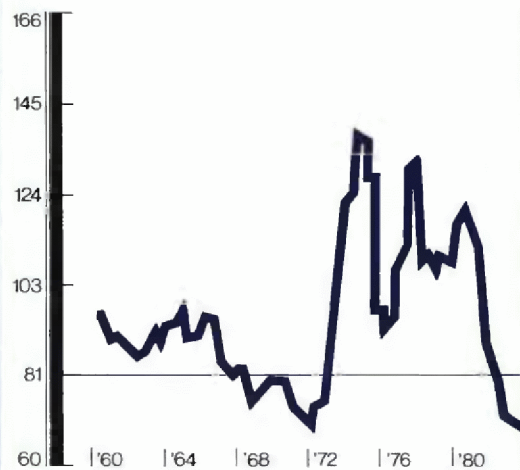
La debilidad de la libra puede complicar la perspectiva del gobierno en un posible año electoral dado que se produce tras haberse aprobado un presupuesto que debería facilitar la recuperación...»

La política monetaria de los Estados Unidos también afecta negativamente a los países menos desarrollados, por dos vías distintas. Por una parte, la recesión inducida en los países industrializados contrae, directamente, la demanda de manufacturas y productos primarios de los países subdesarrollados. Por otro lado, la apreciación del dólar rebaja los precios relativos de los productos primarios, lo que acelera el deterioro de la relación real de intercambio de los países subdesarrollados.

Se trata de efectos nada desdeñables. En términos del deflactor del PNB norteamericano, el precio real de los productos básicos, distintos del petróleo, se ha reducido, desde 1979 a finales del año 1980, en casi un 40 por 100 (véase el gráfico 5). Si los comparamos con las manufacturas, los productos primarios han sufrido una pérdida de poder adquisitivo del orden del 20 al 25 por 100. Y, por otro lado, no hay que olvidar, que los países menos desarrollados son países endeudados. Por tal razón el aumento, fuerte y sostenido, de las tasas de interés real transfiere renta desde esos países a los países prestamistas. Brasil, por ejemplo, tiene que soportar unos 1.000 millones más de dólares de servicio de la deuda, es decir un 0,33 por 100 de su PNB, por cada punto de aumento en los tipos de interés reales.

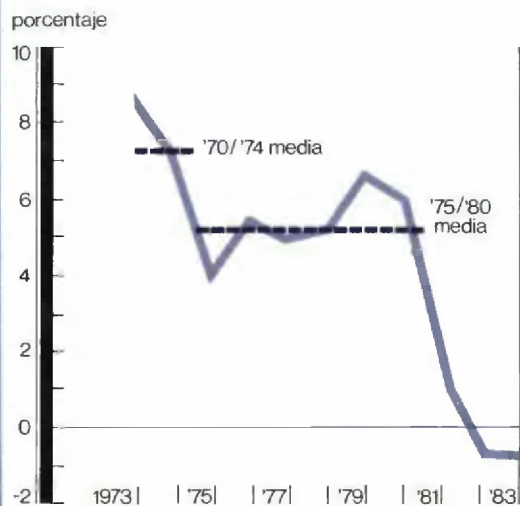
Sin duda alguna, esos efectos complementarios de la política antiinflacionista de los Estados Unidos, y de otros países industrializados, constituyen la base de los problemas de balanza de pagos de los países menos desarrollados y, consecuentemente, de los problemas de deuda internacional a los que hoy nos enfrentamos. Además de los problemas de la deuda, nuestras políticas estabilizadoras, combinadas con las políticas extremadamente erróneas de muchos países desarrollados, han dado lugar a que, en ellos, la renta *per cápita* lleve tres años disminuyendo y probablemente mantenga esa tendencia durante un par de años más. El gráfico 6 muestra esa situación al relacionar las tasas de crecimiento actuales de América Latina con las de los años setenta.

**GRAFICO 5
PRECIO REAL DE LAS MATERIAS PRIMAS**



Nota: La figura muestra la relación entre un índice de precios de todas las materias primas, distintas del petróleo, que se comercializan internacionalmente, y el deflactor del PNB de Estados Unidos.

**GRAFICO 6
EL CRECIMIENTO EN AMERICA LATINA**



LA SOBREVALUACION DEL DOLAR

Uno de los importantes problemas económicos internacionales del año próximo será la sobrevaluación del dólar. Lo que supone, para los Estados Unidos, decidir si, de verdad, el dólar está sobrevaluado y con respecto a qué monedas. Lo que significa también decidir si hay que tratar de lograr una depreciación real o, para el caso de que se mantenga la tendencia, qué políticas hay que adoptar para evitar que siga apreciándose. Estas cuestiones, por supuesto, quedan englobadas en un conjunto de problemas mucho más amplios: cómo hacer que funcione un sistema de tipos de cambio flexibles. Y las medidas, en este caso, oscilan desde la intervención en los mercados de divisas hasta el establecimiento de bandas de oscilación, la coordinación monetaria o el control de los movimientos internacionales de capital.

Hay que analizar, en primer lugar, los tipos reales de cambio de «equilibrio» que puedan servir de referencia para valorar las paridades actuales. Pensemos en unos tipos de cambio de equilibrio que aseguren el pleno empleo, dadas las políticas monetarias y fiscales aplicadas en diferentes partes del mundo; no asegurarán, a corto plazo, el equilibrio de las cuentas corrientes ni tampoco, por supuesto, el de las balanzas comerciales bilaterales.

El concepto de tipos de cambio de equilibrio que aquí se propone nos permite una determinada interpretación de los tipos de cambio actuales. Desde nuestra perspectiva, los amplios déficits de pleno empleo, la creciente absorción de recursos por el gobierno y, dadas las reducciones del impuesto sobre la renta, por las economías domésticas y las empresas, significa un exceso de demanda, al nivel de pleno empleo, y, por lo tanto, una apreciación real del dólar. Por supuesto, y habida cuenta de la recesión actual, el razonamiento no parece muy convincente pero se deduce del mismo marco conceptual que explica las elevadas tasas de interés real a largo plazo en función de amplios y futuros déficits de pleno empleo.

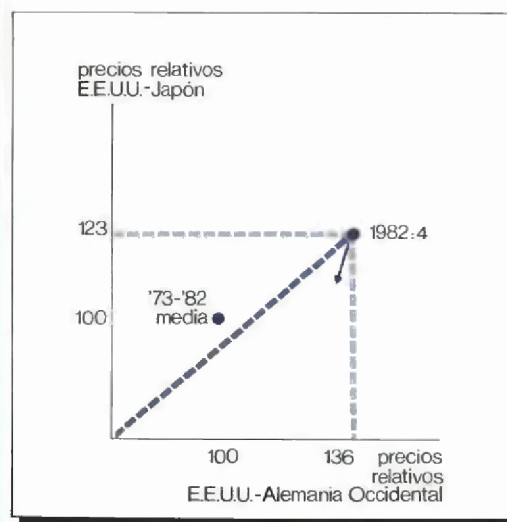
La apreciación del tipo de cambio real de equilibrio, a partir del déficit presupuestario, supone lo siguiente: el menor ahorro mundial —eso es exactamente lo que significa un aumento del déficit de pleno empleo— requiere un incremento de los tipos de interés mundiales y, dado que el aumento de la deman-

da se vierte sobre la producción norteamericana, un mayor precio relativo de nuestros bienes o una apreciación real. Pero, aunque resulte difícil determinar con exactitud la apreciación requerida, lo que ha sucedido hasta el momento parece excesivo. Más aún, la situación de pleno empleo sigue distante y puede que nunca se produzcan los déficits. Desechamos, por lo tanto, la idea de que el elevado valor actual del dólar refleja, simultáneamente, una previsión racional de los futuros tipos de cambio de equilibrio, anticipada erróneamente por los mercados de activos financieros de futuro. Hay que decir que nuestros tipos de interés real a largo plazo resultan demasiado elevados, dado el actual nivel de gasto.

Hay quien piensa que el dólar está sobrevaluado al observar que los valores deflactados de los tipos de cambio del dólar no tienen nada que ver con sus valores históricos y que, al mismo tiempo y presumiblemente por la misma razón, existe un alto nivel de desempleo. El remedio propuesto es un ajuste de los tipos de cambio que restablezca nuestra competitividad, al reducir nuestros precios en los mercados mundiales y aumentar los precios de importación por comparación a los salarios y precios internos. Ahora bien, en un mundo con múltiples divisas podemos aumentar nuestra competitividad de muchas formas. En concreto, podríamos depreciar nuestra moneda, junto con las europeas, frente al yen. O podríamos, al mismo tiempo que Japón, realizar una depreciación frente a las monedas europeas. Finalmente, los Estados Unidos podrían depreciar su moneda con relación a las europeas y a la japonesa.

El gráfico 7 permite aclarar esos puntos. En él pueden verse los precios de las manufacturas estadouni-

GRAFICO 7
LA SOBREVALUACION DEL DOLAR



CUADRO N.º 2

TASAS DE PARO EN LOS ESTADOS UNIDOS, JAPON Y EUROPA

	1970-74	1975-80	1982
Estados Unidos	5,4	7,1	9,7
Japón	1,3	2,1	2,4
Europa	2,5	5,3	9,4

denses en dólares, comparados con los de Japón y Alemania; también la media de esas medidas de competitividad bilateral en el periodo 1973-82 y los últimos valores correspondientes al último trimestre de 1982. Un aumento de la competitividad estadounidense significa una caída de nuestros precios por comparación a los de Alemania —que representa a Europa— y/o a los de Japón. Obsérvese que, en el último trimestre de 1982, nuestra competitividad se había deteriorado un 36 por 100 por comparación a la alemana, y en relación con la media del período 1972-83. Frente a Japón el deterioro era del 23 por 100.

Las consecuencias de las distintas estrategias de depreciación del dólar, tanto en el terreno comercial como en el de la distribución del empleo entre los países, son muy distintas. Por lo tanto, tenemos que analizar qué país o región sufrirá un aumento del paro o un ajuste de su política interna al exportar nosotros nuestro desempleo. No hay, desde luego, candidato claro. En el cuadro n.º 2 aparecen las tasas de paro de Europa, Japón y los Estados Unidos. Por comparación a los años setenta el desempleo es, en todas partes, excepcionalmente elevado y, por esa razón, ningún país será partidario de una apreciación real al diseñar su estrategia macroeconómica.

El cuadro n.º 2 demuestra bien a las claras que, en medio de una recesión mundial, no es fácil tratar de resolver los problemas de desempleo de un país a expensas de los del resto del mundo. En medio de una recesión mundial los salarios de todos los países resultan demasiado altos para el nivel de oferta monetaria existente. La solución no radica en poner en práctica devaluaciones competitivas sino en expandir la cantidad de dinero. Pero vale la pena que sigamos adelante y nos preguntemos si en Europa se piensa que el dólar está sobrevaluado y si una depreciación del mismo, por comparación a las monedas europeas, es aceptable.

No creo que sea ese el caso. Por el contrario, hay en Alemania un sector importante de la opinión pública que apoya el plan Giersch: congelar los salarios nominales para aumentar el nivel de empleo al reducirse los costes reales de trabajo. ¿Por qué la congelación de los salarios debe producir un aumento del nivel de empleo? Porque, obviamente, la congelación de salarios es una medida no inflacionaria para conseguir una depreciación real.

La reducción de los precios del petróleo, que suaviza el ritmo de crecimiento de precios, confiere actualidad al tema de las devaluaciones competitivas. En estos momentos Europa, y también los Estados Unidos, pueden tratar de lograr una depreciación sin peligros inflacionistas. Dado que la caída de los precios del petróleo amortigua, transitoriamente, la inflación hay posibilidad de aumentar ligeramente los precios de importación, a través de la depreciación, sin que exista peligro de avivar fuertemente la inflación. Resulta tentador, en el caso de los Estados Unidos, hacer uso de esa ventaja temporal para corregir el tipo de cambio real. Y también en Europa se puede aprovechar esa oportunidad para aumentar el nivel de empleo en el sector exportador, puesto que el tema del paro es el que, por el momento, más les preocupa. En tal

caso es posible que los países europeos compensen la depreciación del dólar mediante políticas monetarias expansivas. De ahí que, por lo que respecta a Europa, no resulte fácil poner en práctica un reajuste del bloque dólar/yen.

Lo más fácil sería depreciar el dólar frente a Europa y depreciar todas las monedas —el dólar y las europeas— con relación al yen. Desde el punto de vista europeo ese realineamiento mantendría la competitividad más o menos constante: la pérdida de competitividad con relación a Estados Unidos se compensaría con el aumento de competitividad con relación a Japón. Desde el punto de vista estadounidense se produce una depreciación tanto con respecto a Japón como con relación a Europa. El único problema consiste en saber qué pensará Japón de esa variación. Una variación que supone, por supuesto, una pérdida de empleo en su sector exportador y, por lo tanto, mayores tasas de desempleo, a menos que el gobierno japonés decida aplicar políticas expansivas de demanda.

Por desgracia, no parece que haya muchos deseos de aplicar políticas expansivas. Y hay que preguntarse también si la apreciación del yen resultará eficaz para variar la demanda y el empleo mundiales. Dado que parte del comercio japonés se controla por medio de cuotas, una apreciación del yen puede dar lugar tan sólo a variaciones en los márgenes de beneficio pero no de los precios en dólares ni de las cantidades vendidas de los productos correspondientes. Por supuesto, no se aplican controles comerciales generalizados a las importaciones y exportaciones japonesas y, en consecuencia, el razonamiento anterior puede significar tan sólo que se precisa una mayor apreciación del yen para obtener resultados visibles.

¿De qué forma afectarán las fuerzas de mercado a los tipos de cambio del año próximo? ¿Puede esperarse que se produzca una depreciación real del tipo de la que hemos descrito? El dólar está influido por dos fuerzas contrapuestas. De un lado, nuestros futuros y considerables déficits comerciales y por cuenta corriente, que, en el pasado, solían dar lugar a devaluaciones del dólar. Por otro lado, Japón obtendrá importantes superávits, a causa de su elevada competitividad, de la recuperación estadounidense y de la mucho menor factura energética. En principio, hay que suponer que esos factores darán lugar a una apreciación del yen y una depreciación del dólar. Más aún, deberían haber ya producido ese efecto puesto que la previsión es muy fácil.

La fuerza contrapuesta es el comportamiento de los tipos de interés. En los Estados Unidos, y durante los últimos tres meses, los tipos de interés han comenzado a subir y, conforme la recuperación se asiente, deben subir aún más. Si los europeos deciden no seguir esos aumentos de los tipos de interés americanos y tampoco lo hacen los japoneses, el mayor nivel de nuestros tipos de interés impulsará al alza nuestra moneda. Temporalmente, al menos, la presión alcista ejercida por la balanza de capitales sobre la cotización del dólar será superior a la ejercida, con signo contrario, por los déficits de cuenta corriente.

El papel que juegan los tipos de interés en la determinación del tipo de cambio se ve reforzado por las

ideas alemanas de lograr la recuperación mediante el uso de una política monetaria más independiente. En los últimos tres meses los tipos de interés en Alemania se han reducido en más de 1,2 puntos, al tiempo que en los Estados Unidos aumentaban casi en 0,5 puntos. Como consecuencia de ello, el cambio dólar-marco, en lugar de depreciarse a consecuencia de nuestros déficits por cuenta corriente, se ha mantenido estable en función del aumento del diferencial de intereses. Así pues, si, durante la recuperación, el dinero se hace relativamente escaso, o la velocidad del mismo es muy baja, la posible depreciación dólar-marco puede verse totalmente compensada por el efecto de la entrada de capitales en Estados Unidos y por las expectativas de revaluación del dólar.

POLITICAS DE TIPO DE CAMBIO

Es posible elegir varias políticas de tipo de cambio. El cuadro n.º 3 nos facilita el menú, en el que puede verse que los regímenes varían de conformidad con el grado de flexibilidad cambiaria y el de autonomía de la política económica nacional (2).

Hay que desechar, claramente, algunas opciones. El ángulo superior derecho combina los tipos de cambio fijos con la autonomía de la política nacional. Ya sabemos, tras la quiebra del sistema de Bretton Woods, que ese régimen, de no coincidir estrechamente los objetivos de crecimiento e inflación nacionales, se hace cada vez más inestable. Y con toda seguridad se trata de una combinación muy poco adecuada para acoplar diferentes áreas que sufren problemas heterogéneos en su fase de transición hacia sendas de crecimiento estable y bajos ritmos de inflación. Y mejor aún que el ejemplo de Bretton Woods, la experiencia del Sistema Monetario Europeo (SME) pone de relieve la falta de viabilidad de esa opción.

Nuestra particular experiencia con el sistema opuesto, de política nacional autónoma, el de Sprinkel, no es mucho mejor, como bien han demostrado las turbulencias del período 1980-82. En ese lapso se aplicaron, de un lado, políticas descoordinadas al tiempo que se evitaba, por razones dogmáticas, cualquier intervención en los mercados de divisas. Inclusive los enemigos del intervencionismo estarán de acuerdo en

que es posible lograr mejores resultados por otros caminos.

El tercer sistema, que tampoco resulta muy convincente, consiste en el monetarismo internacional: tipos de cambio fijos y coordinación internacional muy rígida. El aspecto positivo de esa propuesta radica en la importancia que se da al patrón monetario en tanto que fuerza integradora y estabilizadora de la economía mundial. En la propuesta de Robert Mundell se consigue la coordinación a través del patrón oro (3). En la de Roland McKinnon existe un monetarismo a escala mundial practicado en Alemania, Japón y Estados Unidos que se ponen de acuerdo en cuanto a los ritmos internos de expansión crediticia y a la necesidad de dejar fijos los tipos de cambio si se producen variaciones en la demanda internacional de dinero (4).

La propuesta de patrón oro de Mundell es utópica o prematura, como ha puesto de manifiesto el trabajo de la comisión oro. La de McKinnon resulta igualmente inusitada. En su opinión, la inestabilidad cambiaria mundial está causada por las variaciones de la demanda de dinero internacional. Pero no hay que olvidar que la especulación internacional se centra en los activos rentables, no en la M₁ y, por lo tanto, el monetarismo mundial no solucionará los problemas de tipo de cambio que acabamos de examinar. En concreto, existen dos causas importantes de alteración de los tipos de cambio que el monetarismo mundial, que tanto se preocupa de la composición de la oferta monetaria mundial, ignora. La primera son los movimientos del tipo de cambio asociados a las distintas políticas monetarias nacionales, políticas monetarias que, necesariamente, han de ser diferentes por ser distintas las condiciones de partida. Si nuestra inflación es del 10 por 100 y la de los demás países sólo del 5 por 100, como sucedía con Estados Unidos, Japón y Alemania, no podremos mantener fijos los tipos de cambio hasta que hayamos reducido el ritmo de inflación. Durante la transición las políticas monetarias diferirán fuertemente y esa inevitable divergencia generará amplias oscilaciones de los tipos de cambio. La respuesta realista a este problema no consiste en olvidarse del período de transición sino en lograr que las divergencias producidas por la política restrictiva sean lo menos amplias posibles.

Los otros problemas que plantea el plan de McKinnon surgen de los movimientos de capital y de su im-

CUADRO N.º 3

POSIBLES POLITICAS DE TIPOS DE CAMBIO

	<i>Cambios libres</i>	<i>Cambios administrados</i>	<i>Cambios fijos</i>
Autonomía de la política nacional	B. Sprinkel USA 80-82	Mitterrand USA 77-79	Bretton Woods SME
Coordinación internacional de las políticas macroeconómicas	R. de Vries	F. Bergsten Williamsburg	R. Mundell R. McKinnon

pacto sobre los tipos de cambio. En opinión del monetarismo mundial, los movimientos de los tipos de cambio se producen, básicamente, por alteraciones de la demanda u oferta de dinero. Como ésa no es la razón, la propuesta monetarista de acomodar los tipos de cambio a la oferta monetaria resulta, las más de las veces, inapropiada. Si los ciudadanos del Medio Oriente o de Alemania desean aumentar sus carteras de bonos del Tesoro norteamericanos y, por lo tanto, presionan al alza la cotización del dólar, no parece lógico que la solución radique en aumentar la cantidad de dinero en los Estados Unidos y reducirla en los otros países. Lo que de verdad hace falta es una intervención esterilizada. La distinción entre intervenciones esterilizadas y no esterilizadas resulta esencial para explicar el control de los tipos de cambio. La intervención esterilizada en el mercado de divisas supone comprar o vender divisas al tiempo que se realiza una operación de mercado abierto compensadora, de forma que se mantenga invariable el *stock* de dinero: sólo varía, pues, la denominación monetaria de los títulos mundiales, lo que permite dar respuesta a los cambios operados en la cartera mundial de activos. Por el contrario, la intervención no esterilizada supone adoptar una política monetaria que produzca efectos sobre el tipo de cambio, política que tan sólo es recomendable si las perturbaciones cambiarias tienen un origen claramente monetario y no se relacionan con períodos de tránsito hacia una inflación mundial generalizada.

En las casillas centrales del cuadro n.º 3 figuran los sistemas de tipos de cambio administrados que se combinan con diferentes grados de coordinación de las políticas. También en estos casos hay problemas. Una combinación de política nacional autónoma y tipos de cambio administrados resulta apetecible desde un punto de vista político pero funciona mal; no hace falta sino recordar la era Carter y el colapso del dólar en los años 1978-79. Los defensores de este régimen han reconocido, de forma cada vez más rotunda, que en ese sistema la intervención no sirve para nada. Cuando funciona es simplemente porque cambia la política económica, como sucedió en octubre del 79; si no cambia, el tipo de cambio no puede mantenerse sea cual sea la dosis aplicada de intervención esterilizada. Un estudio hecho por expertos oficiales sobre la eficacia de la intervención, y encargado en la cumbre de Versalles, estudia esos temas y, si mi información es cierta, llega a esas mismas conclusiones, convincentes para todo el mundo salvo para los franceses. Por lo tanto, esa combinación no es operativa.

Existe, eso sí, la alternativa de tipos de cambio administrados con políticas internacionales coordinadas. Desde el punto de vista económico el sistema funciona; su única debilidad consiste en que es políticamente inaceptable o, en todo caso, difícil de poner en práctica. Significa, en última instancia, que el presidente Mitterrand dirige la política monetaria norteamericana y que el subsecretario Sprinkel maneja la política fiscal francesa. En ocasiones los intereses de diferentes países pueden coincidir tanto y los dirigentes políticos ser tan previsores que sea posible cooperar pero, por regla general, no es así y, por lo tanto, vale la pena estudiar otros sistemas.

James Tobin ha formulado una controvertida propuesta de un sistema administrado de tipos de cambio (5). Se trata de combinar los tipos de cambio flexibles con una política económica nacional autónoma, al igual que propone Sprinkel, pero para evitar los consiguientes movimientos erráticos de los tipos de cambio propone, asimismo, establecer impuestos sobre las transacciones en divisas. Tales impuestos desestimularán los movimientos de capital a corto de carácter especulativo, lo que reducirá el volumen de esos flujos. Se supone, pues, que la reducción de los movimientos especulativos hará que los tipos de cambio varíen mucho más por razones fundamentales y mucho menos por expectativas a corto plazo. Para hacer más fácil su administración, el impuesto de Tobin recaería sobre todas las transacciones exteriores. Otras propuestas se apoyan en el empleo temporal de impuestos de igualación de intereses durante los períodos de transición del tipo de los de 1980-82.

Ni que decir tiene que tales propuestas, aunque puedan ser incluidas en la casilla de Sprinkel, son, en esencia, completamente diferentes. Reconocen que es necesario lograr que un sistema de tipos de cambio flexible funcione aunque no exista sincronía en las políticas nacionales. Dado el coste tremendo que supone la actual situación caótica de los tipos de cambio, tales propuestas no excluyen la posibilidad de «echar algo de arena al mecanismo», como afirma Tobin, para que la política estabilizadora quede menos subordinada a las expectativas de los especuladores.

Otra posibilidad de que funcione el sistema de tipos de cambio flexibles consiste en utilizar políticas de renta en el proceso estabilizador, momento en el que los problemas cambiarios aparecen con mayor virulencia. Al combinar la política de rentas con medidas estabilizadoras, en lugar de utilizar estas últimas tan sólo, la desinflación se hace menos costosa. Serán menores las variaciones de los tipos de interés, la tasa de desempleo no aumentará tanto y tampoco oscilarán tanto los tipos de cambio. Se afirma a menudo que la política de rentas —y en concreto, los controles salariales y los impuestos sobre beneficios excesivos— no funciona nunca. Vale la pena reconsiderar ese aserto en un momento como el actual, tras saber lo mal que han funcionado las políticas alternativas en términos de estabilidad económica mundial y no solamente en términos de desinflación.

En resumen, no hay más que dos opciones: hacer viable el sistema de tipos de cambio flexibles o conseguir una política internacional que incluya, como pieza fundamental, acuerdos de intervención destinados a compensar la variación de la cartera internacional de activos. Cuando los tipos de cambio varían por otras razones, la necesidad de intervención es mucho menor. De ahí que la casilla inferior izquierda del cuadro ofrezca un marco atractivo para hacer funcionar un sistema internacional abierto.

Puesto que tocamos ese tema, la adecuada coordinación internacional consistiría en que Gran Bretaña, Alemania y Japón adoptasen, temporalmente, una política fiscal más expansiva puesto que cada uno de esos países adopta, cíclicamente, políticas demasiado duras. Por el contrario, Estados Unidos debería contribuir de-

cididamente a la recuperación mundial reduciendo, en los años venideros, su déficit presupuestario y, por lo tanto, los tipos de interés real a largo plazo. Al mismo tiempo, la política monetaria en los Estados Unidos tiene que ser más expansiva para que los tipos reales a corto plazo se reduzcan considerablemente. Tal política debería ser seguida por los otros países, lo que supongo se conseguiría sin dificultad alguna (6).

FINANCIACION INTERNACIONAL, COMERCIO Y CONDICIONALIDAD

Aunque se ha comprendido tarde, en los últimos diez años se ha prestado en exceso a los países menos desarrollados, lo mismo que ocurriera en los años veinte. Los mercados financieros internacionales han facilitado esa financiación cuando, realmente, hubiese debido imponerse el ajuste. El cuadro típico ha sido el siguiente: déficit presupuestario y tipos de cambio sobrevaluados aunados a un nivel de vida que no tenía relación alguna con la productividad pero que se financiaba con préstamos exteriores.

En Brasil, por ejemplo, no hubo aumentos sustanciales del precio de la gasolina hasta 1980; la diferencia entre el precio mundial y el precio interno se financiaba a través del presupuesto. En Chile, y gracias a una política cambiaria equivocada, se mantuvo fijo el tipo de cambio a pesar de soportar un elevado ritmo de inflación. La sobrevaluación resultante produjo expectativas crecientes de devaluación y, por lo tanto, hizo que la gente se dedicara a importar bienes de consumo duraderos. Resultado: que el país está repleto de coches y refrigeradores nuevos e importados que se han financiado con préstamos internacionales y que hay muy pocas posibilidades de hacer frente al servicio de la deuda, salvo que se abaraten terriblemente los costes salariales a través de una fortísima devaluación. Los mismos problemas de sobrevaluación persistente del tipo de cambio, déficit por cuenta corriente y financiación exterior se dan en muchos países de América Latina, y por supuesto en México y Argentina.

En cualquiera de esos países el endeudamiento excesivo hubiese obligado, en última instancia, a poner en práctica un ajuste dramático, si bien los acontecimientos se han precipitado a consecuencia de la crisis económica mundial y de la moratoria mejicana. La crisis económica mundial los ha precipitado al elevar los tipos de interés y la carga del servicio de la deuda y frenar, al mismo tiempo, los ingresos de exportación. Ante la clarísima posibilidad de suspensiones de pago generalizadas, o prolongados baches de liquidez, los prestamistas han cargado primas de riesgo muy importantes, lo que supone, a veces, un margen bruto del 5 por 100 por encima del LIBOR. Cuando se habla de los tipos de interés resulta un tanto irónico que el Tesoro norteamericano insista en que los países menos desarrollados «se aprieten el cinturón», cuando es público y notorio que nuestra política de no apretarnos el cinturón es la que causa la elevación sustancial de los tipos de interés y los problemas de la deuda internacional. Y también resulta irónico que los gobiernos

de los países subdesarrollados pidieran, en 1979-80, a los Estados Unidos que redujera su ritmo de inflación para facilitar la estabilidad de la economía mundial, sin darse cuenta de que saldrían perjudicados ellos mismos al elevarse los tipos de interés y reducirse los precios reales de las primeras materias (7).

Lo que hay que preguntarse es de qué forma los países van a reembolsar la deuda, manteniendo al tiempo un ritmo de vida (o de crecimiento) que no pueden financiar. El sistema financiero internacional se puso en funcionamiento, de la mano de los Estados Unidos, para salvar a prestamistas y prestatarios cuando los problemas de la deuda aparecieron, primero en México y luego en Brasil. Se firmaron inmediatamente acuerdos de crédito contingente del FMI para encontrar solución a los problemas e impedir la ejecución de las deudas. Sólo que las correspondientes cláusulas de condicionalidad subrayan la necesidad de lograr excedentes comerciales —que permitan pagar los intereses— y de eliminar los déficits del sector público. No se habla mucho, sin embargo, del nivel de empleo. Lo malo es que, en el caso de Brasil, el programa es malo y parece que ya no funciona en absoluto.

En Brasil casi todos los salarios están indiciados con la inflación pasada, una inflación del 100 por 100. En ese contexto, el programa del FMI pretende que se reduzca la inflación al 75 por 100 y el crecimiento del crédito al 60 por 100. El excedente comercial, que nunca ha superado los 1.000 millones de dólares, tiene que alcanzar la cifra de 6.000 millones de dólares. Hay que sanear considerablemente el presupuesto, eliminando los subsidios, lo que reduce, como es natural, la competitividad comercial, pero no se habla de lograr una devaluación real. Han pasado sólo tres meses y ya está claro que no se va a cumplir ninguna de esas cláusulas. Después de una devaluación del 30 por 100 la inflación se mantiene por encima del 100 por 100. Por mucho que se juegue con las cifras, el excedente comercial acumulado en los primeros meses es de 500 millones de dólares y no de 2.000 millones de dólares. También se dice que no se están abonando los intereses de la deuda exterior, lo que significa que Brasil no podrá seguir recurriendo al Fondo, dado que no ha cumplido lo prometido. En consecuencia, o se elimina la condicionalidad y se redacta de nuevo el acuerdo con Brasil, con lo que se sienta un mal precedente, o se correrá un claro peligro de que estalle un problema de deuda exterior peor que el de diciembre pasado.

Brasil constituye un buen ejemplo porque pone de relieve la necesidad de poner en práctica programas realistas de ajuste que logren, a un tiempo, contentar a los acreedores y mantener la economía en funcionamiento. La agitación social experimentada en Brasil a principios del mes de abril pone de manifiesto la gran amenaza política que supone una economía descoyuntada. Por lo tanto, resulta muy difícil creer que el gobierno brasileño vaya a enfriar violentamente una economía que funciona razonablemente bien con el único propósito de hacer frente a los intereses de la deuda exterior. Esa situación puede darse en países pequeños pero no en economías tan grandes y tan cerradas como la de Brasil y con una deuda exterior lo suficientemente amplia como para tener repercusiones mundiales. Es

muy posible que los dirigentes políticos brasileños sientan la tentación de saber lo que ocurre cuando, simplemente, no se puede hacer frente al servicio de la deuda por mucho interés que, en principio, se tenga en ello. Al hacer que el FMI fije un programa de estabilización completamente carente de realismo para Brasil, el gobierno americano ha sentado las bases de la próxima crisis. Peor aún, quedarse quietos cuando se sabe que muy probablemente se producirá una nueva crisis constituye una muestra desconcertante, por parte de nuestros políticos, de incapacidad o falta de voluntad para enfrentarse a los hechos con realismo.

En la actualidad la mayor parte de los países de América Latina tienen firmados acuerdos de crédito contingente con el FMI y, en teoría, deben limitar su déficit y enfriar sus economías para reducir la importación y lograr divisas con las que pagar los intereses. Resulta difícil creer que 40.000 millones de dólares en préstamos bancarios norteamericanos nos hagan pensar que nos interesa reproducir las condiciones de los años treinta en América Latina, con todo lo que ello significa, inclusive en términos de reducción de nuestras exportaciones y de merma de oportunidades políticas.

Si se produce una recuperación fuerte y sostenida de la economía mundial, los problemas de deuda y depresión latinoamericanos desaparecerán en los próximos tres o cuatro años, aunque sea preciso aplicar, en el interin, medidas amplias de austeridad. Pero no hay ninguna seguridad de que se vaya a producir una recuperación amplia y sostenida, y, lo que es más importante, los problemas son tan urgentes que la más fulgurante de las recuperaciones no podría resolverlos. Suponiendo que lo que más nos interese sea que América Latina pague sus deudas, y se evite de esta forma un colapso del mercado mundial de capitales. Ahora bien, nuestro enfoque tradicional de la política de estabilización de los países subdesarrollados ha de ser modificado para que tenga en cuenta el problema global de deuda al que ahora nos enfrentamos.

Hay que aplicar tres medidas para solucionar los problemas de la deuda mundial. En primer lugar, hay que dotar al FMI de recursos suficientes para que pueda facilitar préstamos de reconstrucción a medio plazo, por lo menos a cinco años. Si el interés de esos préstamos se iguala al de la deuda de los principales países industrializados, no se producirá ninguna transferencia sustancial de riqueza (salvo que se ahorrará la prima de riesgo). Esos préstamos tendrán como único objetivo resolver el problema de liquidez de esas economías y facilitarles el ajuste a medio plazo. Solución que nos conviene plenamente puesto que implica mucha mayor seguridad de que se mantendrá abierto el sistema financiero internacional y de que habrá mejores oportunidades para nuestras exportaciones.

En segundo lugar, esos préstamos deben incluir las condiciones tradicionales. Lo que significa una reorientación de los recursos sin merma del nivel de empleo: los recursos se transfieren desde la producción interna a la sustitución de importaciones y al aumento de la exportación. Lo que, en última instancia, asegura que el país puede pagar su deuda no a través de la depresión sino a través del comercio normal.

Hay, por supuesto, una contrapartida: un comercio

mucho más libre. Es absurdo, por ejemplo, que Europa imponga cuotas al acero brasileño y que, al mismo tiempo, confíe en que Brasil vaya a pagar los intereses de la deuda. Los problemas de la deuda se resolverán tan sólo si permitimos que esos países logren ser solventes a través de las exportaciones. Ahora bien, lo que sin duda sorprenderá a empresarios y trabajadores americanos será la capacidad exportadora de esos países de reciente industrialización tan pronto como hayan fijado unos tipos de cambio real que favorezcan su expansión exterior.

Un estudio del Comité de Relaciones Exteriores, publicado en 1947 y relativo a los préstamos exteriores durante el período de entreguerras, llega a tres conclusiones que siguen siendo de actualidad (8). La primera es que la retirada brusca de los fondos prestados a países cuyo desarrollo depende de la financiación exterior provoca contracciones excesivas de los países prestatarios y de su comercio con los prestamistas y, por supuesto, con los Estados Unidos. Señala, además, el informe que:

«En segundo lugar, la exportación de capital americano durante los años veinte nos ha hecho comprender que la política de préstamos exteriores a gran escala se contradice con una política de importación claramente restrictiva...

Por último, lo sucedido en los años treinta parece señalar claramente que el factor que más influye en la solvencia de los préstamos exteriores norteamericanos es el propio nivel de renta y empleo de la economía norteamericana. Las importaciones americanas suponen una proporción tan grande del total mundial que la buena salud de nuestra economía, al impulsar nuestras importaciones, facilita los dólares que se requieren para hacer frente al servicio de la deuda. La inestabilidad de la economía norteamericana puede dar lugar a que aumenten sustancialmente los impagados, inclusive, en programas de préstamos exteriores bien concebidos y conjuntados.»

Tales reflexiones deben tenerse muy en cuenta al examinar los problemas de la deuda, como debe tenerse en cuenta, muy especialmente, la necesidad de poner en práctica, por parte del Gobierno norteamericano, una política fiscal más responsable. Porque, en última instancia, el análisis de los problemas de la deuda internacional se centra en el rigor contractual pero no hace hincapié en el razonamiento siguiente: que, para poder amortizar la deuda exterior, es preciso poder acceder mucho más fácilmente a los mercados exteriores.

NOTAS

(1) Citado por CHARLES KINDLEBERGER en *The World Depression*, Basic Books, 1978.

(2) Tal vez las casillas, por estar demasiado simplificadas, no permitan comprender todos los aspectos y matices de las políticas propuestas. Por lo menos, dos altos funcionarios del Tesoro, durante el mandato de Carter, consideran que sus políticas están mal clasificadas.

(3) Véase ROBERT A. MUNDELL, «Gold Would Serve into the 21st Century», *Wall Street Journal*, 30 septiembre 1981.

(4) Véase RONALD MCKINNON, «How a Strong Dollar Threw the Fed» y «How to Coordinate Central Bank Policies», *New York Times*, 23 y 30 de enero de 1983.

(5) Véase J. TOBIN, «A Proposal for International Monetary Reform», *Cowles Foundation Discussion Paper*, n.º 506, Yale University, 1978.

(6) Véase G. BASEVI, O. BLANCHARD, W. BUITER, R. DORNBUSCH y R. LAYARD, «Macroeconomic Prospects and Policies for the European Community», *Working Paper, European Community*, abril 1983, y J. WILLIAMSON y F. BERGSTEN (comp.), «Promoting World Recovery: A Statement on Global Economic Strategy», Institute for International Economics, diciembre 1982.

(7) Léase la entrevista a DELFIN NETO titulada «We Cannot Afford A Big Recession», *Newsweek*, edición latinoamericana, 22 diciembre 1980.

(8) N. BUCHANAN y F. LUTZ, *Rebuilding the World Economy*, Nueva York, Twentieth Century Fund, 1947, pág. 219.