

LOS RETOS MACROECONÓMICOS DE LOS INGRESOS DE CAPITAL CRECIENTES EN HONDURAS

Autor: Oscar Núñez Sandoval, PhD.

Sociedad y Cultura

Política e Instituciones

Serie:
Desarrollo Económico Sostenible



Apartado Postal N° 2029, Tegucigalpa, Honduras, Teléfono: (504) 235-3471, Fax (504) 235-3484
Apartado Postal N° 1858, San Pedro Sula, Teléfono: (504) 556-3049
E-mail: cipres@fidehonduras.com www.hondurasinfo.hn

Abril 2007

La elaboración de este documento ha sido posible gracias al generoso apoyo del Pueblo de los Estados Unidos de América. El contenido del mismo es responsabilidad del autor y no necesariamente refleja el punto de vista de la USAID o del Gobierno de los Estados Unidos, ni FIDE, Inversión y Exportaciones.

INTRODUCCIÓN



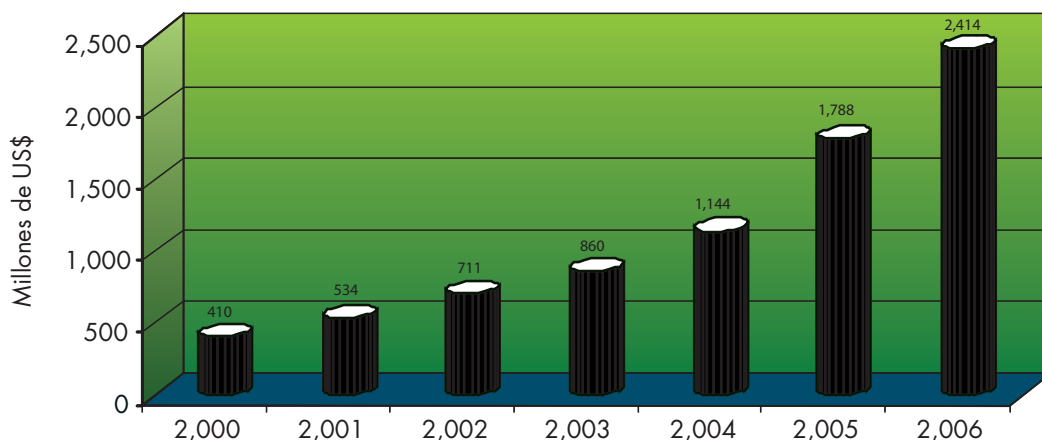
Según el estudio del Banco Mundial (2006) el flujo de remesas de los inmigrantes de países en desarrollo alcanzó US\$ 199,000 millones en 2006, monto dos veces superior al nivel de 2001 (US\$ 96,000)¹. En muchos de estos países, las remesas además de ser muy estables son la principal fuente de moneda extranjera. Para los países de América Latina y el Caribe el monto fue de US\$ 53,000 millones en 2006, comparado con US\$ 24,000 en 2001. En el caso de Honduras, según cifras preliminares del Banco Central de Honduras, en 2006 el monto de las remesas alcanzó US\$ 2,414.0 millones comparado con US\$ 410.0 millones en 2000 (ver Gráfico 1) o sea que, entre estos años, las remesas se multiplicaron aproximadamente por seis, habiendo crecido a una tasa promedio anual de 34.7 por ciento.

Por su parte, entre 2001 y 2005, la relación de las remesas con el PIB pasó de 8% a 21%; remesas con importaciones de 14% a 32%, y remesas con exportaciones de 15% a 71%.

El mayor flujo de remesas familiares, asociado con el importante movimiento migratorio que ha tenido lugar en los últimos años alrededor del mundo, hace que el estudio de estos flujos financieros y su impacto en los países receptores se vuelva muy relevante. Algunos de los temas, asociados con las remesas familiares, que se han investigado son, por ejemplo, el crecimiento y la inversión; la volatilidad de la producción; el ahorro familiar; los gastos de las familias; el capital humano; y por supuesto, los efectos macroeconómicos en el sector financiero y en la tasa de cambio real².

Este documento tiene por objeto evaluar el reto que ya enfrentan las autoridades hondureñas encargadas del área económica, derivado del mayor ingreso proyectado de recursos externos. En segundo lugar, proponer algunos elementos de una agenda de recomendaciones de política, para ayudar a la economía a mantener o incrementar su crecimiento potencial y adaptarse a los efectos de estos mayores flujos de capital. La sección 1 describe el marco teórico que relaciona los ingresos de capital con la macroeconomía. La sección 2 plantea las características de las entradas de capital en Honduras. La sección 3 reseña la evolución reciente de la política monetaria y cambiaria del Banco Central de Honduras. Finalmente, se incluye una sección sobre conclusiones y consideraciones de política.

Gráfico 1
Honduras: Remesas Familiares, 2000-2006^P



Fuente: Elaboración propia con base en datos del B.C.H.
^P Preliminar

¹ Incluye flujos canalizados por medios registrados, según el estudio, los flujos no registrados de las remesas pueden alcanzar hasta un 50% adicional, o más.
² Koelchlin V. y G. León, (2006), Fajnzylber, P. y López, J.H. (2007), son dos ejemplos recientes y proveen una amplia revisión de la literatura.

1. REMESAS FAMILIARES Y MACROECONOMÍA

La mayor integración de las economías de los países vuelve cada vez más relevante la distinción en el análisis económico entre bienes y servicios transables y no transables³. Bienes no transables son aquellos que no están sujetos al comercio internacional, consecuentemente la oferta y demanda nacionales están en equilibrio y los precios internos pueden ser distintos de los precios internacionales. Entre los múltiples ejemplos de bienes y servicios no transables se encuentran: los bienes raíces, servicios profesionales, servicios de cuidado personal, etc. Los altos costos de transporte respecto al valor total del bien, y el grado de proteccionismo comercial son los principales factores que determinan la característica no transable de los bienes⁴.

Las implicaciones más importantes de la presencia de los bienes no transables en el análisis económico es que, ante los cambios en la estructura de la balanza comercial, la organización interna de la producción entre bienes transables y no transables de la economía tiende a modificarse. Cambios en la producción involucran desplazamientos de los insumos (trabajo y capital) entre ambos sectores.



Por ejemplo, supongamos que un país experimenta un cambio importante en su riqueza originada en el descubrimiento de recursos naturales o en el alza de los precios de su principal producto de exportación. La mayor riqueza de la nación llevará de modo natural a una expansión de la demanda agregada, y por lo tanto aumentará el consumo, tanto de bienes y servicios transables como no transables. Como consecuencia del aumento en la demanda, la producción de bienes no transables se incrementa y retira recursos del sector transable; mientras que la mayor demanda de bienes transables se satisface a través de importaciones. En la medida que sube el precio relativo de los no transables se provoca una apreciación real de la moneda nacional. A este evento se le conoce en la literatura económica como el “mal holandés” (Dutch disease) y ha sido asociado principalmente con el descubrimiento de recursos naturales, o con un aumento importante en el precio de las exportaciones de bienes primarios. Aunque también se le puede relacionar con un ingreso masivo de recursos del exterior, procedente de ayuda oficial o remesas familiares.⁵

Si las autoridades del país no intervienen, los ingresos de capital llevarán a una apreciación de la tasa de cambio real, con las respectivas consecuencias negativas en la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos. La compra de la moneda extranjera ofrecida por los agentes a cambio de la moneda nacional, representa una intervención típica de la autoridad monetaria. Con ello se neutraliza el efecto del ingreso de capital en la tasa de cambio real; sin

embargo, la mayor oferta monetaria interna puede generar inflación, con el resultado que la tasa de cambio real siempre se apreciaría. Para prevenir la inflación, se requiere retirar el exceso de liquidez de la economía; esta esterilización se lleva a cabo cuando el Banco Central interviene en el mercado vendiendo títulos valores. Para colocar la oferta masiva de estos títulos es preciso que las tasas de interés tengan que subir para absorber el exceso de liquidez, con ello, contrario al objetivo de las autoridades se reduce la inversión productiva e induce a nuevos ingresos de capital atraídos por la mayor rentabilidad de los títulos.

En el caso de las reservas, algunos estudios empíricos han demostrado que al duplicarse las mismas, alrededor de la mitad de la apreciación de la tasa de cambio que se genera es de carácter transitorio y la diferencia es de naturaleza permanente⁶. Este resultado es significativo desde el punto de vista de política económica porque refleja un margen de maniobra importante para reducir el impacto negativo de la apreciación del tipo de cambio en el sector exportador y maximizar el beneficio de las remesas.



3 El papel de los bienes transables y no transables en la economía se comenzó a considerar en los trabajos pioneros de finales de los años cincuenta y principios de los años sesenta, por ejemplo, Corden M. (1960).

4 Sachs y Larraín (1993) presenta una discusión amplia sobre el tema de bienes transables y no transables.

5 Corden (1984) reseña la literatura a principios de los ochenta. En el caso de mayores flujos de ayuda externa, Adam, C.S. y D. L. Bevan (2003) aplicando un modelo de equilibrio general, encontraron un efecto de mal holandés en Uganda.

6 Fajnzylber, P. y López, J.H. (2007) reporta, en una muestra de países latinoamericanos, que al duplicarse las remesas el rango de apreciación de la tasa de cambio oscila entre 3% y 24%.

2. REMESAS FAMILIARES Y OTRAS ENTRADAS DE CAPITAL EN HONDURAS

La salida de hondureños en un mayor número creció después del Huracán Mitch, que devastó el país a finales de 1998. Esta emigración se dirigió particularmente hacia los Estados Unidos de América (EUA)⁷, bastante más tarde que las migraciones de otros países de la región. En 1998, los EUA ofrecieron el Estatus de Protección Temporal (TPS, por sus siglas en inglés) a 105,000 hondureños, lo que facilitó la búsqueda de empleo legal a estas personas. Como resultado, el envío de remesas se ha intensificado desde finales de los noventa y se ha visto favorecido por la reducción del costo de envío por medio de los canales oficiales, como consecuencia la mayor competencia.

Las remesas crecientes han sustentado el incremento en el ingreso disponible de los hondureños, lo que se refleja en los mayores gastos de consumo, especialmente de consumo privado. Entre los años 1978 y 1999, los gastos de consumo privado y público crecieron anualmente en términos reales en un promedio de 2.8% y 1.0%, respectivamente, y pasaron a crecer aceleradamente en el período 2000-2005 con tasas para ambas variables de 4.9% y 4.0% (ver Gráfico 2).

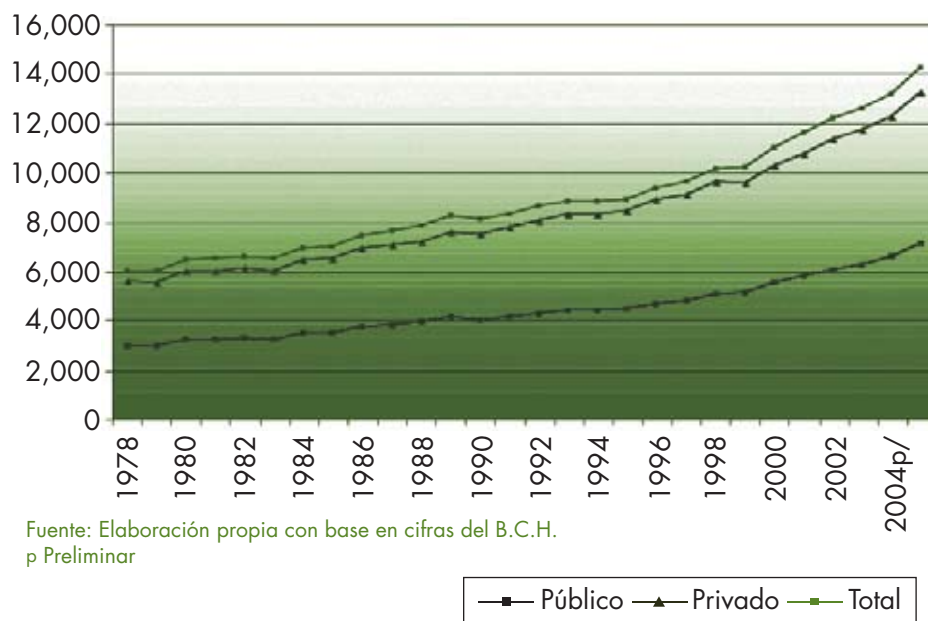
Adicionalmente, en los próximos años se tiene previsto que continuarán ingresando a la economía de Honduras montos mayores de recursos provenientes de: i) Donaciones oficiales, particularmente de la Cuenta del Desafío del Milenio de los EUA⁸; e ii) incrementos de inversión extranjera y exportaciones, como resultado de la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio entre Centroamérica y los Estados Unidos (DR-CAFTA)⁹.

Adicionalmente, en el caso de Honduras, es relevante mencionar los importantes recursos de la condonación de la deuda externa, obtenidos al alcanzarse el Punto de Culminación de la Iniciativa HIPC, en abril 2005. Estos fondos no representan entradas de capital, sino recursos para financiar proyectos de la Estrategia de Reducción de la Pobreza (ERP), que de otra forma se tendrían que destinar al servicio de la deuda pública externa, bilateral y multilateral. Por lo tanto, estos recursos viabilizan el financiamiento de un mayor número de proyectos del sector público y aumentan la demanda agregada de bienes y servicios transables y no transables, cuya proporción depende de la naturaleza de cada proyecto.



Gráfico 2

Honduras: Gastos dedicados al PIB, 1978-2005^p
En millones de lempiras constantes de 1978



⁷ Según la encuesta semestral del BCH, realizada en el mes de agosto de 2006, el 93.6% de los hondureños que visitaron el país residían en EUA.

⁸ El Programa consiste en un total de US\$215 millones, que incluyen: US\$ 72.2 millones para proyectos de desarrollo rural y US\$ 125.7 para proyectos de transporte. (Ver <http://www.mcahonduras.hn>).

⁹ El Tratado ha generado expectativas para el crecimiento de la inversión y exportaciones en sectores económicos claves como el textil y de prendas de vestir, el electrónico y la agricultura no tradicional.

3. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

La política monetaria del Banco Central de Honduras, reflejada en el Programa Monetario, ha tenido como principal objetivo salvaguardar la estabilidad de precios. En los últimos años los precios internos se han mantenido relativamente estables, a pesar de los altos precios de los derivados del petróleo en el mercado internacional. Los principales instrumentos de política monetaria del BCH son, en orden de importancia, las Operaciones de Mercado Abierto

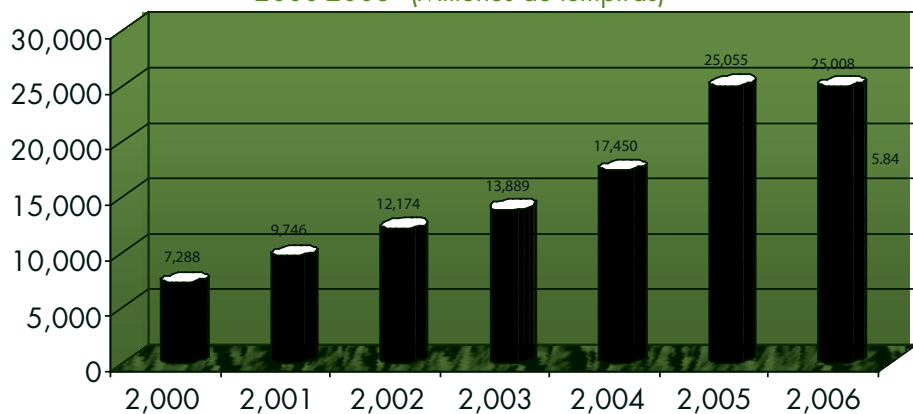
(OMA) y el manejo del encaje legal sobre los depósitos. La esterilización de los excedentes de liquidez efectuada por las OMA, se realiza mediante subastas periódicas de Certificados de Absorción denominados en moneda nacional (CAMS) y, en menor medida, a través de la subasta de bonos gubernamentales en poder del BCH. En mayo 2005, el Directorio del BCH introdujo un plan de modernización de la política monetaria orientado a separar, por una parte, las

operaciones para la gestión de la liquidez de corto plazo del sistema financiero, y por otra, la liquidez de mediano plazo.¹⁰ A diciembre 2006, el saldo de las colocaciones de valores por el BCH ascendió a L 25,008.0 millones (Gráfico 3), de este monto el 62% estaba en poder del sistema financiero.

Por su parte, durante los años 2000-2006, el rendimiento promedio ponderado de los CAMS, al 31 de diciembre de cada año, alcanzó un máximo de 12.27% en 2001, y bajó a 5.84% en 2006 (Gráfico 4). El resultado neto de los menores rendimientos de los CAMS, asociado con los mayores ingresos de las inversiones del BCH en el extranjero, representa una pérdida operativa más pequeña para el Banco Central y por consiguiente una menor compensación por parte de la SEFIN.¹¹

Gráfico 3

Honduras: Saldo de los Certificados de Absorción Monetaria 2000-2006^P (Millones de lempiras)^a



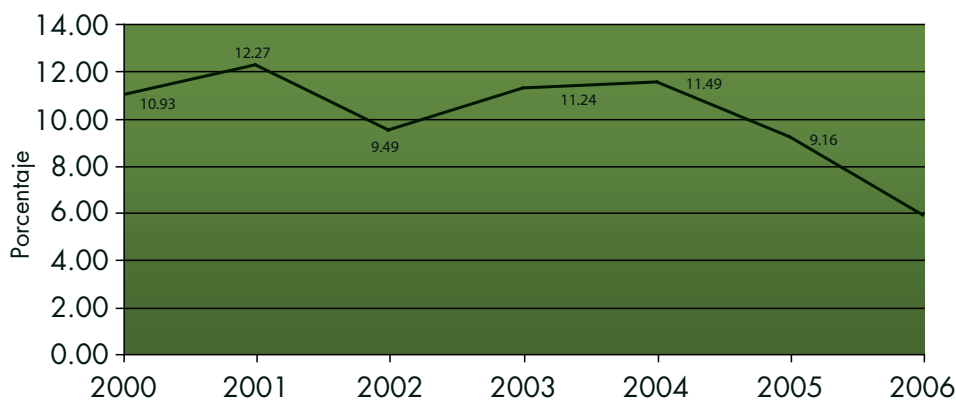
Fuente: Elaboración propia con base en datos del B.C.H.

^P Preliminar

^a Incluye CADD y CAM

Gráfico 4

Honduras: Rendimiento Promedio Ponderado de los CAM^P



Fuente: Elaboración propia con base en datos del B.C.H.

^P Preliminar



¹⁰ Detalles en BCH (2005) y BCH (2006).

¹¹ Uno de los principales objetivos de las Reformas de agosto de 2004 a la Ley del Banco Central de Honduras fue mantener intacto el capital del BCH, al comprometerse la SEFIN a compensar las pérdidas operativas acumuladas al 2003 y las pérdidas que ocurriesen en el futuro.

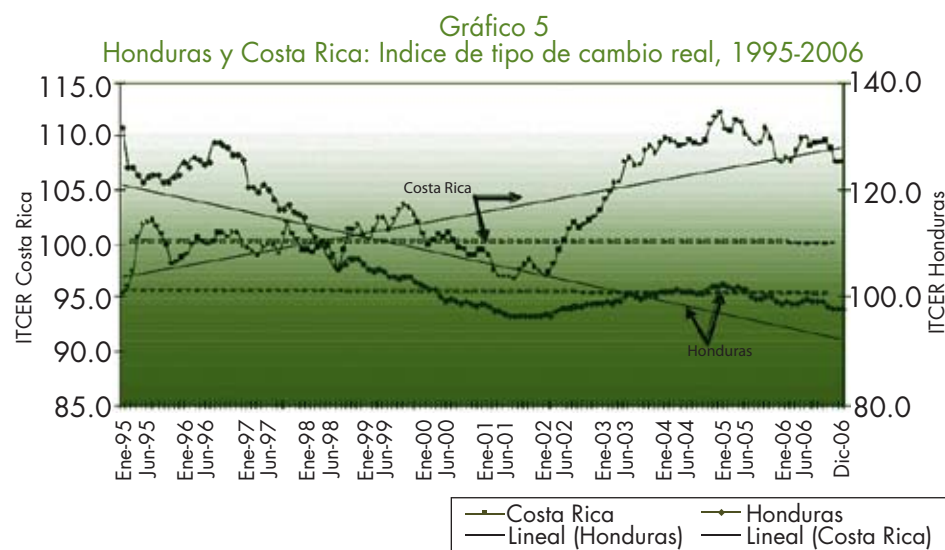
Si bien el encaje legal sobre los depósitos en moneda nacional y extranjera se ha mantenido en 12%, los depósitos en moneda extranjera tienen un requerimiento de encaje adicional que a finales del 2004 alcanzó hasta 40%. Sin embargo, desde 2005, las autoridades monetarias buscan una mayor congruencia de la normativa nacional de encaje legal con la vigente en el resto de los países centroamericanos. En noviembre 2005, el Directorio del BCH suspendió la medida temporal del requerimiento adicional de 2% de las obligaciones encajables del sistema financiero nacional. Adicionalmente, en diciembre 2005 se aprobó la

reducción en 8 puntos porcentuales del requisito adicional para los depósitos en moneda extranjera. De acuerdo con el Programa Monetario 2006-2007, las autoridades del BCH contemplan continuar con la política de reducción gradual del requerimiento adicional, a enero 2007 éste era de 24 por ciento.

En materia de política cambiaria, el BCH utiliza, desde junio de 1994, el Sistema de Adjudicación Pública de Divisas (SAPDI) como el instrumento de determinación del tipo de cambio nominal y de asignación de divisas que demandan los agentes económicos. Bajo este sistema, el precio base

de la divisa se ajusta cada cinco subastas, como resultado del comportamiento esperado del diferencial de la tasa de inflación interna frente a la de los principales socios comerciales, además, de la evolución de los respectivos tipos de cambio en relación con el dólar estadounidense y, a partir de mayo 2005, el diferencial entre la meta programada y el saldo real efectivo de las reservas internacionales del BCH. En los últimos cuatro años, el promedio anual del tipo de cambio de venta del lempira, se depreció en 3.8%, inferior al deslizamiento observado entre 1999 y 2002 (5.2%). En 2005 el deslizamiento interanual fue únicamente de 1.5% (BCH 2006), y en 2006 no hubo movimiento.

Sin duda, la política monetaria y cambiaria del BCH ha permitido una mayor estabilidad del tipo de cambio. Sin embargo, como lo ilustra el Gráfico 5, otro resultado de las mismas es la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real. Contrastan estas medidas, por ejemplo, con las políticas más flexibles del Banco Central de Costa Rica, que resultan en un tipo de cambio real más inestable, pero con una tendencia muy clara hacia una depreciación, que mantiene las condiciones de competitividad del sector exportador costarricense.



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Consejo Monetario Centroamericano.
Nota: Valores sobre (bajo) 100 significan una depreciación (apreciación) real de la moneda.

4. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES DE POLÍTICA

Sin duda las remesas familiares seguirán teniendo un impacto positivo en la economía de Honduras. Mejorarán el ingreso y las condiciones de vida de miles de hogares pobres y fortalecerán la balanza de pagos del país, como una fuente estable de moneda extranjera. Sin embargo, como se discutió anteriormente, también pueden contribuir a una apreciación real del lempira y a desestimular la producción exportable¹². En línea con lo

señalado por el FMI (2006), en el largo plazo esta apreciación puede ser inevitable y crear problemas en la industria de ensamble liviano (maquila), turismo y agricultura; sectores que juegan un papel importante en el crecimiento económico y la generación de empleo. A continuación se señalan algunas consideraciones que pueden ayudar a ir precisando las políticas necesarias para maximizar el beneficio de las remesas que envían

los hondureños que residen en el exterior.

A. Costo del envío y uso de las remesas
Un alto porcentaje de las remesas familiares se gasta en consumo. Según el BID/FMI (2003), el 77% de las personas beneficiadas destinan las remesas al financiamiento de gastos diarios, 10% invierten en educación, 4% ahorra y 4% invierte en negocios¹³. Por lo tanto, deben realizarse

12 FMI (2005) y Cáceres y Saca (2006) presentan evidencia que, en el caso de El Salvador, las remesas han provocado el mal holandés.

esfuerzos para promover los instrumentos de ahorro y reducir el costo de transferir las remesas y producir servicios financieros para canalizar las mismas en usos productivos. Se menciona en la literatura, la conveniencia de establecer programas de cooperación entre los gobiernos de los países de donde proceden y hacia donde se dirigen las remesas para promover el acceso de los emigrantes a los servicios financieros de ambos países¹⁴. Asimismo, puede considerarse flexibilizar las restricciones para la apertura de agencias y sucursales para atender la demanda de servicios de transferencias. Es importante mantener vigentes y fortalecer las medidas de supervisión para evitar el uso criminal de los canales oficiales de envío de remesas.



Finalmente, en línea con el planteamiento de Fajnzylber, P. y López, J. H. (2007), hay que considerar que detrás de los beneficios de las remesas, también está el mensaje de que las mismas no son un sustituto de las políticas correctas y que están asociadas con costos para las familias y el país. Por ejemplo, Jim Clifton, Presidente de Cid Gallup, señalaba recientemente que el 53% de la población hondureña se siente insegura y 14% piensa emigrar. Por cada 100 personas que emigran, 15 son profesionales y 33 trabajadores especializados (La Tribuna, 2007). Este es un mensaje muy claro para los dirigentes hondureños.

B. Política monetaria y política de gasto

público

Es importante considerar la coordinación de la política monetaria y fiscal para evitar causar un círculo vicioso de esterilización, altas tasas de interés y mayores entradas de capital, que pondrán presión adicional en el tipo de cambio real y representarán mayores pérdidas operativas del BCH. La combinación de política monetaria y cambiaria ha permitido una mayor estabilidad del tipo de cambio. No obstante, para evitar la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real del Lempira, podría evaluarse la posibilidad de flexibilizar la política.

En una economía como la hondureña, que en los últimos años ha logrado diversificar la base exportadora, una caída de la producción exportable resultará en una reducción del crecimiento económico. Este sector ha sido un generador importante de capital humano y por lo tanto el país puede reducir su potencial de crecimiento en el largo plazo. Así, las decisiones de política económica deben ayudar a la economía a adaptarse a estos efectos protegiendo a los sectores económicos vulnerables.

Algunos estudios que aplicaron la metodología de la Contabilidad del Crecimiento, al caso de Honduras, encontraron que en los últimos años, la acumulación de capital y el trabajo han sido la fuente principal del crecimiento económico; por su parte, la contribución de la productividad total de los factores fue prácticamente nula. En otras palabras, la acumulación de los factores no fue acompañada de una mayor productividad total, ver Juan Ramón (1999) y Núñez Sandoval (2004). En este sentido, en el caso de los recursos de la ayuda externa y de los gastos de la ERP, aun cuando aumenten la demanda agregada y se presione hacia el alza a los precios internos, no se presentarán mayores problemas cuando los gastos fortalezcan la productividad del país, y se financien proyectos de infraestructura, educación, salud, y sanidad pública.

Así, lo importante es convertir esta ayuda en un catalizador para fomentar la inversión privada y la productividad.

En la literatura se señala el caso de Indonesia que convirtió una porción importante de los ingresos extraordinarios del petróleo en educación. Asimismo, durante esos años se evitaron los peores impactos del mal holandés al devaluar periódicamente la tasa de cambio nominal.

C. Fomento de la competitividad

En términos del aumento en la productividad que podría generarse de una mayor inversión pública, corresponde favorecer a las familias de menores ingresos especialmente en el área rural. Por lo tanto, debe ponerse una atención especial a los efectos distributivos de los programas de inversión pública. En el caso de Indonesia se argumenta que un gran porcentaje de la inversión pública se dirigió al área rural, lo que fomentó la productividad del sector agrícola y contribuyó directamente a una reducción importante de la incidencia de la pobreza.

Finalmente, la mayor inversión extranjera directa fomenta la transferencia de tecnología, las exportaciones y el crecimiento económico. Hay que identificar medidas concretas que contribuyan al funcionamiento más eficiente de los mercados y promuevan la competitividad. En este sentido, las autoridades hondureñas tienen el reto de mantener la estabilidad macroeconómica y tomar en consideración: i) que las reglas del juego y el marco legal son inapropiados o débiles para promover la inversión en ciertos sectores, por ejemplo: forestal, minería, energía y telecomunicaciones; ii) el problema de la inseguridad jurídica y ciudadana, la transparencia y el combate a la corrupción; y iii) las deficiencias en el sector educación, particularmente en educación primaria, vocacional y técnica.

13 Por su parte, el BCH (2006a) reporta que el 88.4% de las personas beneficiadas con las remesas financian prioritariamente gastos diarios.

14 Hay que reconocer que como lo señala Raudales (2006), por su naturaleza privada, las remesas ofrecen poco espacio para la política económica.

BIBLIOGRAFÍA

Adam, C.S. y D.L. Bevan (2003):

"Aid Public Expenditure and Dutch Disease," CSAE Working Paper No. 184, (Berkeley California: Centre for the Studies of African Economies).

Banco Central de Honduras (2005):

Memoria Anual. Tegucigalpa.

Banco Central de Honduras (2006):

"Evolución de los Indicadores seleccionados del Sector Monetario y Financiero, 2000-2005". Tegucigalpa.

Banco Central de Honduras (2006a):

"Remesas familiares enviadas por hondureños residentes en el exterior y gastos efectuados en el país durante sus visitas". Tegucigalpa, MDC, septiembre.

Banco Interamericano de Desarrollo/Fondo Multilateral de inversiones y PEW Hispanic Center (2003):

"Receptores de Remesas en Centroamerica". Guatemala, septiembre.

Banco Mundial (2006):

"Global Economic Prospects. Economics Implications of Remittances and Migration". Washington, DC.

Cáceres, L. R. y N. Saca (2006):

"What Do Remittances Do? Analyzing the Private Remittance transmission Mechanism in El Salvador". IMF Working Paper. W/P/ 06/250. Washington, DC, noviembre.

Corden, W.M. (1960):

"The Geometric Representation of Policies to Attain Internal and External Balance," *Review of Economic Studies* 28, October 1960, pp. 1-22. Reprinted in R. Cooper (ed.), *International Finance* (Penguin Modern Economics Readings, 1969).

Corden, M. W. (1984):

"Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation", *Oxford Economics Papers*, noviembre.

Cuenta del Desafío del Milenio:

Ver <http://www.mcahonduras.hn>.

Fajnzylber, P. y López, J.H. (2007):

"Close to Home: The Development Impact of Remittances in Latin America." Conference Edition. Washington, DC, enero.

Fondo Monetario Internacional (2005):

El Salvador Selected Issues-Background Notes. Washington, DC, agosto.

Fondo Monetario Internacional (2006):

Honduras Article IV Consultation. Washington, DC, enero.

Juan Ramon, H. (1999):

"Honduras Growth Performance During 1970-97", IMF Policy Discussion Paper, enero.

Koelchlin V. y G. León. (2006):

"International Remittances and Income Inequality: An Empirical Investigation", IDB Working Paper # 571, octubre.

La Tribuna (2007):

"Drenaje de Talento", Editorial, Tegucigalpa, 26 de enero.

Núñez Sandoval, O. (2004):

"Las Fuentes del Crecimiento Económico de Honduras: Lecciones y Retos". Trabajo presentado en el Foro: Perspectivas del Desarrollo de Honduras en el Siglo XXI, Colegio Hondureño de Economistas. Tegucigalpa, octubre.

Prati, A., R. Sahay y T. Tresse (2003):

"Is There a Case for Sterilizing Foreign Aid Inflows?" IMF, Research Workshop, octubre, 23-24.

Raudales, J. (2006):

"Las Remesas: Algunos Apuntes Sobre su Impacto en la Economía Hondureña". Colegio Hondureño de Economistas, Revista del Economista, febrero.

Sachs J. y F. Larrain (1993):

Macroeconomics in the Global Economy. Prentice Hall Inc. New York.