

Deuda externa, crisis y crecimiento en México

Talina Contreras Dávila*

Introducción

En México, las posibilidades de crecimiento y desarrollo han estado asociadas directamente a la deuda externa.

El presente trabajo, tiene como objetivo hacer un análisis del endeudamiento externo y su relación con el crecimiento económico en México a partir de la década de los ochenta, en la cual se presentó la crisis de la deuda y se iniciaron las políticas económicas neoliberales como alternativa.

Se parte de la hipótesis de que el financiamiento externo ha llevado a una disminución del crecimiento económico.

En principio, se hacen algunos comentarios sobre flujos financieros y crecimiento económico, considerando que dichos flujos, y en particular la Inversión Extranjera Directa (IED), forman parte de los pasivos del país. Posteriormente, se presenta un esquema sobre la crisis de deuda en los ochenta y las políticas económicas neoliberales adoptadas y llevadas a cabo hasta la fecha. Finalmente, se presenta gráficamente la correlación entre intereses pagados al exterior y exportaciones y entre tasas de crecimiento del PIB y deuda externa como porcentaje del PIB para concluir que parte de las divisas obtenidas por exportaciones se destina al pago de la deuda y que el financiamiento externo ha tenido efectos negativos sobre el crecimiento económico.

Flujos financieros y crecimiento económico en México: consideraciones generales.

Las economías en desarrollo siguen privilegiando la posición de las fuentes privadas de financiamiento y dentro de ellas, a los flujos de inversión extranjera directa y de cartera.

Esta realidad plantea toda una serie de ventajas, retos y problemas para los países en desarrollo, y en particular para México, empezando por determinar qué tipo de beneficios se esperan al atraer los flujos financieros, cuáles son sus efectos posibles a corto y largo plazos y qué acciones de política económica se

* Candidata a doctor en Economía Internacional y Desarrollo por la Universidad Complutense de Madrid.

deben adoptar para crear las condiciones adecuadas que absorban el volumen y el tipo de recursos que se requieren para financiar el proceso económico.

Distintas corrientes teóricas muestran un interesante debate en torno al efecto que tiene el sistema financiero sobre el crecimiento económico. Los trabajos sobre el tema, tales como los de Mckinnon,¹ describen el proceso de innovación financiera como dinámico, en donde la evolución de la estructura financiera influye y es influida por el desarrollo del sector real de la economía. Sugieren que existe una estrecha relación, aunque imperfecta, entre la eficiencia con la que funcionan los mercados de capital y el grado de desarrollo económico que se logra, ya que los mercados ofrecen una serie de servicios que impactan positivamente al crecimiento económico. La magnitud y liquidez del mercado son aspectos importantes que determinan su influencia sobre el crecimiento, en la medida en que permiten la colocación de nuevas emisiones y facilitan el financiamiento de proyectos a largo plazo.

Para el caso de México, sin duda, el financiamiento externo puede traer efectos positivos para la economía, dada la falta de ahorro interno suficiente para la inversión, sin embargo, el país ha experimentado en varias ocasiones reducciones del PIB. Los resultados pueden ser negativos porque los flujos ejercen presiones inflacionarias, tienden a apreciar el tipo de cambio real y provocan el deterioro de la balanza de cuenta corriente. En este sentido, las autoridades gubernamentales se ven obligadas a diseñar políticas de control para disminuir los posibles efectos negativos que pudieran generarse, tales políticas e instrumentos no están libres de conflicto ya que pueden plantear disyuntivas en cuanto a la consecución de objetivos de equilibrio interno y de equilibrio externo.

Dentro del financiamiento externo, la inversión de cartera puede tener beneficios al financiar inversiones productivas del sector privado o gasto público, además, puede incrementarse la liquidez y madurez de los mercados financieros locales, siendo el resultado final la reducción general de los costos de financiamiento, que beneficia a la economía en su conjunto. Las grandes empresas se ven particularmente beneficiadas por este entorno, ya que les permite un proceso de capitalización mayor. Sin embargo, existe toda una serie de efectos reales y potenciales que conviene tener presentes, particularmente aquellos relacionados con los costos y las consecuencias que la volatilidad puede presentar.

¹ Mckinnon, Ronald, *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C., 1973.

Por otra parte, la Inversión Extranjera Directa (IED) juega un papel de creciente importancia tanto por el volumen de recursos que se manejan, como por el impacto que tienen sobre las estructuras productivas y la balanza de pagos del país.

Con el objetivo de atraer IED, México ha llevado a cabo políticas de apertura comercial que forman parte de los procesos de ajuste para crear un ambiente de condiciones macroeconómicas estables. Esta apertura comercial ha desempeñado un papel fundamental, ya que ha creado un entorno favorable para la inversión, debido a la serie de beneficios que representa en términos de producción y consumo. Sin embargo, se requieren además reformas que garanticen un cierto grado de desempeño económico y la existencia de ventajas comparativas o diferenciales en productividad.

Si bien la existencia de mano de obra barata y la abundancia de recursos naturales en el país siguen siendo importantes para cierto tipo de IED, en la actualidad, los avances tecnológicos y la creciente competitividad que enfrentan muchas industrias las ha obligado a intensificar su uso de capital y de mano de obra altamente capacitada y competitiva. Esto implica además que los proveedores locales de bienes intermedios deben reunir los criterios de calidad y competitividad internacional.

La IED es especialmente atractiva para México a diferencia de otro tipo de flujos financieros porque con frecuencia se asocia a la transferencia de tecnologías que tienden a elevar los niveles de productividad. Además, permite la entrada a los mercados internacionales, por lo que genera ingresos por exportaciones y eleva los niveles de producción y empleo. Sin embargo, esta inversión se ha asociado a la importación de tecnología e insumos para el proceso productivo, lo que tiende a disminuir el impacto favorable sobre la balanza de pagos, a la vez que profundiza la dependencia del exterior.

El impacto real que finalmente tendrán los flujos financieros internacionales, dependerá en gran medida del grado de integración que logren con las estructuras productivas del país, por lo que el objetivo debería ser involucrar más a los actores económicos locales a la par de generar estructuras productivas menos dependientes de tecnologías y de capital extranjero.

Deuda externa, crisis y neoliberalismo

El auge petrolero estuvo asociado a una vulnerabilidad real y financiera que contribuyó a la crisis de 1982. En agosto de ese año se presentaron problemas en el servicio de la deuda externa y México anunció una moratoria en sus amortizaciones de capital.

La crisis obedeció a los precios del petróleo en los mercados internacionales, al comportamiento de las tasas de interés en los países desarrollados y a los cambios en la estructura y en el servicio de la deuda externa.

A partir de 1981 se produjo la primera caída de los precios del petróleo, lo que provocó no sólo un descenso del volumen y el valor de las exportaciones, sino también un impacto en las percepciones nacionales sobre el petróleo. Esto tuvo un efecto directo sobre el endeudamiento externo a través del aumento de déficit en cuenta corriente y de la sobrevaluación del peso.

En lo que se refiere a los cambios en la estructura de la deuda, se revela una creciente participación de los bancos privados en el financiamiento de la deuda externa, plazos de amortización más cortos y a mayores tipos de interés reales y un aumento de la proporción de la deuda del sector privado en el total. Todo esto se tradujo en un aumento del servicio de la deuda en relación con las exportaciones de bienes y servicios.

Cuadro 1
Relación entre los intereses totales pagados y las exportaciones de bienes y servicios 1980-1984 (Porcentajes)

1980	1981	1982	1983	1984
23.1	28.7	39.9	36.7	36.5

Fuente: García Menéndez, 1989.

Ante la situación económica imperante a fines de 1982, la administración que tomó posesión en diciembre de ese año, definió como objetivos principales de su política económica en el mediano plazo, reducir la inflación y fortalecer la balanza de pagos.

El gobierno mexicano buscaba alcanzar estos objetivos a través de un programa de ajuste económico para el período 1983-1985.

Como apoyo a dicho programa, la nueva administración ratificó la solicitud dirigida al Fondo Monetario Internacional para obtener el apoyo de este organismo mediante un acuerdo de facilidad ampliada. Los principales aspectos del programa de ajuste eran la alteración radical de la estructura de precios relativos y la eliminación progresiva del intervencionismo estatal ineficiente en la producción y el comercio exterior. Esto suponía un papel importante del mercado y del sector privado, así como una inducción de crecimiento liderado por las exportaciones. Para tales propósitos, la reducción del déficit del sector

público se identificaría como el elemento clave de esta política económica, a fin de reforzar la posición externa y limitar el crecimiento de los precios y el endeudamiento externo. En este proceso, la política monetaria sería instrumento de acuerdo con las restricciones impuestas por los objetivos de reducir la inflación y el desequilibrio externo.

En materia crediticia, el objetivo fundamental fue mantener la actividad productiva buscando al mismo tiempo que el sector privado recibiera una proporción creciente del ahorro interno. Con el fin de respaldar estas políticas, se adoptaron las medidas necesarias en materia de tasas de interés para estimular el ahorro y la intermediación financiera. Por otra parte, la política cambiaria se manejó de manera flexible, procurando mantener un nivel adecuado de competitividad de las exportaciones.

Esta política económica se acompañó de una ampliación de la deuda que poco a poco condujo a la estimulación de cualquier actividad económica capaz de generar divisas, sin mediar ningún balance acerca de su contribución a un desarrollo autosustentado y soberano. Así, las industrias de maquila y el ingreso de capitales del exterior fueron los ejes que permitieron hacer frente a los compromisos internacionales y que, a la vez, contribuyeron a profundizar la dependencia rompiendo las cadenas productivas internas y sometiendo las decisiones de política económica al arbitraje de los prestamistas extranjeros.

Los excesivos niveles de endeudamiento determinaron un estrechamiento de los márgenes de definición de las estrategias de desarrollo obligando a privilegiar los resultados inmediatos que permitían disponer de los dólares necesarios para hacer frente a la deuda externa y a las importaciones indiscriminadas que siguieron a la apertura comercial. Así, buena parte de la planta productiva se transformó hacia las actividades de maquila, netamente exportadoras² para la captación en divisas, impulsadas tanto por las líneas generales de la reestructuración mundial de los procesos de producción como por la reorientación de la política económica y la insistencia en mantener la ortodoxia fondomonetarista y el control de la inflación como objetivo prioritario.

Las inversiones extranjeras llegadas en el período de ajuste, no se dirigieron tanto a la creación de nuevas unidades productivas sino que su interés principal fue la adquisición de activos de la industria privada o de las áreas

² La carta de intención del gobierno mexicano al FMI así lo manifiesta: "El principal motor de crecimiento durante 1999 serán las exportaciones no petroleras", José Angel Gurría, Carta a Michel Camdessus, 15 de junio de 1999.

privatizadas. Por otra parte, la lógica de la maquiladora implicó la importación de la mayor parte de los insumos para ser ensamblados o empacados en los primeros tiempos de esta industria y posteriormente ser objeto de procesos de transformación mucho más complejos pero sin incrementar sus relaciones con el resto de la economía.

Así, el efecto de la IED fue, sobre todo, el de permitir el cumplimiento de los compromisos internacionales de deuda y no la dinamización de la economía.

Cuadro 2

Evolución del PIB y deuda externa total desembolsada 1981-1984

Año	Evolución del PIB (Tasas de crecimiento)	Deuda externa total desembolsada (millones de dólares)
1981	8.5	72007
1982	-0.5	89862
1983	-3.5	90000
1984	3.4	95900

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

La transición presidencial a finales de 1988 no trajo ninguna modificación sustancial. México seguía siendo aclamado como un miembro ejemplar de la comunidad internacional, pero el flujo prometido de fondos no podría ser utilizado para estimular el crecimiento económico sostenido.

En 1989, el gobierno propuso a los más de 500 bancos acreedores que representaban la casi totalidad de los créditos contra México, una reducción del saldo de la deuda, equivalente al precio al que se cotizaban los papeles mexicanos en el mercado internacional. De esta manera la deuda externa pasó de 50 a 17% del PIB, y el país pudo liberar recursos que le permitieron crecer.

Otras medidas adoptadas fueron los cambios en el marco normativo de la inversión extranjera y la ampliación de la desgravación arancelaria. Con tales medidas se redujo la presión sobre las cuentas públicas, se aceleró la baja de los precios y aumentó la disponibilidad de divisas.

Se dio también una regulación programada de los aumentos de los precios de bienes y servicios líderes, una fijación de los contratos salariales en función de la inflación y una liberalización del mercado cambiario a diferentes ritmos.

La profundización de la apertura comercial continuó para evitar el desabastecimiento del mercado interno y sus consecuentes presiones inflacionarias, los precios de los bienes importados se convirtieron en el techo de los aumentos de las cotizaciones locales competitivas y se generaron incentivos para abatir los costos de producción en mejora de la productividad y la competitividad.

A partir de 1990, la apreciación cambiaria se vio reforzada por el ingreso de capitales, que ayudó a mejorar el desempeño económico de los años subsiguientes evadiendo las restricciones del bajo ahorro interno y posibilitó el manejo flexible de las políticas monetaria y fiscal, compensó el déficit externo y elevó las reservas internacionales. Sin embargo, en diciembre de 1994 se presenta nuevamente un período de crisis económica generado de manera significativa por la caída del ahorro doméstico, que en 1988 equivalía a 22% del PIB y que para 1994 era menos de 16 por ciento.

Esta escasez de ahorro doméstico hizo más vulnerable a la economía mexicana frente a los movimientos de capital extranjero.

Otro factor que desató la crisis fue la emisión de los tesobonos para mantener el flujo de recursos externos indispensable para financiar el déficit de la cuenta corriente, estos bonos eran a corto plazo y dolarizaban la deuda interna.

Por otra parte, el tipo de cambio real del peso se apreció más de lo prudente y el déficit en cuenta corriente se financió en buena parte con capital volátil y especulativo.

La crisis obligaba a tomar medidas drásticas para lograr fondos que permitieran cubrir los compromisos financieros del país, evitar que la inflación se convirtiera en hiperinflación y corregir el desequilibrio de la cuenta corriente.

Se rechazó la propuesta de que México declarara una moratoria de pagos y tampoco fue posible renegociar la deuda. Así, el gobierno pidió y obtuvo la ayuda de Estados Unidos que abrió en favor de México una línea de crédito por 20 000 millones de dólares, igualmente, las instituciones financieras internacionales y otros gobiernos abrieron créditos por otros 30 000 millones, lo que hizo un total de fondos disponibles por 50 000 millones de dólares, que sirvieron para transformar pasivos de corto plazo y alto costo por otros de mayor plazo y menor costo.

Para septiembre de 1995 se habían pagado 26 033 millones de dólares de los 29 206 de tesobonos en circulación y se cancelaron otros 8 000 millones de otras obligaciones. Al año siguiente se pagó el resto de los tesobonos y se

liquidó totalmente con anticipación a los plazos convenidos en el préstamo que hizo Estados Unidos. Con esto se restableció el crédito del país y se solucionó el problema de liquidez ante sus compromisos financieros.

Un aspecto interesante es que a sólo pocos meses después del estallido de la crisis, el gobierno mexicano recuperó el acceso a los mercados internacionales de crédito y las entradas de capital privado aumentaron rápidamente.

Después de una vertiginosa caída de la actividad económica, la economía mexicana experimentó una recuperación donde el puntal fue la expansión de las exportaciones. Durante el año 1998 el PIB creció 4.9%, en un entorno de progresiva estabilidad financiera y de inflación a la baja, la reactivación de la demanda interna y el dinamismo de las exportaciones propiciaron el aumento del empleo, aunque los salarios reales continuaron en situación deprimida.

Las expectativas favorables de los inversionistas extranjeros sobre la evolución económica del país, así como los elevados rendimientos de los mercados financieros nacionales en un marco de estabilidad del tipo de cambio determinaron una fuerte entrada de inversión extranjera directa.

Cuadro 3
Inversión extranjera directa en México
(1994-2006) millones de dólares

1994	15 064.6
1995	9 654.5
1996	9 988.2
1997	14 226.5
1998	12 331.9
1999	13 205.5
2000	16 585.7
2001	26 775.7
2002	14 744.6
2003	10 783.4
2004	7 424.8
2005	18 772
2006	8 692

Fuente: Banco de México.

*Correspondiente a enero-junio de 2006.

Desde los años ochenta, esta entrada de capital extranjero ha modificado la estructura productiva sin propiciar la articulación de la misma, por el contra-

rio, se ha dado una desarticulación y una polarización entre cadenas productivas. Un polo conformado por grandes empresas con alta productividad, con tecnología media-alta, con fuerza de trabajo calificada, pero con bajos salarios. Otro conformado por un gran número de pequeñas y medianas empresas con baja tecnología, poca flexibilidad y bajos salarios, sin capacidad de innovar de acuerdo a las exigencias del mercado.

La capacidad exportadora no se ha correlacionado positivamente con la alta tecnología y el crecimiento de las exportaciones se acompaña de un aumento de las importaciones y de los activos fijos que se ha reflejado en la cuenta corriente y que ha contribuido a generar las crisis de 1994-1995 y 2001. El equilibrio en la balanza de pagos se ha conseguido a través del flujo de capital en cartera (como sucedió antes de la crisis de 1994-1995) y de IED (como se dio antes de la de 2001).

Las inversiones extranjeras directas y otras formas de endeudamiento externo continúan siendo parte de la política económica. No obstante, cabe destacar dos situaciones principales en cuestión de deuda. En primer lugar, han aumentado de manera importante nuevas formas de endeudamiento externo, como la llamada “deuda contingente” contratada mediante el mecanismo de Pidiregas (Proyectos de Impacto Diferido en el Gasto). En segundo lugar, se ha sustituido deuda externa por interna, lo cual no ha implicado disminución alguna en el saldo del débito total del sector público, por el contrario, la deuda interna se ha triplicado.

El esquema de Pidiregas se ha utilizado para apoyar proyectos de inversión en el sector público, fundamentalmente en la Comisión Federal de Electricidad y Pemex, ya que por su precaria situación financiera propiciada por sus altos niveles de endeudamiento y por las restricciones al gasto impuestas por las políticas de ajuste, no están en condiciones de afrontar con recursos propios sus necesidades de inversión. Se contratan entonces obras con empresas trasnacionales del sector energético, que una vez construidas son entregadas a las paraestatales para su operación. El importe de las mismas se constituye en “deuda contingente” de las empresas, la cual se supone será pagada a través la producción futura de las nuevas plantas.

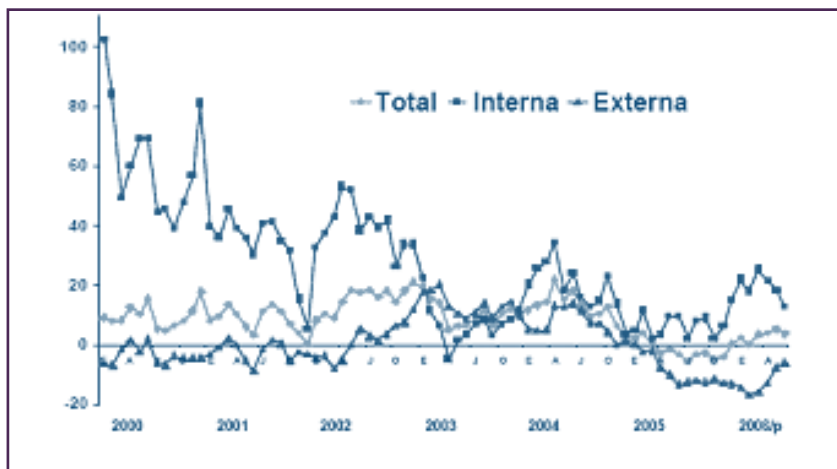
El pasivo acumulado en Pidiregas como porcentaje de la deuda pública crece de 9.5% en el 2001 a 24.1% en 2004 y actualmente representa 29.27 por ciento.

En cuanto a la conversión de deuda externa por interna, de acuerdo con el *Informe sobre la situación de las finanzas públicas*, al cierre de 2006, la deuda neta del sector público aumentó de 2 billones 318 mil 200 millones de pesos en el año 2000 a 3 billones 358 mil 223 millones de pesos. Mientras la deuda

externa disminuyó este sexenio en 22 mil 296 millones de dólares, la deuda interna del gobierno federal aumentó en 516 mil 516 millones de pesos, sin incluir los pasivos del IPAB.

Como se puede observar en la gráfica, la deuda total del gobierno federal (excluyendo pasivos no presupuestarios: IPAB, Banca de Desarrollo, rescate carretero, Pidiregas) ha crecido por el incremento de la deuda interna, ya que la deuda externa ha disminuido durante el último sexenio.

Gráfica 1
Deuda neta del Gobierno Federal
(var % anual)

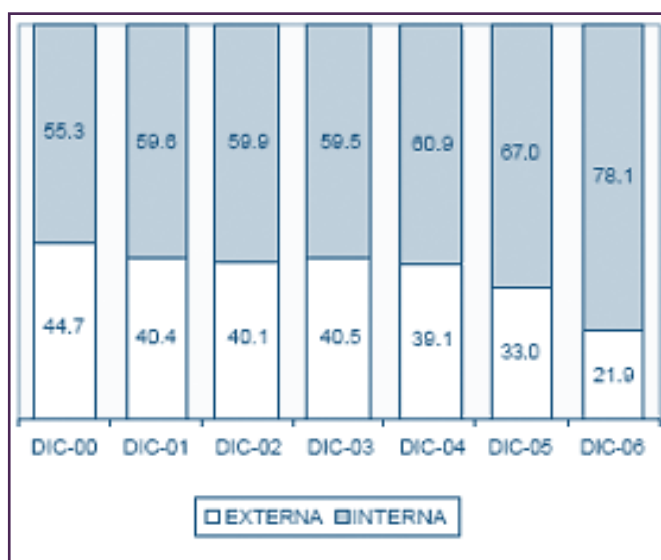


Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Si bien puede decirse que la conversión de deuda externa por interna hace menos vulnerable a la economía, ya que da margen para devaluar la moneda ante un aumento en el déficit de cuenta corriente, sin provocar un crecimiento de la deuda externa, tal incremento de la deuda interna provoca que el sector público absorba el financiamiento en el mercado nacional de deuda, disminuyendo el crédito disponible para el sector privado, lo cual puede afectar el crecimiento económico. Por otra parte, si el sector público absorbe una porción importante del financiamiento nacional, debilita también el desarrollo del sistema financiero. Además, esta conversión hace posible un aumento de las tasas de interés, lo que provocaría una reducción en la inversión.

Por otro lado, el servicio de la deuda interna ha sido mayor incluso que el gasto en educación y en salud.

Gráfica 2
Composición de la deuda neta
del Gobierno Federal
(participación % en el saldo)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En cuanto al pago de intereses de la deuda externa, ha absorbido un enorme volumen de divisas. De 2001 a la fecha se han pagado más de 70 mil millones de dólares.

En el tercer trimestre de 2006, el costo financiero del sector público ascendió a 182 mil 249 millones de pesos, de ese monto, 78.8% correspondió al pago de intereses, comisiones y gastos de la deuda, que aumentaron en 1.9% real debido, principalmente, al costo asociado a los proyectos Pidiregas.

Cuadro 4

Año	Deuda externa pública (millones de dólares)	Intereses externos (millones de dólares)	PIB (tasas de crecimiento)	Exportaciones de mercancías (millones de dólares)
1985	72.080	6.655	2.2	26.757
1986	75.350	6.007	-3.1	21.804
1987	81.406	6.165	1.7	27.600
1988	81.003	6.569	1.3	30.691
1989	75.492	7.272	4.1	35.171
1990	70.843	5.980	5.2	40.711
1991	68.007	6.082	4.2	42.688
1992	68.060	5.284	3.5	46.196
1993	69.362	4.730	1.9	51.886
1994	76.889	4.938	4.5	60.882
1995	90.316	5.644	-6.2	79.542
1996	89.746	6.877	5.1	96.000
1997	79.295	6.243	6.8	110.431
1998	82.222	5.895	4.9	117.539
1999	83.398	6.593	3.9	136.362
2000	76.553	7.672	6.6	166.121
2001	76.646	7.119	-0.2	158.780
2002	75.934	6.385	0.8	161.046
2003	77.303	6.835	1.4	164.766
2004	79.563	6.788	4.4	187.999
2005	73.946	6.613	3	214.233
2006	72.894	7.183	4.7	250.292

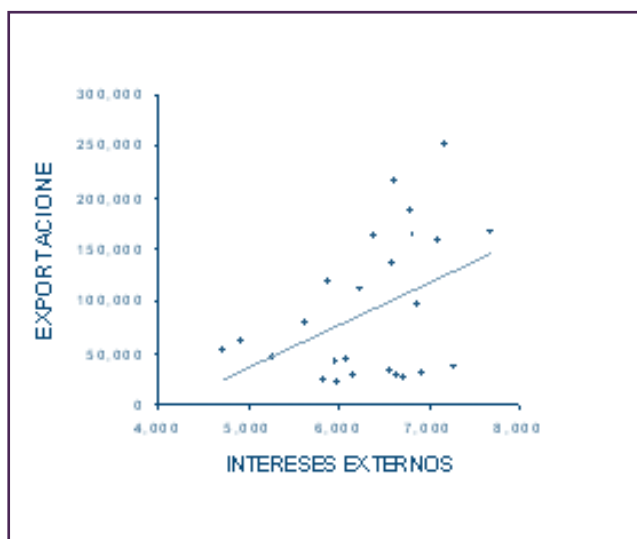
Fuente: Banco de México, Secretaría de Hacienda y Banco de Información Económica (INEGI).

Correlación entre crecimiento y deuda externa

Para estimar si el financiamiento externo ha llevado a una disminución del crecimiento económico, se presenta la correlación entre los intereses pagados al exterior y las exportaciones. Esta relación permite medir la posibilidad de que las divisas obtenidas por exportaciones sean destinadas al pago de la deuda. Por otra parte, se considera la correlación entre la deuda externa como porcentaje del PIB y las tasas de crecimiento del PIB, para observar si un aumento de la deuda genera una disminución del crecimiento.

La gráfica 3 muestra una correlación positiva entre el pago de intereses y exportaciones. A medida que aumentan las exportaciones, se pagan los intereses por deuda.

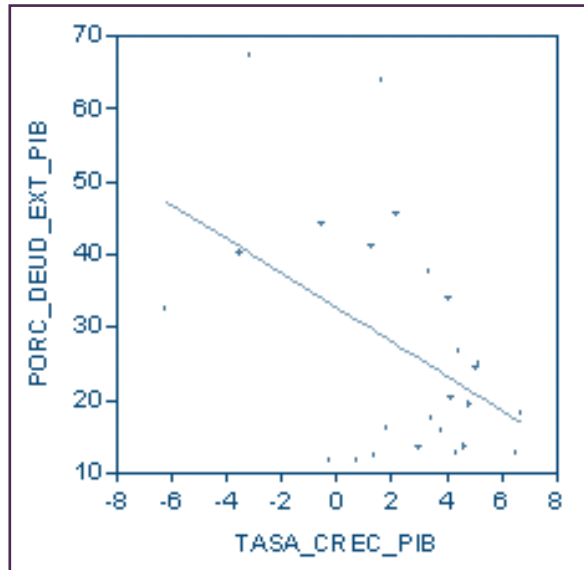
Gráfica 3
Exportaciones *vs* intereses externos 1982-2006
(millones dólares)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

Por otro lado, la gráfica 4 refleja una correlación negativa entre deuda externa sobre PIB y tasas de crecimiento del PIB, lo cual indica que el crecimiento económico se ha postergado por el comportamiento de la deuda externa, a pesar de que ésta ha sido menor en los últimos años.

Gráfica 4
Correlación entre deuda externa/PIB (%)
y tasas de crecimiento del PIB 1982-2006



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

Conclusiones

Hoy, a casi cinco lustros de que estalló la crisis de la deuda externa, el problema del sobreendeudamiento de la economía mexicana sigue vigente. Recientemente, son las nuevas modalidades de deuda y la conversión de deuda externa por interna lo que hace vulnerable a la economía mexicana.

La apertura a flujos de capital, principalmente a la inversión extranjera directa como modalidad de deuda y como vía para impulsar las exportaciones a fin de generar divisas para pagar los intereses de la misma, no se ha traducido en un crecimiento económico sostenido. Por el contrario, el crecimiento se ha visto afectado por el servicio de la deuda.

Ante el elevado nivel de deuda total, resulta necesario incrementar los ingresos presupuestarios y hacer más eficiente el gasto público, fomentando un crecimiento económico que se traduzca en una mejor calidad de vida para todos ■

Bibliografía

- Barkin, David, *Un desarrollo distorsionado: la integración de México a la economía mundial*, México, Siglo XXI.
- Banco de México, *Indicadores económicos y financieros*.
- García Menéndez y José Ramón, *Política económica y deuda externa en América Latina*, Universidad de Santiago de Compostela, 1989.
- Gurría, José Ángel (2000), Diario *La Jornada* del 11 de marzo.
- Informes sobre la situación económica y las finanzas y deuda pública*. Secretaría de Hacienda.
- Mckinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington, D.C., pp. 323-340.