

LOS ARTICULOS DEL MES:

- DONDE VA EL DÓLAR?.
(UNA ENTREVISTA CON STEPHEN MARRIS).

- DOBLE CRUZADA EN EUROPA.
J. W. MIDDENDORF.

¿DONDE VA EL DOLAR?

Desde que el Fondo Monetario Internacional decidió, en su reunión de Jamaica, dejar libre la fluctuación de las monedas, se ha producido un auténtico baile de tipos de cambio entre las principales monedas respecto al dólar. Desde comienzos de la década de los 80 hasta la actualidad, el dólar norteamericano ha seguido dos caminos opuestos: Se revalorizó de 1.980 a marzo 1.985, y desde entonces no ha cesado en su camino descendente.

Tras alcanzar el dólar sus máximos históricos durante el primer trimestre de 1.985 se inicia un proceso de constante caída, con algunos dientes de sierra, que se sigue manteniendo. Las causas son las siguientes:

1. La economía norteamericana no presentaba en 1.985 las mismas perspectivas de crecimiento que en 1.984.
2. En la reunión de septiembre de 1.985 de los Ministros de Hacienda y Gobernadores de los Bancos Centrales del Grupo de los Cinco, se acordó facilitar la apreciación de las monedas distintas al dólar, en especial el marco y el yen, para poder alcanzar unas paridades más acordes con la evolución económica de cada uno de los países.
3. La presión que provocaba el déficit público norteamericano sobre su moneda comenzó a suavizarse durante el verano de 1.985. No porque este se redujera, sino porque el Gobierno Norteamericano decidió poner fin al

mismo, de una forma gradual, para que pudiese desaparecer en 1.991.

4. La caída de los precios del petróleo durante 1.986, facilitó la depreciación del dólar con respecto al yen y al marco, puesto que tanto Japón como Alemania dependen mucho más del petróleo importado que los Estados Unidos.

Esta fuerte caída del dólar fue predicha por Stephen Marris, que durante veintisiete años fue Economista Jefe de la O.C.D.E. En 1.983 se trasladó a Washington como asesor del Institute for International Economics. Ya más libre en sus movimientos intelectuales predijo el hundimiento del dólar.

La respuesta a esta difícil incógnita de cual será la evolución del dólar vendrá determinada por variables tan difíciles de predecir como son: la evolución del déficit comercial norteamericano, los logros de la política económica restrictiva del Gobierno Norteamericano, tendente a reducir el déficit público de ese país, y el nivel de crecimiento de los principales países desarrollados.

Nos ha parecido de interés ofrecer en este primer número de "CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA", el texto de una entrevista concedida por Stephen Marris a la revista "L'Expansion" y aparecida en el número de enero/febrero de dicha publicación, coincidiendo con la edición francesa de la obra de Marris "Los déficits y el dólar: la economía mundial en peligro".

"EL DOLAR VA A CAER HASTA SU NIVEL MAS BAJO"

Entrevista a Stephen Marris realizada por Philippe Lefournier
("L'Expansion", 23 de enero/5 de febrero, págs. 18 y 19).

Philippe Lefournier.- En 1.985, usted anunció una caída del dólar, que se ha producido efectivamente... ¿prevé que vaya a seguir cayendo?.

Stephen Marris.- A finales de 1.986, los tipos reales del dólar se encontraban ¡a menos de un 1% de mi previsión!. Me equivoqué en cambio respecto a la evolución de los tipos de interés en los Estados Unidos: se ha producido a un tiempo una baja del dólar y una baja de los tipos de interés, con una reducción incluso de la diferencia entre los tipos americanos y los tipos extranjeros.

Ph. L.- El "hard landing" (aterrizaje forzoso) que usted temía no ha ocurrido finalmente. Pero sigue opinando que ya se verá lo que es bueno...

S. M.- Exactamente: yo sigo pensando que se va a producir el "hard landing". Por la sencilla razón de que los desequilibrios internos y externos de Norteamérica sólo podrán corregirse tras un periodo de varios años. El punto de partida está todavía más degradado de lo que se creía.

Ph. L.- ¿Más que en 1.979 (con Carter)?.

S. M.- Desde luego. Piense usted que, en el mes de noviembre todavía, ¡la tasa de cobertura de los intercambios americanos ha sido inferior al 50%!.

Ph. L.- ¿Y por ello el dólar ha bajado enormemente?.

S. M.- Desde su máximo a principios de 1.985, ha bajado por término medio un 29%, según el F.M.I.; y de un 20 a un 25% según la Banca Morgan, que toma en consideración las monedas de los países en vías de desarrollo. Pues bien, si se mantiene esta tónica, el déficit de la balanza por cuenta corriente norteamericana, que llegó a ser de 135.000 a 140.000 millones de dólares en 1.986, se reducirá hasta unos 110.000-120.000 millones de dólares en 1.987, y hasta unos 80.000-90.000 millones en 1.988 (estas previsiones son más optimistas que las de la O.C.D.E.), pero volvería a ser de más de 100.000 millones en 1.990. Esto supone para los Estados Unidos un endeudamiento exterior acumulado de unos 700.000 a 800.000 millones al final de la década.

Ph. L.- Son cifras colosales. Sin embargo, los capitales que superabundan, simétricamente, en Japón y Europa, ¿acaso disponen de algún otro lugar para invertirse que no sea los Estados Unidos?.

S. M.- ¡Conozco el argumento!. Es muy cierto que, cada mes, los extranjeros prestan a los Estados Unidos más de 10.000 millones de dólares, y también es cierto que están perdiendo continuamente con los tipos de cambio. Pero han ganado con la Bolsa más de lo que han perdido con el cambio.

Ph. L.- Hasta ahora...

S. M.- En efecto. La verdadera pregunta que cabe plantearse es la siguiente: ¿a qué cambio y a qué tipo de interés se mostrarían dispuestos los extranjeros a financiar los déficits americanos?. Yo me temo que estos tipos no serían compatible con el crecimiento americano. Las presiones que se re-

gistran en los mercados de cambio acabarían por desbordar los mercados financieros. Para contrarrestar la pérdida de confianza, las autoridades no tendrán elección: se verán obligadas a asestar un fuerte golpe, a establecer restricciones monetarias, y a comprimir el déficit presupuestario. Va a tratarse de una crisis de estabilización impuesta por el exterior, crisis que se conoce muy bien en Europa, pero que no se había dado nunca hasta ahora en los Estados Unidos de América.

Ph. L.- En su opinión, el alza de los tipos de interés, ¿no puede dejar de discurrir paralelamente al deslizamiento de la moneda?.

S. M.- Hemos tenido indicios de ello en abril de 1.986, y más adelante en septiembre. Para mí, es algo inevitable. Nos lo enseña la historia: en todos los episodios de baja de las monedas, el desbordamiento de los mercados de cambio se produce al final de la baja, como ocurrió con el dólar en 1.979-1.980, o en el caso de la libra esterlina. Así es la psicología de los mercados de cambio: siempre que se hunde alguna moneda, los operadores, lejos de pensar que ha tocado fondo, se ponen a revisar a la baja sus anticipaciones. Se necesitan plazos mínimos... Tuvieron que transcurrir tres años para que se creyera en el milagro Reagan, y hasta 1.984 ustedes mismos no empezaron a publicar artículos "comprensivos"...

Ph. L.- "El nuevo Nuevo Mundo"...

S. M.- ¡Se necesitarán también otros tres años para convenirse de que el milagro nunca existió!. Se ha dado una circunstancia que favoreció el bull market (despegue de la Bolsa): el hundimiento de los precios del petróleo. De tal

suerte que la inflación se redujo paralelamente a la baja del dólar: el sistema americano de precios es más sensible a los precios petrolíferos que el de otros países. La reacceleración de la inflación hasta un 3 o un 4%, que es la que se prevé en los Estados Unidos, puede no parecer catastrófica; ahora bien, en comparación con las cifras bajísimas que se esperan en Alemania y Japón, esto va a suponer un aumento del diferencial de inflación de 3 ó 4 puntos. Y esto es lo que cuenta en los mercados.

Ph. L.- ¿Cuáles son sus previsiones a la vista de estos análisis relativos al periodo 1.987-1.988?.

S. M.- Yo encuentro que las previsiones oficiales, o las de la O.C.D.E., son demasiado optimistas. Cabe la posibilidad de que se consiga evitar en los Estados Unidos una recesión clásica por la influencia que ejercerá la recuperación de comercio exterior. Pero no se conseguirá ese 3% de crecimiento que suponen la mayoría de las previsiones: será únicamente entre el 1 y el 2%. Ningún componente de la demanda interior va a ayudar en este sentido: la política presupuestaria será restrictiva por vez primera desde 1.980, a causa de la desaceleración de los gastos militares (que reducirán a su vez el PNB en un 1%); las inversiones se deprimirán por los efectos de la reforma tributaria; el consumo no podrá sino desacelerarse después del vigor que ha mostrado en 1.986, consecutivo a un endeudamiento record de los hogares americanos y una tasa de ahorro inferior al 3% de sus rentas disponibles.

Ph. L.- Lo único que podrá tirar entonces será...

S. M.- ... la recuperación de la balanza comercial, que puede llegar a representar hasta un punto del PIB. Esta es la

razón por la que yo no preveo una recesión clásica en los Estados Unidos. La inversión de la situación no por ello dejará de ser notable con respecto a la que se dió en el periodo 1.980-1.985, cuando América era la locomotora de la economía mundial. A partir de ese momento, Alemania, con ella Europa entera, y también Japón van a experimentar una doble conmoción. En primer lugar, la mejora de la balanza comercial americana puede neutralizar más de un 2% del PNB de Europa y Japón. Ahora bien, se trata de un efecto que no se ha dejado sentir todavía, a pesar de que Japón se encuentra ya al borde de la recesión. Del mismo modo, la disminución de las exportaciones por parte de Alemania puede llegar a comprometer su crecimiento. Por otra parte, las importaciones de la OPEP, que ya se han reducido en unos 50.000 millones de dólares, van a tener que recortarse todavía en otro tanto. La baja de los precios de las materias primas, estables en dólares... pero con una disminución del 20% en términos reales, podría obligar también a los productores a reducir sus importaciones en unos 40.000 millones.

Ph. L.- ¿Cuál será la resultante de todos estos efectos?.

S. M.- No se conseguirá seguramente más de un 3% de crecimiento fuera de los Estados Unidos: más bien menos de un 2%. ¡Y hay que tener en cuenta que no incluyo en esta cifra el "hard landing" del dólar!. Ahora bien, algo puede desmoronarse -¿ó va a desmoronarse?- en los próximos doce meses. Las perspectivas son desde luego más sombrías de lo que se piensa para el segundo semestre de 1.987 y para 1.988.

Ph. L.- Todos los cálculos coinciden en afirmar que se necesita como mínimo un crecimiento mundial del 3% para que los países en vías de desarrollo puedan garantizar el pago de su deuda.

S. M.- Sí, en efecto. Y no se ha dejado de rozar esta cifra desde 1.984. Si se cae por debajo de ella, los países endeudados volverán a ser absorbidos por el círculo vicioso que los mantiene "atenazados". El otro elemento devastador es el alza de los tipos de interés.

Ph. L.- La cooperación internacional ha permitido hasta el momento evitar la catástrofe.

S. M.- Lo que ha hecho es retrasar el proceso de pérdida de confianza. Los gobiernos han tenido tiempo para percatarse de la situación, y han actuado en consecuencia. Así han reaccionado los japoneses, a pesar de que su cambio de política sigue siendo insuficiente. Los alemanes se muestran más reacios, pero, habida cuenta de su especialización en bienes de equipo pesados, serán los últimos en verse afectados por la desaceleración de la economía mundial. En cualquier caso, los desequilibrios son tan enormes desde un principio, y es tan considerable la rectificación política que implican, que cabe temer que el cambio no vaya a producirse con la rapidez suficiente.

Ph. L.- Así, pues, según usted, el dólar bajará en todos los casos.

S. M.- Exactamente. El dólar va a caer más bajo que el mínimo que registró en 1.979-1.980 a causa de "la reinflación" relativa de la economía americana y de su excesivo endeudamiento.