

JUICIO SOBRE LAS PREVISIONES DE STEPHEN MARRIS.**(The Economist)**

Durante los últimos meses han variado substancialmente las perspectivas de la economía norteamericana y, por consiguiente, de la economía mundial. Por encima de las cifras mensuales, siempre aleatorias, del comercio exterior, se está produciendo, sin duda, una mejora de la posición comercial de norteamérica. Debido en parte a esta mejora, los inversores privados se han mostrado dispuestos a adquirir más dólares, con lo que esta divisa se ha fortalecido apreciablemente desde principios de año. Por otra parte, gracias a la superior demanda exterior de productos americanos, se ha activado la economía de Estados Unidos y ha continuado reduciéndose la cifra de desempleo. Sí, por supuesto, existe preocupación a propósito de la inflación, y los tipos de interés aumentan. Ahora bien, esto queda muy lejos del final estrepitoso ("hard landing") que con tanta seguridad se había pronosticado para el dólar.

¿En qué se equivocaron tales previsiones? el "locus classicus" de la argumentación sobre la evolución tormentosa de la divisa -y de la economía- norteamericana lo constituye la obra "Deficits and the dollar", de Stephen Marris, del Institute for International Economics de Washington. Fué publicada en 1985, después que la reunión del Plaza hubiera aceptado la idea de que el dólar debía bajar, pero las predicciones que contenía estaban basadas en datos obtenidos por ordenador nueve meses antes. Dicha obra fué actualizada por el mismo autor en una nueva versión de Agosto de 1987, es decir, de dos meses antes del "crash" de Octubre. ¿Qué juicio merece hoy el análisis de Marris, que tanto ha contribuido a configurar el pensamiento sobre el dólar?.

Bastante positivo. Primero y muy principalmente, durante tres años el dolar siguió una senda muy similar a la que Marris había proyectado. La caída empezó seis meses antes de lo que en

un principio había calculado, pero, por lo demás, el dólar siguió el descenso acelerado anunciado por Marris, hasta la primavera de este año.

El dólar pareció dudar en su proceso de caída entre la primavera y el otoño de 1987. Fué el período entre el acuerdo del Louvre sobre tipos de cambio y el "crash" de la bolsa, en el que los bancos centrales de los grandes países industriales intervinieron activamente para sostener el dólar. Es imposible precisar, pero, en conjunto, durante ese período, dichos bancos gastaron más de 100 m.m. de dólares en defensa de la divisa americana. Con esta intervención, los bancos centrales ocuparon el lugar de los inversores privados, que habían abandonado al dólar, temiendo una mayor depreciación del mismo. Sea como fuere, el dólar prosiguió su caída después del Lunes Negro.

¿Qué es lo que se había previsto sobre la balanza corriente, en este contexto? En su primer estudio Marris se preguntaba qué ocurriría si el dólar se hubiera mantenido a su nivel de Febrero de 1985 (cuando valía 263 yens y 3'44 DM). Su conclusión era que, por esa y otras razones, el déficit por cuenta corriente podía alcanzar los 300 m.m. de dólares, y aún más, hacia 1990. En la actualización de su análisis, del año pasado, Marris introdujo la cotización de entonces del dólar (142 yens y 1'82 DM) en su modelo. Con esto concluyó que el déficit descendería hasta los 100 m.m. en 1990, y que volvería a subir a partir de esta fecha. A su juicio, el dólar debería haber bajado otro 20% (a 114 yens y 1'23 DM) para que el déficit se hubiera reducido a cero en 1990. De hecho, a finales de 1987 el dólar había bajado en otro 10%.

Así, pues, las cosas, hasta aquí, han ocurrido aproximadamente como se había previsto. Ahora bien, queda por explicar en qué quedó lo del temido batacazo. En lo esencial, la argumentación de Marris resultó correcta por lo que se refiere al dólar y en lo concerniente al déficit. Lo que falta -por lo menos hasta ahora- es la subida de los tipos de interés que iba a provocar una recesión y que según Marris podía tener lugar en cuanto se

acentuara la baja del dólar. A su juicio, la depreciación de esta moneda, combinada con la persistencia del enorme déficit presupuestario, podía producir -con objeto de seguir atrayendo fondos privados del exterior- tal subida de los tipos que la recesión -o el "hard landing"- resultara inevitable.

Lo más probable es que esto hubiera ocurrido también si los bancos centrales de los distintos países no hubieran intervenido de nuevo y de la forma masiva en que lo hicieron. En efecto, los aliados de Norteamérica imprimieron dinero -una elevación de su oferta monetaria interna fué la contrapartida de sus compras de dólares- para prevenir la crisis que se hubiera originado con la subida de los tipos de interés americanos. Desde este punto de vista, el éxito de los acuerdos del Louvre no fué la estabilización de los tipos de cambio (que no se produjo) sino la financiación del déficit fiscal norteamericano, que de otra forma habría llevado a una recesión de escala mundial.

Así, pues, la argumentación de Marris ha resultado acertada en sus dos terceras partes: correcta por lo que se refiere al dólar, más o menos correcta en lo relativo al déficit exterior, e incorrecta -hasta ahora- en cuanto a la recesión. La previsión sobre esta última falló porque acudió la ayuda exterior (principalmente de los bancos centrales) en defensa del dólar, por lo que no fué necesario elevar los tipos de interés hasta donde deberían haber llegado para atraer fondos privados.