

## ***Conferencia de aceptación del puesto de Académico de Numero de la Academia de Ciencias de Buenos Aires***

Quiero comenzar comentando que estoy algo abrumado por el título honorífico que hoy se me otorga. No estoy seguro de merecerlo. Sí puedo afirmar que mi carrera combina la actividad académica, los negocios, el gobierno y la política; un ida y vuelta que me permite adoptar una particular perspectiva. Creo que es esta singular experiencia lo que ha enriquecido mi labor académica que se está distinguiendo hoy.

La columna vertebral de mi carrera ha sido la actividad académica. Fui profesor en tres universidades: UCLA, Di Tella y Harvard, con visitas frecuentes a HEC, pero habiendo enseñado también en la Universidad de Basilea, la Universidad de Siena, la Universidad de la Plata y la Universidad de San Andres.

Entre estos períodos académicos, me desempeñé como economista jefe de YPF, la empresa más grande de la Argentina; y como Secretario de Política Económica. Durante los últimos diez años, dediqué mi carrera al servicio público, primero como Presidente del Banco Ciudad, luego como diputado nacional y, finalmente como Presidente del Banco Central de la República Argentina.

Desde mi experiencia, el mensaje que quiero transmitir hoy es que la actividad académica brinda un marco para pensar el mundo real de una manera más provocadora, desafiante y, creo yo, correcta. De esto se trata la actividad académica: de la posibilidad de poner en tela de juicio nuestros propios pensamientos y nunca dejar de cuestionarse. Cuando uno logra eso, escucha más, aprende más y adopta mejores políticas. El ejercicio de la actividad académica te prepara para aceptar tus propios errores, lo cual, a su vez, te permite corregirlos más rápido.

Como lo académico tiene que ver, justamente, con interpretar o reinterpretar los datos de la realidad, resulta que uno de los desafíos centrales que necesita abordar un académico, sobre todo en las ciencias sociales (aunque supongo esto aplica a todas las ciencias) es entender y trabajar la comunicación. Al final del día puede que se trate de imponer una visión del mundo que difiere con el conocimiento establecido. Para generar un impacto muchas veces de lo que se trata es de convencer y explicar y clarificar aquello en lo que se trabaja.

Quizás esa sea la lección mas importante que también me llevé de mi experiencia como Presidente en el Banco Central. Allí permanentemente de lo que se trataba era de cómo interpretar aquello que estaba ocurriendo. Comprábamos reservas contra Lebacs, y el problema era el crecimiento de las Lebacs, vendíamos reservas cancelando Lebacs, y el problema era la caída de reservas. Claramente la comunicación es un aspecto central de una gestión de políticas públicas.

Con este desafío en mente, quisiera plantear dos contribuciones de mi carrera académica que tienen que ver justamente con replantear la manera que se miraba al mundo. Son dos temas donde propusimos un nuevo marco que orientó el debate académico y político en una dirección completamente diferente al que traía.

Luego de abordar estos dos ejemplos, me referiré brevemente a las enseñanzas que deja este año en términos de política económica.

Comencemos con el primero de mis ejemplos.

### **Regímenes cambiarios**

El primer caso se relaciona con la discusión sobre los regímenes cambiarios. Todos sabemos que se trata de una cuestión clave en las finanzas internacionales, la que se remonta al aporte memorable de Robert Mundell sobre las áreas monetarias óptimas<sup>1</sup> (contribución que más tarde lo hizo acreedor del Premio Nobel en Economía). Según Mundell, un tipo de cambio fijo facilita las operaciones entre los países, de la misma forma que las personas de una ciudad usan la misma moneda, en lugar de que cada una tenga su propia moneda. Sin embargo, el hecho de facilitar estas operaciones conlleva el costo de impedir la implementación de un mecanismo de ajuste entre países: un tipo de cambio flexible. En un mundo con precios perfectamente flexibles, no habría diferencia si el tipo de cambio se mueve o no, pero en un mundo con precios rígidos, esto podría tener implicancias en la capacidad de una economía para reaccionar frente a *shocks* reales.

La teoría de las áreas monetarias óptimas dio lugar a abundante literatura empírica sobre el costo relativo de renunciar a este mecanismo de ajuste, la cual, al mismo tiempo, intentó analizar si otras alternativas de ajuste, como las transferencias fiscales, la flexibilidad laboral o la concentración del comercio, afectaban dichos costos. Desde ya, uno de los corolarios de esta literatura es el trabajo extremadamente prolífico sobre las uniones monetarias.

Cuando el sistema de Bretton Woods llegó a su fin a principios de los años setenta, el FMI comenzó a recabar datos sobre los regímenes cambiarios. Mientras la mayoría de los países continuaba teniendo un tipo de cambio fijo, algunos países comenzaban a flotar y otros optaban por un sistema intermedio que, si bien no sostenía una paridad fija, tampoco permitía la libre flotación del tipo de cambio. Algunos países, no muchos, tenían dos tipos de cambio: algunas operaciones se realizaban al tipo de cambio oficial y el resto, en el mercado informal.

Surgieron entonces preguntas interesantes: ¿qué es mejor para un país? ¿Conviene contar con un tipo de cambio fijo o flotante? ¿La respuesta depende de cada país? De ser así, ¿de qué características del país depende? ¿Hay algún régimen en particular que sea mejor para combatir la inflación? ¿Qué regímenes cambiarios debería adoptar una economía abierta? Y así se sucedían las preguntas. Como pueden ver, se abrió un nuevo capítulo importante en las finanzas internacionales.

Al principio, luego de la caída de Bretton Woods, la literatura se abocó a entender cómo se determinaban los nuevos tipos de cambio flotantes. Incluso en relación con esta sencilla cuestión surgieron nuevos desafíos al reavivarse los flujos internacionales de capital financiero en los años setenta tras décadas de inactividad, planteando en primer plano la discusión sobre el modelo de *overshooting*, el enfoque monetario sobre los tipos de cambio, las teorías sobre equilibrio de cartera para la determinación del tipo de cambio y así sucesivamente.

---

<sup>1</sup> Mundell, R, 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, 51, Nov., págs. 509-17.

Con el tiempo, la literatura pasó a ocuparse de las implicancias de los diferentes regímenes, pero la literatura empírica no pudo brindar resultados significativos. A partir de los datos, parecía que no podía identificarse ningún patrón claro al comparar los regímenes fijos y flotantes. Es decir, la conclusión podría ser “mucho ruido y pocas nueces”. Incluso en 1997, en el artículo “*Fixing exchange rates, a virtual quest for fundamentals*”<sup>2</sup>, Robert Flood y Andrew Rose plantearon que no había relación alguna entre los regímenes cambiarios y las variables macroeconómicas. Después de tantas idas y vueltas sobre los regímenes cambiarios, todo parecía no tener relevancia concreta en el mundo real.

Para mediados de los años noventa todavía no se ofrecían resultados estadísticos sobre la relevancia de los regímenes. Así, la discusión de los regímenes cambiarios óptimos pareció estar más asociada a modas que a conclusiones empíricas generales. En los años noventa, por ejemplo, se pusieron de moda los sistemas de convertibilidad, como el implementado en la Argentina. En 1997, con la crisis asiática, el dólar flotante de Australia se convirtió en la estrella del día, y así sucesivamente.

La primera vez que empezó a verse que esta frustración empírica podría cambiar fue con un artículo de Ghosh, Gulde, Ostry y Wolf (“*Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?*”)<sup>3</sup>, que estudiaba el impacto de los regímenes cambiarios en la inflación. Al observar aquellos países que, según el FMI, tenían regímenes cambiarios fijos, era fácil detectar que había igual cantidad de países con inflación alta que con inflación baja. Pero Ghosh y sus coautores propusieron una distinción entre tipos de cambio fijos verdaderos y no verdaderos. ¿En qué medida un país que modifica con frecuencia su tipo de cambio fijo debería considerarse un país con tipo de cambio fijo? En una suposición extrema, un país podría cambiar su tipo de cambio fijo todos los días. Ciertamente no debería considerarse que ese país tiene un régimen de tipo de cambio fijo. Ghosh et al., entonces, demostraron que solo si un país afirmaba tener un tipo de cambio fijo y cumplía con su promesa, con seguridad tenía una tasa de inflación más baja.

A partir de esa idea, propuse junto a mi colega Eduardo Levy Yeyati una clasificación completamente nueva de regímenes cambiarios, una no basada en los regímenes que los países decían tener, lo cual podía encontrarse en la clasificación del FMI, sino en lo que los países estaban haciendo. De esta manera, creamos una clasificación *de facto* de tipos de cambio, para comparar con la clasificación del FMI a la cual llamamos clasificación *de jure*<sup>4</sup>.

La clasificación se construyó mediante análisis de clusters, que identificaba patrones comunes entre tres variables: los movimientos en el tipo de cambio, los movimientos en las reservas y los movimientos en la tasa de modificación del tipo de cambio (para identificar sistemas de “crawling pegs” o bandas reptantes como se les llamaba en español). Según este método de clasificación, los países cuyo tipo de cambio no se movía cuando se modificaban las reservas se clasificaban como sistemas fijos, mientras que los países cuyo tipo de cambio se movía, no así las reservas, se

---

<sup>2</sup> Robert Flood y Andrew Rose (1997). *Fixing Exchange Rates a Virtual Quest for Fundamentals*, NBER Working Paper 4503.

<sup>3</sup> Ghosh, A., A. Gulde, J. Ostry, H. Wolf, 1996. “Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?”. IMF Working Paper.

<sup>4</sup> Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger, 2005. *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs Words* European Economic Review Elsevier, vol. 49(6), págs. 1603-1635, agosto.

clasificaban como sistemas flotantes. Eran, de hecho, los datos los que definían, en función de cómo se movían estas variables, donde entraba cada país en la clasificación.

Presentamos esta clasificación y algunos resultados preliminares en una Conferencia del FMI, en Washington DC en 2001<sup>5</sup>. En dicho trabajo, examinamos el efecto de los regímenes de facto en la inflación, el crecimiento del producto y la volatilidad, así como en otras variables macroeconómicas. Más adelante, en un trabajo publicado en el *American Economic Review*<sup>6</sup>, investigamos específicamente la evolución del crecimiento en regímenes fijos y flotantes. Concluimos que el PIB en los países con régimen flotante tendía a crecer más rápido y con menor volatilidad. Como pueden ver, empezaron a surgir algunos resultados de los datos. Luego, en un artículo publicado en el *European Economic Review*<sup>7</sup>, relacionamos la elección del régimen cambiario con las características de los países. Aquí la teoría de Mundell empezó a observarse con claridad: los países más grandes tendían a flotar, mientras que los países con un comercio más concentrado tendían al régimen fijo, y así sucesivamente.

Unos años después, con Pablo Guidotti y Agustín Villar escribimos un artículo demostrando que los países con tipo de cambio flotante, sorteaban mucho mejor los episodios de “sudden stops”, he pensado mucho en la relevancia de dicho trabajo para la situación de Argentina en 2018.<sup>8</sup>

En los siguientes años, la literatura comenzó a expandirse a partir de esta simple idea. No solo porque se realizaron numerosos trabajos empíricos a partir de la clasificación de facto del tipo de cambio, sino porque también surgieron nuevas clasificaciones. Entre ellas, la propuesta por Ken Rogoff y Carmen Reinhart<sup>9</sup> que también se popularizó. Con Eduardo Levy Yeyati, unos años después produjimos un resumen de la literatura, publicado en el *Handbook of Development Economics*, editado por Dani Rodrik.<sup>10</sup>

De hecho, tan radical fue el cambio de paradigma que unos años después el FMI dejó de publicar su clasificación de jure y pasó a utilizar su propia versión de regímenes de facto.

El objetivo de esta historia es poner de relieve cómo una idea sencilla puede proponer una manera completamente nueva de abordar una cuestión. En este caso, no podíamos entender cómo funcionaban los regímenes ni qué efectos tenían, porque no estábamos mirando donde teníamos que mirar o de la manera que debíamos mirar. Sin embargo, una vez que aprendimos cómo mirar, pudimos darnos cuenta de que los regímenes realmente importaban.

---

<sup>5</sup> Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger, 2001. Exchange Rate regimes and Economic Performance. IMF Staff Papers Vol 47.

<sup>6</sup> Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger, 2003. “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth”. *American Economic Review*, Vol. 93 (4), págs. 1173-1193.

<sup>7</sup> Levy-Yeyati, E., I. Reggjo, F. Sturzenegger, 2010. “On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes” *European Economic Review* Elsevier, vol. 54(5), págs. 659-677, julio.

<sup>8</sup> Guidotti, P. F. Sturzenegger y A. Villar, 2004, “On the Consequences of Sudden Stops” *Economía*, Vol. 4, No. 2, pp. 171-214, primavera 2004.

<sup>9</sup> Reinhart, C., K. Rogoff, 2004. “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”. *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 119 (1), págs. 1-48, febrero.

<sup>10</sup> Rodrik, D y Rosenzweig, *Handbook of Development Economics IV*. “The effect of Monetary and Exchange Rate policies for development”, en coautoría con Eduardo Levy Yeyati. Volume 54, Issue 5, July 2010, pp. 659–677.

### ***Materia oscura***

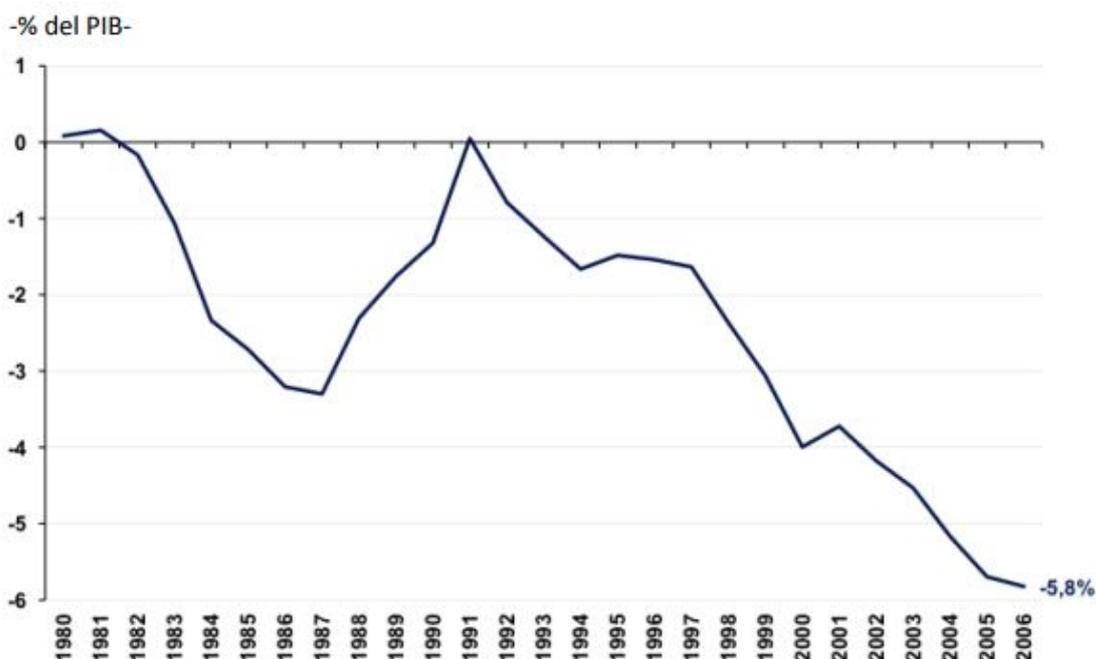
El otro caso al que quiero referirme se relaciona con un debate que comenzó a nivel mundial hace alrededor de quince años aunque sigue siendo un tema de discusión en los foros internacionales tales como el G20. Tal debate se suscitó en torno a lo que en ese momento se conocía como “desequilibrios globales”, es decir, al hecho de que las economías grandes, tenían o bien grandes déficits o bien grandes superávits de cuenta corriente. La cuenta corriente de un país indica en qué medida dicho país está aumentando o reduciendo sus activos externos.

Japón, por ejemplo, se caracteriza por tener superávits persistentes de cuenta corriente. En otras palabras, se trata de una economía que acumula activos externos, es decir, consume menos de lo que produce. Esto no sorprende dada la frugalidad de los japoneses.

Por otro lado, la economía estadounidense viene registrando déficits en cuenta corriente desde principios de los años ochenta. En otras palabras, viene registrando una creciente deuda externa. Ser deudor o acreedor no es un problema siempre que la deuda resulte sustentable.

Sin embargo, a mediados de la primera década del siglo XXI, el mundo se convenció de que la situación no era sustentable. El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos para el año 2006 rondaba el 6% del PIB y se había sostenido en niveles muy altos por muchos años.

Gráfico 1. Déficit en cuenta corriente de Estados Unidos hasta 2006



¿Se estaba encaminando a una crisis la economía de Estados Unidos? Muchos pensaban que sí. Ken Rogoff y Maurice Obstfeld anticiparon una depreciación del dólar estadounidense de alrededor del 40%. Pero como la experiencia de las economías emergentes mostraban que las grandes correcciones del desequilibrio externo tenían un costo elevado; y, todo costo para Estados Unidos tiene consecuencias en el resto del mundo, el consenso generalizado era que el mundo iba rumbo a una crisis importante.

Sin embargo, con mi colega Ricardo Hausmann (de la Escuela Kennedy de Gobierno de la Universidad de Harvard donde me desempeñaba como Profesor Invitado por esos años) nos llamó la atención una aparente inconsistencia.<sup>11 12 13</sup> Si la economía de Estados Unidos era el centro de los desequilibrios mundiales, y la preocupación era que estaba incrementando drásticamente su nivel de endeudamiento, entonces deberíamos ser capaces de diagnosticar el problema al estudiar los pagos realizados desde la economía de Estados Unidos hacia el resto del mundo. En esos pagos podríamos ver una evidencia de ese crecimiento de su deuda. Porque si se aumenta la deuda, esa deuda hay que pagarla.

Sin embargo, al analizar el costo que estaba pagando Estados Unidos por convertirse en el mayor deudor del mundo nos enfrentamos a una paradoja. Los datos revelaban que en lugar de realizar los pagos, Estados Unidos estaba recibiendo pagos del resto

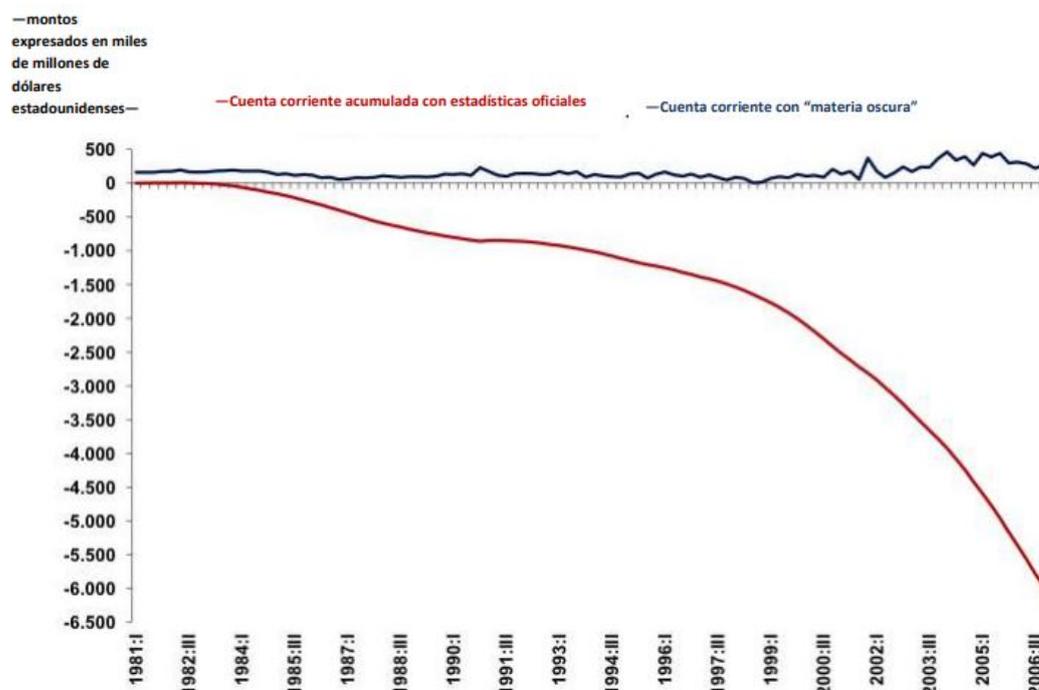
<sup>11</sup> Hausmann R. y F. Sturzenegger, 2007, "The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations and its Implications on Global Imbalances", *Economic Policy*, Vol. 22, Issue 51, pp. 469-518, Julio.

<sup>12</sup> Hausmann R. y F. Sturzenegger, 2007 "The Valuation of Hidden Assets in Foreign Transactions: Why "Dark Matter" matters", *Business Economics*, pp. 29-35, enero.

<sup>13</sup> Hausmann R. y F. Sturzenegger, 2006, "Can dark matter prevent a big bang?," *International Finance*, Vol. 9, Issue 2, pp. 223-240, agosto.

del mundo. ¿Pero cómo era eso posible? Es como si uno se encontrara con un deudor que cada vez acumula más deuda, pero en vez de cancelarla, le pagan por ella.

Gráfico 2. Cuenta corriente acumulada e ingresos netos de activos externos



En ese momento, nadie le prestó atención a este hecho, excepto por una mención elíptica de Bill Cline en *"The United States as a Debtor Nation"* (2005)<sup>14</sup>. Nos llevó bastante tiempo, por un lado, comprender qué era lo que estaba pasando y, por el otro, darle una interpretación cuantitativa.

Primero voy a explicar qué es lo que estaba sucediendo. Una primera parte del rompecabezas podríamos llamarla "comercio invisible". Cuando Starbucks desembarca en un país, cuando un programador de *software* de Rochester le envía una solución a un colega que se encuentra en Bangalore o cuando Apple produce sus iPhones en China, el conocimiento intrínseco o el valor de las marcas aumentan los rendimientos de dichos activos o servicios externos. Desde cierto punto de vista, este comercio de ideas o de valor marca no está registrado porque se trata de activos intangibles o de intercambio de conocimiento. El problema es que el conocimiento plasmado en un correo electrónico no se encuentra encuadrado en ninguna categoría de exportación. Si tuviéramos que contabilizarlo tendríamos muchas más exportaciones y el déficit en cuenta corriente sería mucho menor y no tendríamos el problema que intentamos resolver.

<sup>14</sup> Cline, W., 2005. "The United States as a Debtor Nation". Institute for International Economics, Washington DC.

Otra de las paradojas de la economía global post Crisis del 2008 es el escaso aumento en el flujo de comercio en relación con la recuperación de la economía en los últimos años. Pero a mi entender, esto no hace otra cosa que demostrarnos que el comercio cambió en la actualidad y que hoy incluye mucho más de estos bienes intangibles que hace 10 años.

Esta exportación de conocimiento implica que el rendimiento de los activos externos es mayor y que, a pesar del déficit en cuenta corriente, no existe un aumento en los pagos externos porque el diferencial de rendimiento compensa el aumento en el nivel de deuda.

Una segunda fuente del diferencial de rendimiento entre los activos externos de residentes en Estados Unidos y los activos de los extranjeros en Estados Unidos es la seguridad de los activos norteamericanos. La economía de Estados Unidos se considera relativamente segura y, por ello, nadie tiene problemas en cambiar activos de alto riesgo en el extranjero por activos estadounidenses con una tasa de rendimiento más baja. Esto implica un “diferencial de rendimiento”, pero se trata de un rendimiento de equilibrio porque funciona como si el resto del mundo le pagara a Estados Unidos una prima para reducir su riesgo. Nuevamente, esto explica la diferencia en la rentabilidad que los extranjeros obtienen por sus rendimientos en Estados Unidos y aquella que los residentes en Estados Unidos obtienen por sus rendimientos en el extranjero. (Luego descubrimos que otro país que tiene una prima similar es Suiza). Helen Rey y sus coautores publicaron recientemente otro análisis sobre este tema (2010)<sup>15</sup>.

La última fuente que explica esta discrepancia entre el déficit en cuenta corriente y la falta de pagos netos de la deuda externa es el señoreaje. Cuando Ecuador decide usar como moneda el dólar estadounidense, tiene que comprar su moneda con exportaciones reales. De este modo, Estados Unidos puede generar déficit sin necesidad de pagarlo. Si se tiene en cuenta que prácticamente la mitad de la cantidad de dólares físicos está fuera del territorio norteamericano, se infiere que este puede ser un factor adicional, aunque luego descubrimos que cuantitativamente hablando este factor es significativamente menor en relación con los otros dos.

La verdad es que en todos estos hechos puntualizados nos encontramos con un problema de medición. Ello nos motivó a buscar un nuevo valor estimado de los activos externos de Estados Unidos y para conseguirlo usamos una relación P/E aplicado a ingresos netos de Estados Unidos sobre sus activos externos netos. Se trata de un cálculo muy sencillo y de uso común en las finanzas básicas. ¿No se sabe cuál es el activo? Entonces, simplemente, hay que multiplicar el rendimiento del activo por un múltiplo. Y eso es lo que hicimos y al hacerlo obtuvimos una nueva medición para los activos externos de Estados Unidos.

A la diferencia entre este nuevo valor estimado y las cifras oficiales la denominamos materia oscura, como juego de palabras y en analogía con la astronomía. Cuando los astrónomos miran a las galaxias y no pueden justificar la atracción gravitacional que

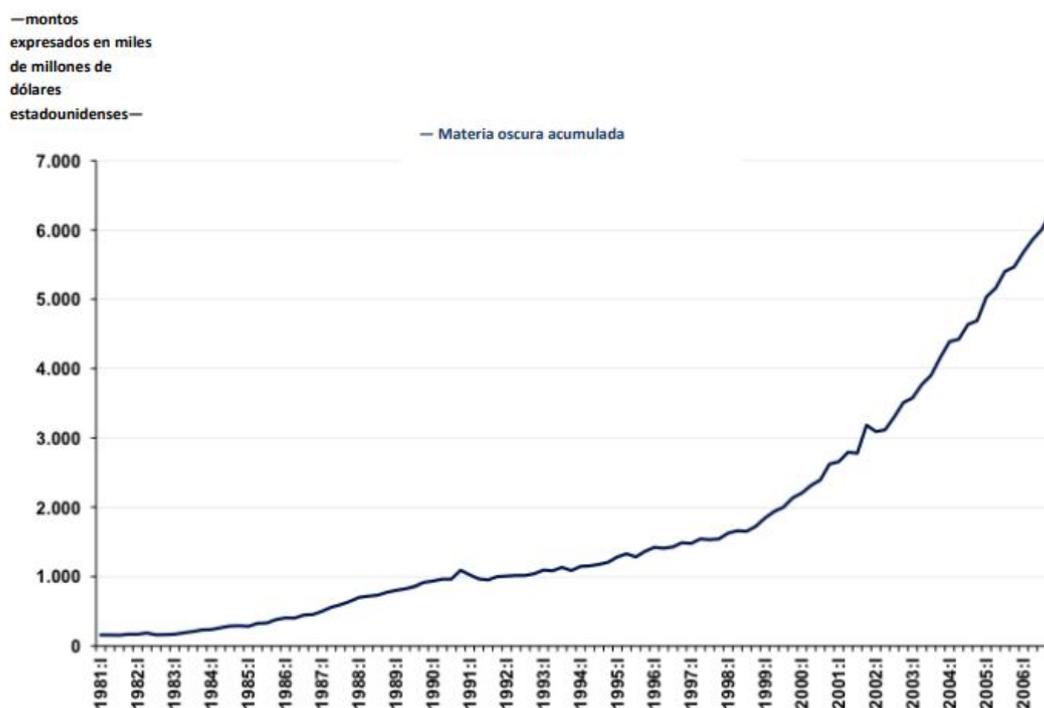
---

<sup>15</sup> Gourinchas, P.O., H. Rey, N. Govillot, 2010. “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty”. Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, No. 10-E-20.

une los cuerpos a partir de la materia visible, entonces infieren que existe una materia a la que denominan materia oscura que no se puede ver en forma directa.

En este caso, la analogía resulta evidente. Hay activos que no podemos ver, pero vemos su capacidad de generar ganancias. Lo que nosotros pretendíamos hacer era inferir el valor de los activos a partir de su capacidad de generar ganancias.

Gráfico 3. Activos con materia oscura



El problema o la paradoja era que como esta capacidad de generar ganancias había estado creciendo en los últimos veinte años, nuestra conclusión fue que Estados Unidos había aumentado sus activos externos netos, y como la cuenta corriente refleja los cambios en activos externos, nuestra conclusión fue que Estados Unidos había acumulado activos externos en lugar de deuda externa. Es decir, planteamos que el déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos que era el centro del debate global ni siquiera existía!

Más tarde me tuve que acostumbrar a los ataques en el ámbito político. En la política se toman decisiones que le cuestan mucho dinero a la gente, y que suelen generar reacciones muy fuertes. Pero tengo que reconocer que no estaba preparado en ese momento para los ataques que recibimos por nuestro planteo. Muchos académicos no vieron con buenos ojos nuestra afirmación de que aquello por lo que habían estado discutiendo durante los últimos cinco años ni siquiera existía.

También hubo diversas repercusiones del otro lado del Atlántico. Mientras que la prensa "europea", el *FT* y *The Economist* nos criticaba, la prensa "estadounidense", el *WSJ* y *BW* nos alababa. En el ámbito académico el tema siguió discutiéndose, y la

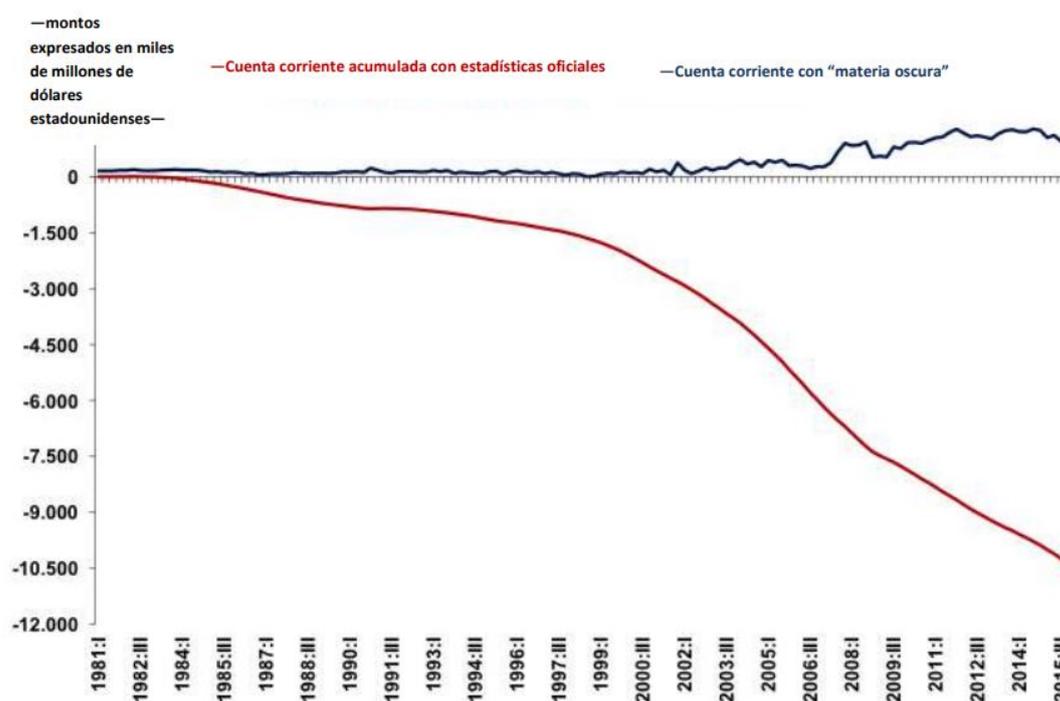
crítica más simple fue que la materia oscura era un fenómeno temporario que se revertería pronto, dejando paso a la cruda realidad de la debilidad de la economía estadounidense.

Mientras tanto, hicimos el cálculo de materia oscura para todos los países del mundo. El Reino Unido, Suiza y Estados Unidos eran los países con mayor cantidad de activos con materia oscura. Irlanda y Singapur, como receptores de IED, registraban un alto nivel negativo de materia oscura. Y así sucesivamente.<sup>16 17</sup>

La discusión continuó hasta que pocos años después fue superada por la crisis financiera de 2008. Allí se comprobó que la tan mentada crisis, nada tuvo que ver con los desequilibrios globales, y, en cierto modo, fuimos reivindicados. Y ha sido para mí un honor poder representar a mi país en los foros de G20 y asistir a discusiones en los que explícitamente se ha mencionado nuestra investigación. Sentía un orgullo que mi país pudiera participar de un debate a ese nivel y que fuera la investigación de un argentino que tuviera impacto en la discusión.

Para terminar... solo puedo decir que la materia oscura siguió creciendo en los 10 años posteriores a nuestro aporte académico.

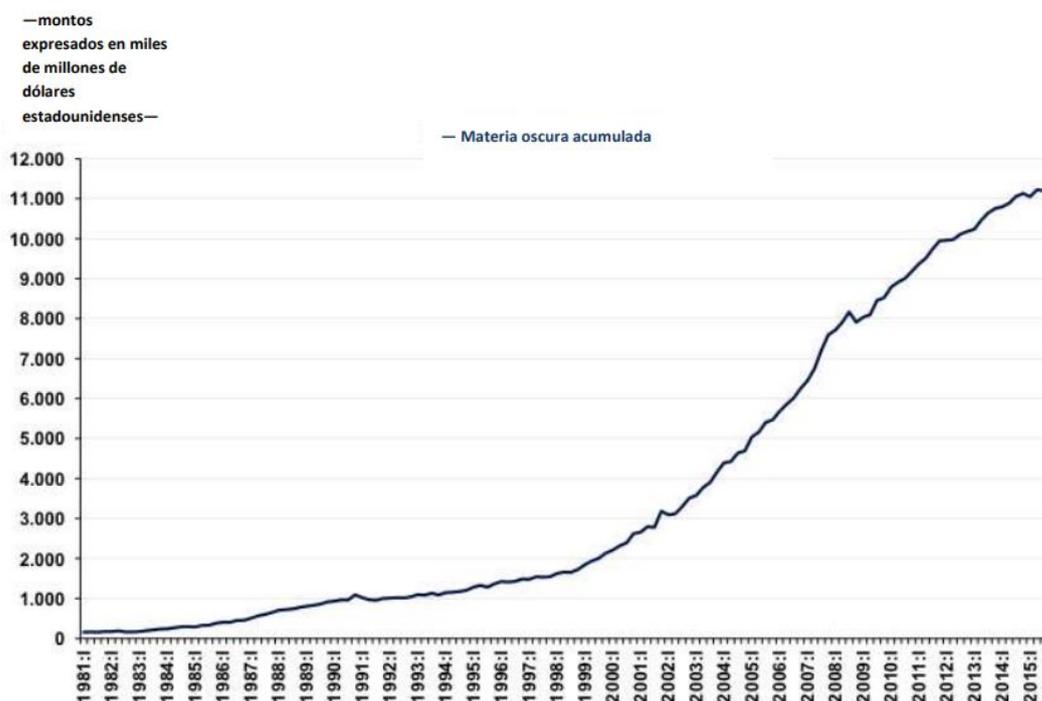
Gráfico 4. Cuenta corriente de Estados Unidos y ganancias hasta la fecha



<sup>16</sup> Hausmann R. y F. Sturzenegger, 2007, The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations and its Implications on Global Imbalances", Economic Policy, Vol. 22, Issue 51, pp. 469-518, Julio.

<sup>17</sup> Hausmann R., M. Horii y F. Sturzenegger, 2008, The growing current account surpluses in East Asia: the effect of dark matter assets," International Economic Journal, Vol. 22, Issue 2. pp. 141-161, junio.

Gráfico 5. Materia oscura hasta la fecha



Nuevamente, tener una mirada provocativa e innovadora nos permitió comprender mejor la situación. En este último ejemplo, el mundo se estaba alarmando por una crisis que no iba a suceder y, de hecho, nunca se produjo.

### **La Argentina**

Lo que he comentado hasta ahora tiene que ver con, justamente, cómo ciertas cosas que lucen de una manera necesitan una mirada más profunda o novedosa, para poder encontrarle un significado más correcto. Quiero entonces terminar sugiriendo cómo este tipo de necesidad de mirar un poco más en profundidad puede ser relevante para interpretar la política económica en los últimos años en Argentina.

El gobierno de Mauricio Macri comenzó su gobierno con dos movidas de alto impacto. A los pocos días de asumir, aún con reservas netas negativas, desde el BCRA desactivé el cepo cambiario sin mayores sobresaltos. Pocos meses después el Ministerio de Hacienda normalizó la situación de pagos de Argentina resolviendo un default que llevaba más de 15 años. Ambas cosas fueron pasos trascendentales para normalizar la economía.

De hecho en el tercer trimestre de ese año, la economía ya crecía (0,2%) revirtiendo la recesión que arrastraba del año anterior, y a partir de ahí comenzó a hacerlo de manera sostenida a un ritmo de aproximadamente el 1% trimestral, proceso que continuó durante los 6 trimestres siguientes. El crecimiento era tan parejo que se producía con la volatilidad en la tasa de crecimiento entre trimestres más baja en 20

años. Para fines de 2017 la economía crecía al 4% y el mercado esperaba que el crecimiento siguiera al 3% al año siguiente y el subsiguiente.

La inflación durante este período había tomado un sendero decreciente. La inflación general, aunque afectada por el ajuste en el precio de los servicios, se había desplomado en la segunda mitad de 2016, donde había finalizado con un promedio de 1,4% mensual, y había marcado un 21% interanual en julio de 2017, su menor valor en 7 años, aunque luego se había estancado entre 21 y 24%. El año terminaría con la inflación algo por debajo de 25%, aunque con un fuerte impacto de tarifas en el último mes. Pero quizás más sorprendentemente, desde el anuncio del régimen de metas de inflación, la inflación núcleo interanual venía cayendo mes tras mes (la única excepción fue septiembre del 2017 donde subió un 0.1%). Para el último cuatrimestre de 2017 la inflación núcleo ya viajaba a una velocidad de entre 17 y 18% anual. En ese momento, las expectativas para el año siguiente, es decir 2018, no validaban las metas del Central del 10% pero se ubicaban en alrededor del 17% hacia fines del 2017, muy por debajo del valor del año anterior y en valores cercanos de un dígito para 2019. En otras palabras, las expectativas de inflación validaban el proceso de desinflación aunque con un gap en todos los años de aproximadamente 5 puntos respecto de las metas del Central.

El régimen de metas de inflación había generado tasas de interés estables y predecibles, lo que al reducir los riesgos de la actividad de intermediación había catapultado al sistema financiero a prestar. El 2017 terminó con el mayor crecimiento en el crédito en 20 años, y con un crecimiento del 25% real hacia fin de año. 140.000 personas accedieron a su crédito hipotecario, un hecho sin precedentes en el país. Los préstamos personales UVA para compra de automóviles lanzados por el Banco Provincia habían vendido 180.000 autos en tres meses y se esperaba la venta de al menos un millón de autos en 2018.

Este contexto relativamente benigno, se vio reflejado en las elecciones de Octubre que el gobierno ganó con comodidad. El enfoque moderado del gobierno, había logrado disociarlo de la histórica imagen de los gobiernos de centro/centro-derecha como ajustadores crónicos. Este enfoque laxo en lo fiscal, aunque exponía al gobierno a los riesgos de financiamiento que luego observamos en 2018, le dio un gran activo político: el gobierno de Macri no era una encarnación de alguna visión histórica de la política argentina, era un objeto totalmente novedoso y como tal no podía ser encasillado o estigmatizado de manera sencilla. Ese logro, consolidado en los primeros dos años de gestión, le daba al gobierno más margen de acción y no menos.

Dicho esto, también vale mencionar que algunos de estos hechos resultaron difíciles de imponer en la comunicación. Por ejemplo, a pesar que la economía sumaba trimestres de crecimiento sostenido, había una percepción generalizada que el crecimiento era escaso o venía lento. Debo decir que esa percepción también la compartían algunos funcionarios del propio gobierno. Por otro lado, a pesar que la inflación núcleo venía en sostenido descenso, había una percepción que el proceso de desinflación estaba perdiendo fuerza.

Fue en este contexto auspicioso en lo fáctico, pero no plenamente transmitido en lo comunicacional, que el gobierno a fin del año 2017 decidió hacer un giro abrupto de su

política económica, sobre todo la monetaria, subiendo las metas de inflación para 2018. Se había llegado a esa discusión después de una desgastante puja que había durado 6 meses entre el BCRA y el Ejecutivo. El Ejecutivo necesitaba más inflación para poder cumplir mejor su meta fiscal, además de buscar una política monetaria más laxa. Se sentía incómodo también con la divergencia que existía entre la meta de inflación y las expectativas, a pesar de los buenos números de inflación. El BCRA argumentaba que mover la meta, era un hecho inédito en la historia macroeconómica moderna: decirle a la sociedad que se buscaba mas inflación corría el riesgo de desanclar todo el proceso de expectativas, generando una espiral de inflación y devaluación, un riesgo que no tenía sentido incurrir. Ante la imposibilidad de convencer al Central el Ejecutivo decidió avanzar de manera unilateral, derivando dicha decisión en la conferencia de prensa del 28-D.

Lo que ocurrió después es historia conocida. Ante el debilitamiento de la política monetaria, las consecuencias se sintieron de inmediato: el tipo de cambio se disparó y se derrumbó el precio de los activos en pesos. Para fin de enero, el spread de la deuda argentina respecto del de emergentes se había cuadruplicado y en el primer mes luego del cambio de metas las expectativas de inflación se deterioran más de lo que lo habían hecho en el conjunto de los 15 meses anteriores.

Este proceso de debilitamiento institucional continuó agravándose durante el año generando un proceso de creciente desanclaje de las expectativas que tuvo su pico en Agosto-Septiembre con abruptos movimientos en el tipo de cambio y la inflación.

¿Qué fue lo que ocurrió? Ocurrió que la credibilidad del Banco Central había sido afectada por los eventos de fin de año, con lo que la crisis internacional encontró al país con una institucionalidad monetaria debilitada, lo cual explica la magnitud del efecto que dicha crisis tuvo sobre nuestra economía. A su vez un proceso de desinflación basado en metas de inflación requiere de efectividad en la coordinación de las expectativas de inflación. Como dijimos, las expectativas de inflación seguían la trayectoria establecida del Central con un desvío sistemático de 5 puntos anuales. Muchos leyeron eso como que dicha coordinación no estaba funcionando y que podían afectarse libremente las metas sin consecuencia significativa. Visto lo que ocurrió después con las expectativas, creo que esa hipótesis quedó desmentida.

Aunque hoy con el diario del lunes podemos concluir que el régimen estaba trabajando apropiadamente en coordinar expectativas, no se veía así en ese momento y tampoco se comprendió la cabal necesidad de un Banco Central independiente, lección que muchos países han aprendido y siguen aprendiendo, muchas veces, de la manera más difícil. Sin ir más lejos, algo similar está ocurriendo hoy en día en la India donde hace ya varias semanas que persiste una tensión entre el Ejecutivo y el Banco Central, parecida a la que vivimos aquí a finales del año pasado. Hace unas semanas el Vicepresidente del Banco Central de India, Viral Acharya, en un discurso lo puso en estas palabras: *“gobiernos que no respetan la independencia del Banco Central, tarde o temprano van a sentir la ira de los mercados financieros, incendiarán su economía, y llegarán a lamentar el día que debilitaron una institución regulatoria tan importante”*

### **Optimismo sobre el futuro**

Creo que esa reflexión es un buen punto para finalizar con las enseñanzas que dejó este 2018 y sus implicancias para el futuro. Mi impresión es que la sociedad argentina ha procesado el golpe que representó el corte en su financiamiento con una madurez muy alentadoras.

Básicamente, lo que ocurrió a la Argentina este año fue que se encontró con la necesidad de ajustar el gasto agregado ante la imposibilidad de financiarlo. Ese ajuste tiene dos canales fundamentales, un ajuste del sector público y un ajuste del gasto privado. El ajuste del sector público se produce reduciendo su déficit, proceso hacia el que el gobierno avanzó muy decididamente. Muchos dirán que aumentando más los impuestos que bajando el gasto, puede ser, pero la decisión política de reducir el déficit duele por ambos lados y el gobierno estuvo dispuesto a asumir esos costos. El ajuste en el sector privado se produce con el ajuste en el tipo de cambio real, que es el vehículo que genera la reducción en el gasto agregado. Sin embargo, la buena noticia es que nadie en Argentina se enroló en teorías mesiánicas pensando que un régimen cambiario diferente proveería mágicamente una solución (propuestas como volver a la Convertibilidad o la dolarización fueron vistas como sugerencias casi folclóricas). El régimen de tipo de cambio flotante está hoy firme, y la sociedad lo ve, afortunadamente, como un mecanismo necesario para acomodar el ajuste que la nueva situación requiere. Esto es muy sano. Como mencionaba antes, en mi trabajo con Pablo Guidotti y Agustín Villar, así como con Eduardo Levy Yeyati demostramos que el tipo de cambio flotante reduce los costos en términos de crecimiento económico de estos reajustes.

Finalmente, en el ámbito de la política monetaria también las lecciones aprendidas, en este caso del 28D, parecen haber sido las correctas. Hoy se entiende que la política monetaria tiene que ser lo dura que deba ser para combatir la inflación. Se entiende mejor que la inflación es un fenómeno monetario, y con ello se han desterrado del debate muchas de las ideas un tanto alocadas que asignaban la culpa de la inflación a fenómenos no monetarios como las pujas distributivas, los empresarios, los ajustes de precios relativos, o la acumulación de reservas esterilizadas con Lebac.

Es en este contexto en el que me gustaría enfatizar que qué tan rápido el BCRA gane credibilidad va a depender de sus propias acciones pero también del apoyo que reciba del gobierno. Si hay coincidencia en que el Banco Central va a poder sostener su política, muy rápido, mucho más rápido de lo pensado las expectativas de inflación comenzarán a caer, y a posteriori podrán hacerlo las tasas de interés. En este círculo virtuoso, la economía comenzará a recuperarse. En menos tiempo del que pensamos la situación mejorará radicalmente. Gran parte del trabajo está hecho: hoy el BCRA no tiene que emitir para darle dinero al Tesoro. En un contexto de creciente credibilidad, la inflación podría literalmente derrumbarse en el primer trimestre del año que viene.

Sin embargo, en el tránsito de ese camino se alzarán innumerables voces indicando que el costo de ese camino es demasiado alto. Serán voces que le dirán que se tiene que aflojar, de la misma manera que hablaron durante la segunda mitad de 2017 cuando señalaban que la política monetaria era excesivamente dura. Si el Ejecutivo da cualquier señal de ceder a estas presiones, el proceso de normalización se abortará inmediatamente, y lo descrito en el párrafo anterior no ocurrirá. Por el contrario, se emitirá en una señal parecida a la que ocurrió luego del 28D del año pasado con

resultados idénticos: deterioro de expectativas, necesidad de subir aun más las tasas, aceleración inflacionaria y más recesión.

Que el Banco Central haya comenzado esta etapa con convencimiento es auspicioso. Si el gobierno acompaña el proceso la recuperación de la credibilidad será rápida, contundente y decisiva.

Si Argentina, por una vez en su historia, se decide a combatir la inflación, y asume los costos de hacerlo, la posibilidad de un país más desarrollado y más justo habrá dado su paso más importante en décadas. Los costos, creo yo, resultarán tanto menores que los beneficios, que esperemos que el canto de las sirenas no nos confunda una vez más. Cuando hayamos transitado ese camino solo nos quedará reflexionar sobre porqué nos llevó tanto tiempo encarar esa solución.

Para concluir, entonces, diría que todos estos ejercicios, tanto los académicos como los prácticos tienen algo en común: la necesidad de fomentar el pensamiento creativo, de resistirse a la sabiduría convencional y al slogan fácil, y al más difícil de desafiar a las propias suposiciones. Esto me recuerda a ese momento genial de la primera de las películas de la Guerra de las Galaxias en la que Obi Wan Kenobi le dice al joven Luke Skywalker: "Tus ojos pueden engañarte, no confíes en ellos".

Publicaciones (en fecha cronológicamente inversa de publicación)

#### Libros

8. Yo no me quiero ir, Editorial Planeta, Buenos Aires, mayo 2013. Tercera edición: Buenos Aires, junio de 2013.
7. The Natural Resources Trap, Private Investment without Public Commitment, en coautoría con William Hogan, MIT Press, invierno 2010.
6. Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crisis, joint with Jeromin Zettelmeyer, Cambridge: MIT Press, invierno 2006.
5. El país que queremos, en coautoría Sergio Berensztein y Horacio Rodríguez Larreta, Editorial Temas, Buenos Aires, junio de 2006.
4. La economía de los argentinos, Editorial Planeta, Buenos Aires, mayo de 2003. (Entre los 10 productos más vendidos en Argentina durante 5 semanas seguidas). Segunda Edición: Buenos Aires, 2005.
3. Dollarization, Debates and Policy Alternatives en coautoría con Eduardo Levy-Yeyati, Cambridge: MIT Press, invierno 2003.
- 2 Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR, en coautoría con Jorge Carrera, Editorial, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires: octubre de 2000.
1. The Political Economy of Reform en coautoría con Mariano Tommasi, London and Cambridge: MIT Press, agosto 1988.

#### Publicaciones en revistas con referato

45. "Fear of Appreciation," en coautoría con Eduardo Levy Yeyati, Journal of Development Economics, Vol. 101, issue C, pp. 233-247, 2013.
44. "Exchange Rate Undervaluation and Economic Growth: Diaz Alejandro (1965) Revisited" en coautoría con Pablo Gluzmann y Eduardo Levy Yeyati, Economic Letters, Vol. 117 (3), pp. 666- 672, 2012. "
43. "On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes," en coautoría con Eduardo Levy Yeyati e Iliana Reggio, European Economic Review Vol. 54, No. 5 pp. 659- 677, Julio 2010.

42. "The Law and Economics of Sovereign Debt" en coautoría con Jeromin Zettelmeyer, y Ugo Panizza, *Journal of Economic Literature*, Vol. 47 No. 3, septiembre 2009.
41. "Identifying Aggregate Supply and Demand Shocks in South Africa", en coautoría con Stan Du Plessis y Ben Smit, *Journal of African Economies*, Vol. 17, No. 5, pp. 765-793. Noviembre 2008.
40. "South Africa Macroeconomic Challenges after a Decade of Success", en coautoría con Jeffrey Frankel y Ben Smit. *Economics of Transition*, Vol. 16 No. 4, pp.639-677. Octubre 2008.
39. "Fiscal and Monetary Policy in a Commodity-based Economy", en coautoría con Jeffrey Frankel y Ben Smit, *Economics of Transition*, Vol. 16 No. 4, pp. 679-713. Octubre 2008.
38. Comentario a "Oil Production in Latin America" de Manzano, O. y F. Monaldi, *Economía*, Vol. 9, No. 1, pp. 99-101, otoño 2008.
37. "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005", en coautoría con Jeromin Zettelmeyer, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, No. 5, pp. 780-805, septiembre 2008.
36. "The growing current account surpluses in East Asia: the effect of dark matter assets," en coautoría con Ricardo Hausmann and Maya Horii, *International Economic Journal*, Vol. 22, Issue 2. pp. 141-161, junio 2008.
35. "The Impact of Privatization on the Earnings of Restructured Workers," en coautoría con Sebastián Galiani *Journal of Labor Research*, Vol. 29, No.2, pp 162-176, 2008.
34. "Estimating SARB's Policy Reaction Rule," *South African Journal of Economics*, en coautoría con Alberto Ortiz, Vol. 75 No. 4, diciembre 2007, pp. 1-22.
33. "The cyclicity of monetary and fiscal policy in South Africa since 1994", *South African Journal of Economics*, en coautoría con Stan Du Plessis y Ben Smit, Vol. 75, No. 3, pp. 391-411, septiembre 2007.
32. Comentario a "Europe and Global Imbalances" by Philip Lane de Gian Maria Milesi Ferretti, *Economic Policy*, Vol. 22, Issue 51, pp. 560-565, julio 2007.
31. "The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations and its Implications on Global Imbalances", en coautoría con Ricardo Hausmann, *Economic Policy*, Vol. 22, Issue 51, pp. 469-518, julio 2007.
30. "Creditors Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crises," *Journal of the European Economic Association*, en coautoría con Jeromin Zettelmeyer, Vol 5, Issue 2-3, pp 343-351, abril-mayo 2007.
29. "The Valuation of Hidden Assets in Foreign Transactions: Why "Dark Matter" matters", en coautoría con Ricardo Hausmann, *Business Economics*, pp. 29-35, enero 2007.
28. "Can dark matter prevent a big bang?," *International Finance*, en coautoría con Ricardo Hausmann, Vol. 9, Issue 2, pp. 223-240, agosto 2006.
27. "Fiscal Federalism and Procyclical Spending: The Cases of Argentina and Brazil," en coautoría con Rogério L. F. Werneck, Vol. VII, No. 2, pp. 315-332, 2006.
26. "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words" en coautoría con Eduardo Levy Yeyati, *European Economic Review*, Vol. 49, pp. 1603-1635, 2005.
25. "Tools for the Analysis of Debt Problems" *Journal of Reconstructing Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 201-203, 2004.
24. "On the Consequences of Sudden Stops" en coautoría con Pablo Guidotti y Agustin Villar, *Economía*, Vol. 4, No. 2, pp. 171-214, primavera 2004.
23. "¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo? El efecto de los sudden stops" *Cuadernos de Economía*, Año 40, No. 121, pp. 546-655, diciembre 2003.
22. "To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes" en coautoría con Eduardo Levy Yeyati, *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, septiembre 2003.
21. "A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note" en coautoría con Eduardo Levy Yeyati, *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, septiembre 2003, (posted at <http://www.aeaweb.org/aer/contents/>).

20. "Exchange Rate Regimes and Economic Performance" en coautoría con Eduardo Levy Yeyati, IMF Staff Papers, Vol. 47, pp. 62-98. 2001.
19. "Banking Regulation and Competition with Product Differentiation" en coautoría con Ernesto Schargrotsky, Journal of Development Economics, Vol. 63, pp. 85-111, 2000.
18. "Is EMU a Blue-Print for Latin America?" Cuadernos de Economía, Año 37, No. 110, pp. 63-99, abril 2000
17. "Implications of the Euro for Latin American Banking and Financial Sectors" en coautoría con Eduardo Levy Yeyati, Emerging Markets Review, Vol. 1, No. 1, pp. 53-81, 2000.
16. "Crazy Explanations of the International Business Cycle" en coautoría con Jang-Tin Guo, International Economic Review, Vol. 39, No. 1, pp. 111-133, febrero 1998.
15. "La privatización de reservas en el sector hidrocarburífero: el caso de Argentina" en coautoría con Nicolás Gadano, Revista de Análisis Económico, Vol. 13, No. 1, June, pp. 75-115, 1998.
14. "Financial Markets and Inflation under Imperfect Information" en coautoría con José De Gregorio, Journal of Development Economics, Vol. 54. No. 1, pp. 149-168, octubre 1997. También publicado en Mauricio Cárdenas y Sebastián Edwards (eds.) Inflación Estabilización y Política Cambiaria en América Latina, Colombia: TM Editores, enero, 1997.
13. "Understanding the Welfare Implications of Currency Substitution" Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 21, pp. 391-416, febrero 1997.
12. "La Experiencia Argentina con Flujos de Capital en los Noventa" en coautoría con Joshua Coval, Cuadernos de Economía, Año 34, No. 103, pp. 277-308, diciembre 1997.
11. "Recurrent High Inflation and Stabilization: A Dynamic Game" en coautoría con Guillermo Mondino y Mariano Tommasi, International Economic Review, Vol. 37, No. 4, pp. 981-996, noviembre, 1996.
10. "The Feasibility of Monetary Control: Theory and Evidence, with an Application to the Case of Argentina" en coautoría con Ricardo López Murphy, Policy Reform, Vol. 1, pp. 47-73, 1996.
9. "Endogenous Learning and Trade Policy" Economic Letters, Vol. 49, pp. 429-433, 1995.
8. "Las Políticas Fiscales en Economías con Restricciones Financieras" El Trimestre Económico. Vol. LXI, No. 3, pp. 379-408, julio-septiembre 1994. (Ganador Premio Cosío Villegas Prize al mejor artículo publicado en el año en la revista).
7. "Distributional Conflict, Financial Adaptation and Delayed Stabilizations" en coautoría con Raúl Labán, Economics & Politics, Vol. 6, No. 3, pp. 257-278. Noviembre 1994.
6. "Fiscal Conservatism as a Response to the Debt Crises" en coautoría con Raúl Labán, Journal of Development Economics, Vol. 45, noviembre, 1994.
5. "Hyperinflation with Currency Substitution: Introducing an Indexed Currency" Journal of Money Credit and Banking, Vol. 26, No. 3, Part 1, pp. 377-395, agosto 1994.
4. "The Distribution of Political Power, the Costs of Rent Seeking and Economic Growth" en coautoría con Mariano Tommasi, Economic Inquiry, Vol XXXII, No. 2, pp. 236-248. abril 1994.
3. "Currency Substitution and the Regressivity of Inflationary Taxation" Revista de Análisis Económico, Vol. 7, No. 1, pp. 177-192, 1992.
2. "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization" en coautoría con Rudiger Dornbusch y Holger Wolf, Brooking Papers on Economic Activity, Vol. 2, pp. 1-84, 1990.
1. "Explicando las Fluctuaciones del Producto en la Argentina", Económica, Vol. XXXV, No. 1-2, pp. 101- 152, 1989.