

***Federico Sturzenegger, Presidente del Banco Central de la República Argentina***

Muchas gracias, Jaques, por tan amable presentación que creo no merecer.

Tanto vos como tu esposa, Ai Ting, han recibido mis visitas a HEC con suma calidez, ofreciendo un ambiente estimulante, y vos, Jacques, siempre compartiendo un creciente entusiasmo por el programa de finanzas de HEC. Quiero felicitarte, también, por tu reciente nombramiento como Decano del Cuerpo de Profesores de HEC.

Mi relación con HEC se remonta a la época en que ocupaba el cargo de Decano de la Escuela de Negocios de la Universidad Di Tella. En ese momento, a fines de los años noventa, la Escuela de Negocios de la Di Tella estaba en una etapa prácticamente incipiente, y no era la institución prestigiosa que es hoy en día. Para mí, un paso clave para elevar su perfil consistía en lograr sólidos acuerdos con escuelas de renombre del exterior. Así fue que me encontré con Jean-Marc De Leersynder, quien me extendió su mano en apoyo a nuestra integración a la red *Partnership in International Management* (PIM), de la cual HEC era un socio de relevancia. Esto contribuyó a aumentar el reconocimiento de la escuela y a lanzar un programa de profesores visitantes tal como sucedió en mi caso. A su vez, en los siguientes años, varios profesores de HEC visitaron la Universidad Di Tella, entre los cuales se encuentra Michel Fiol, a quien recuerdo con mucho afecto.

Estoy algo abrumado por el título honorífico que me otorga HEC. 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. Jacques ya mencionó algo al respecto. Creo que es esta singular experiencia lo que HEC está distinguiendo hoy.

La columna vertebral de mi carrera es la actividad académica y, por cierto, dicté cátedras en tres universidades: UCLA, Di Tella y Harvard, con visitas frecuentes a HEC.

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 ocho años, me dediqué más de lleno a mi carrera en la función pública, como Presidente del Banco Ciudad —una entidad estatal—, como diputado nacional y, en la actualidad, 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, finalmente, correcta. También permite observar los datos y la realidad más allá de los

*clichés* que suelen prevalecer en el debate público. 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 lo peor, te prepara para aceptar tus propios errores, lo cual, a su vez, te permite corregirlos más rápido.

En esta oportunidad, quisiera plantear dos interrogantes que se me presentaron al analizar dos cuestiones puntuales de política. Al respecto, propusimos un nuevo marco que orientó el debate académico y político en una dirección completamente diferente (solo posible, creo yo, gracias a mi formación académica).

Luego de abordar estos ejemplos, me referiré al modo en que la actividad académica me ayudó a adoptar decisiones importantes en mi nuevo cargo de Presidente del Banco Central de la República Argentina. Por último, hablaré sobre el rol de los valores en el diseño de buenas políticas.

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 móvil. En un mundo con precios perfectamente flexibles, no habría diferencia si el tipo de cambio es móvil 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 este equilibrio. Desde ya, uno de los corolarios de esta literatura es el trabajo extremadamente prolífico sobre las uniones monetarias. Bueno, ¿qué mejor que Europa para discutir esta literatura ahora que tenemos euros y no francos franceses en los bolsillos?

---

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

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. Recordemos que Bretton Woods era un acuerdo según el cual la moneda de la mayoría de los países estaba anclada al dólar estadounidense y el dólar estadounidense, a su vez, estaba vinculado al oro. A comienzos de 1973, la moneda de Estados Unidos dejó de estar respaldada por el oro; aun así otros países siguieron tomando como referencia el dólar estadounidense hasta que, cansados de una política estadounidense extremadamente inflacionaria, Suiza primero y, luego, Japón y Alemania comenzaron a apreciar sus monedas frente al dólar. O mejor dicho, dejaron que el dólar siga su rumbo y así la moneda estadounidense se depreció considerablemente en relación con estas monedas.

De cualquier forma, el punto es que, tras el derrumbe del sistema de Bretton Woods, el mundo comenzó a ser testigo de una multiplicidad de 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.

Hasta aquí no hay nada que llame particularmente la atención, salvo que surgieron 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 suceden 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.

En resumen, a medida que los países comenzaron a encontrar su régimen genuino, la literatura pasó a ocuparse de las implicancias de los diferentes regímenes. Aun así, 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 ser producto de las especulaciones de un político, sin relevancia concreta en el mundo real.

Por supuesto, múltiples investigaciones siguieron abordando el impacto de los regímenes cambiarios en el comercio y, luego, las zonas objetivo, pero el estado de la cuestión para mediados de los años noventa no ofrecía resultados estadísticos sobre la relevancia de los regímenes. Así, la discusión de los regímenes cambiarios óptimos pareció estar más asociada a modas pasajeras 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.

Se pudo vislumbrar por primera vez que esto podría cambiar en 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. Simplemente 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. Ghosh y los coautores de inmediato se dieron cuenta de esto y 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 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 este trabajo, propuse junto a mi colega Eduardo Levy Yeyati una clasificación completamente nueva de regímenes cambiarios, pero 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>.

---

<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.

La clasificación se construyó mediante análisis de conglomerados, 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 paridad cambiaria móvil con depreciación a una tasa constante). 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 clasificaban como sistemas flotantes. Eran, de hecho, los datos los que definían la clasificación.

Presentamos esta clasificación y algunos resultados preliminares en una Conferencia del FMI con sede 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.

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>8</sup> también se popularizó.

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

---

<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. Reggion, F. Sturzenegger, 2010. "On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes" *European Economic Review* Elsevier, vol. 54(5), págs. 659-677, julio.

<sup>8</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.

vez que aprendimos cómo mirar, pudimos darnos cuenta de que los regímenes realmente importaban.

### *Materia oscura*

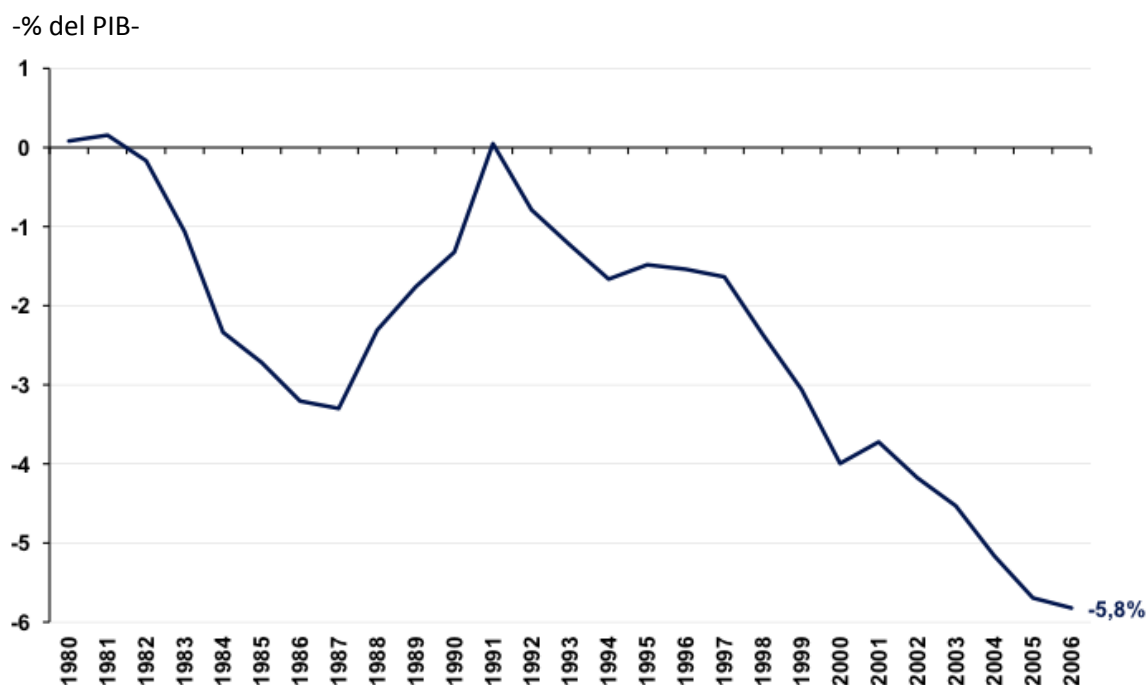
El otro caso al que quiero referirme se relaciona con un debate que tuvo lugar a nivel mundial hace alrededor de diez años. Tal debate se suscitó en torno a lo que en ese momento se conocía como “desequilibrios globales”, es decir, al hecho de que las economías grandes tenían o bien grandes déficits 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 estuvo evidenciando 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?

Repasemos tres posturas que se planteaban en ese momento:

- “Desde nuestra perspectiva, cualquier responsable de la política económica o analista de los mercados financieros sensato debería ver el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos como una espada de Damocles que pende sobre la economía mundial” (Obstfeld y Rogoff, 2005)<sup>9</sup>.
- “El déficit en cuenta corriente seguirá creciendo como consecuencia de los pagos crecientes de la deuda externa de Estados Unidos, incluso si se estabiliza el déficit de la balanza comercial. Por ese motivo, los déficits sostenidos de la balanza comercial detonarán el mismo tipo de dinámica de deuda explosiva que provocó las crisis financieras” (Roubini y Setser, 2005)<sup>10</sup>.
- “Los crecientes déficits externos de la ‘única superpotencia’ del mundo pusieron a la economía mundial en un camino que no es simplemente insustentable, sino *peligrosamente* insustentable” (Martin Wolf, FT, 2004)<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Obstfeld, M., K. Rogoff, 2005. “The Unsustainable US current account revisited”. NBER Working Paper 10864, NBER, Cambridge, MA.

<sup>10</sup> Setser, B., N. Roubini, 2005. “How Scary Is the Deficit”. Foreign Affairs Magazine, julio/agosto, p. 195-198.

<sup>11</sup> Wolf, M., 2004. “The world has a dangerous hunger for American assets”. Financial Times, 8 de diciembre.

Ken Rogoff y Maurice Obstfeld anticiparon una depreciación del dólar estadounidense de alrededor del 40%. Pero las economías emergentes nos muestran que las grandes correcciones del desequilibrio externo tienen un costo elevado. Y, ciertamente, todo costo para Estados Unidos tiene consecuencias en el resto del mundo. En esencia, el consenso generalizado era que el mundo iba rumbo a una crisis importante.

Frente a esta realidad nos encontrábamos con mi colega Ricardo Hausmann (en la Escuela Kennedy de la Universidad de Harvard donde me desempeñaba como Profesor Invitado) cuando nos llamó la atención una aparente inconsistencia. 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. De este modo podríamos confirmar que la economía de Estados Unidos estaba hipotecando su futuro. Porque si se aumenta la deuda, esa deuda hay que pagarla.

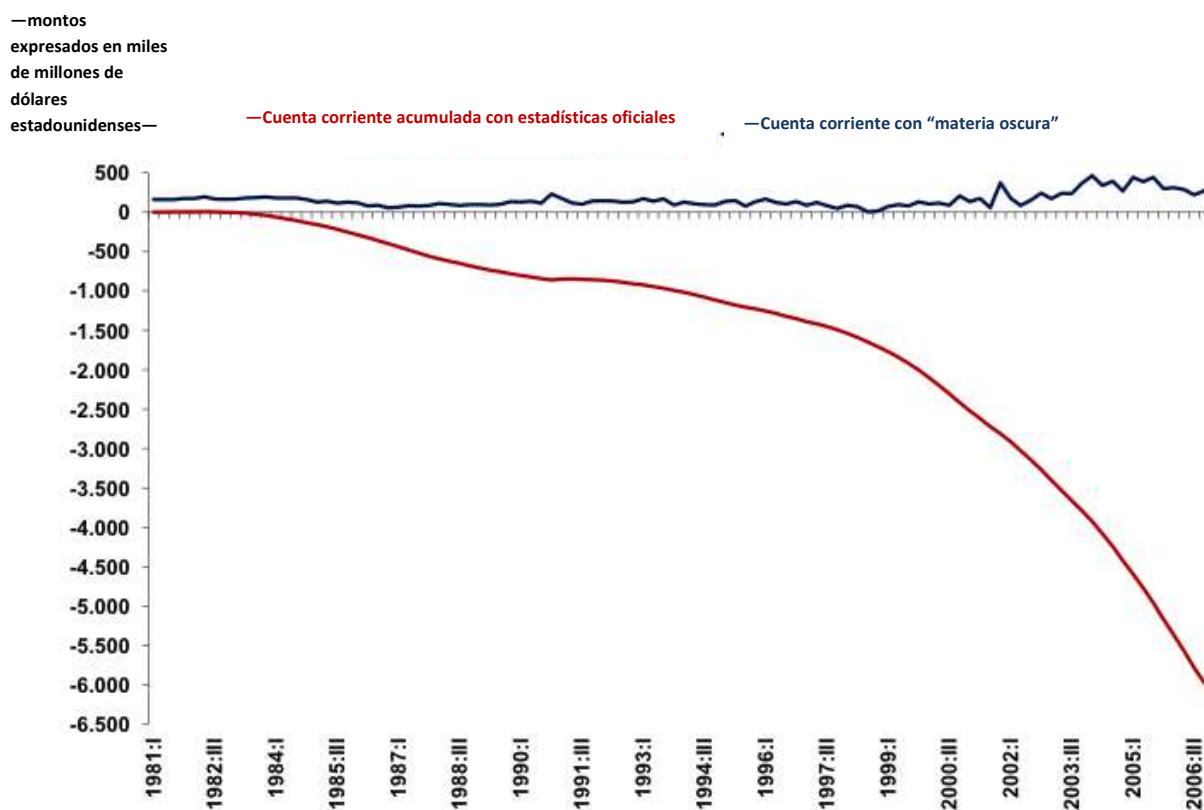
Sin embargo, al analizar el costo que estaba pagando Estados Unidos por convertirse en el mayor deudor del mundo nos enfrentamos a una paradoja. Los datos revelaban que en lugar de realizar los pagos, Estados Unidos estaba recibiendo pagos del resto del mundo. ¿Pero cómo era eso posible?

Paso a aclararlo. Es como si uno se encontrara con un deudor que cada vez acumula más deuda, pero en vez de cancelarla, le pagan por ella.

Veámoslo en el gráfico.



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>12</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. Y para ello, me voy a referir a la primera parte del rompecabezas como a un “comercio imperceptible”. 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 no está registrado porque se trata de activos intangibles o intercambio de conocimiento. El problema que se nos presentó con nuestras estadísticas 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>12</sup> Cline, W., 2005. *“The United States as a Debtor Nation”*. Institute for International Economics, Washington DC.

En las últimas reuniones del BPI estuvimos analizando el relativamente 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, tal como lo vislumbramos 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. 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 por bajo 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>13</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 total de dólares estadounidenses se encuentra en el extranjero, es evidente que algo está pasando (aunque cuantitativamente hablando este hecho 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 precio/beneficio en las ganancias netas 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 obtuvimos una nueva medición para los activos externos de Estados Unidos.

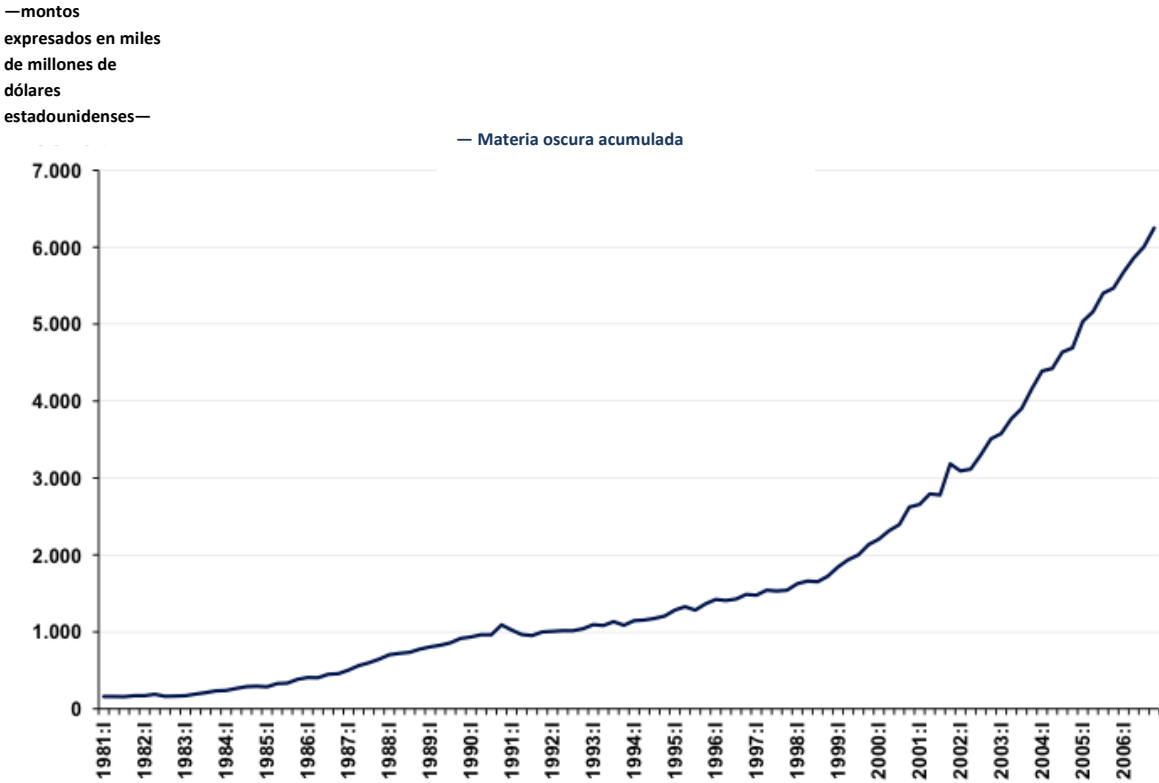
---

<sup>13</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.

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 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 (ya que se trataba de un simple múltiplo de dichas ganancias), 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 la cuenta corriente de Estados Unidos 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 verbales 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” de *FT* y *The Economist* nos masacraba, la prensa “estadounidense” de *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.

La discusión continuó hasta que pocos años después fue superada por la crisis financiera de 2008. En definitiva, el desequilibrio mundial nunca generó una crisis y, en cierto modo, fuimos reivindicados.

Y para terminar... solo puedo decir que la materia oscura siguió creciendo.

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

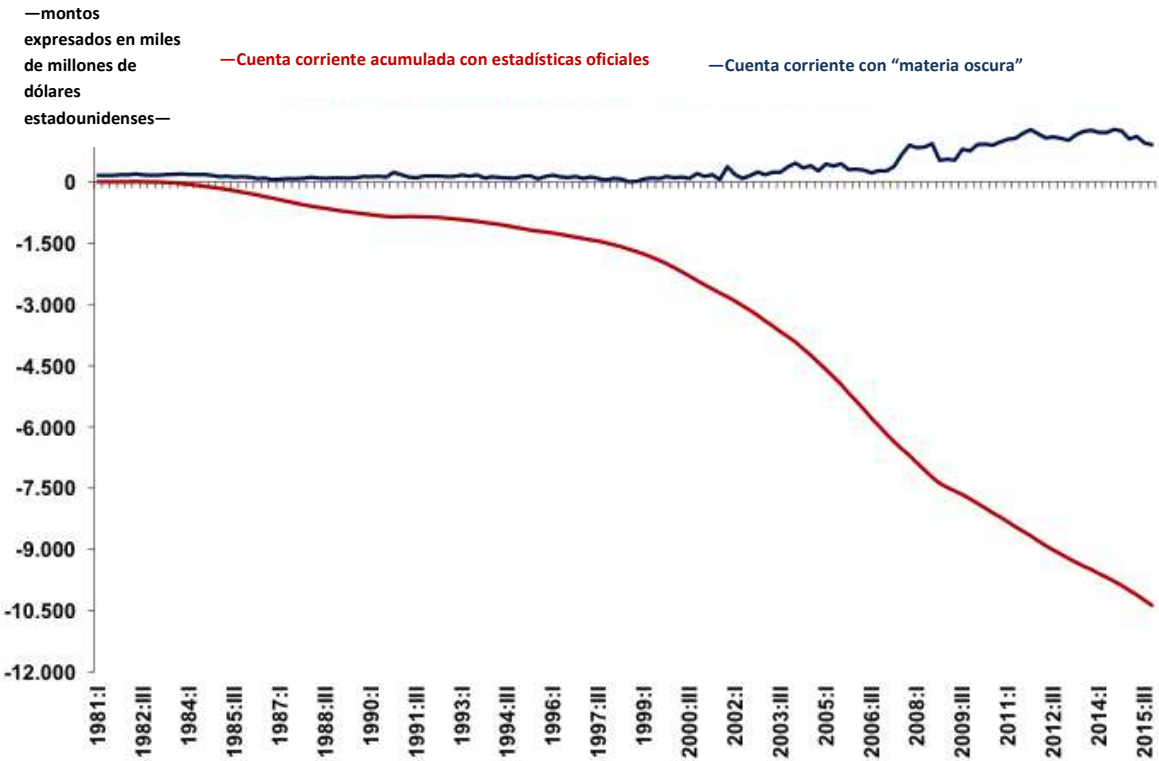
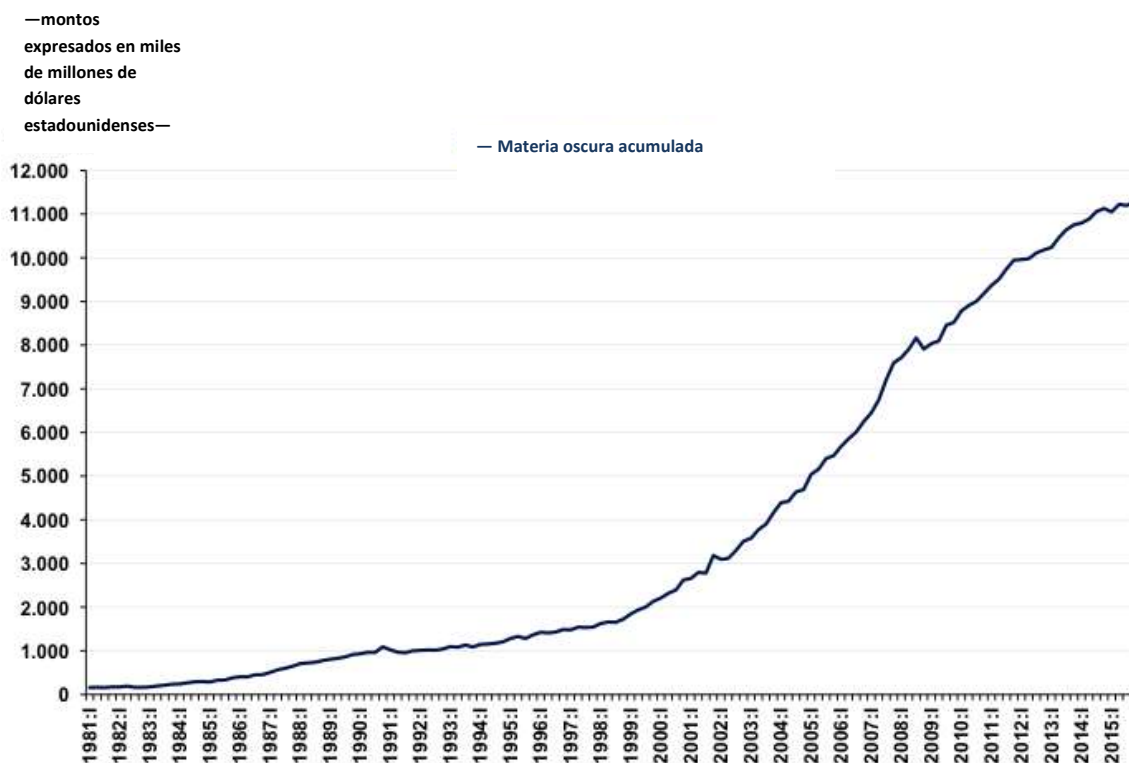


Gráfico 5. Materia oscura hasta la fecha



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.

Pero estos ejercicios tienen algo en común. Fomentan el pensamiento creativo, instan a resistirse a la sabiduría convencional y a desafiar a las propias suposiciones. Mirar las cosas de manera diferente.

Esto me recuerda 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”.

### *La Argentina*

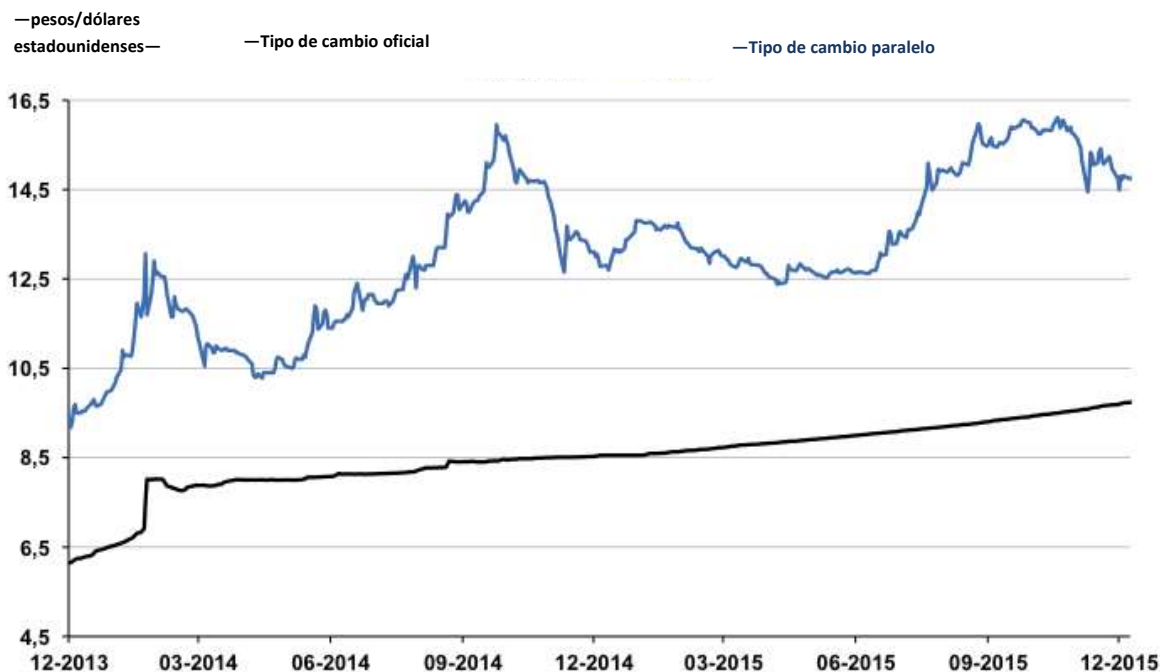
Ahora voy a pasar a comentar otro ejemplo de cómo esta manera “provocativa” de pensamiento puede ayudar a la política. Y permítanme avanzar rápidamente para hablar sobre una de las medidas políticas más drásticas que tuvimos que tomar en la Argentina y

que yo personalmente tuve que tomar a solo 4 días de asumir como Presidente del Banco Central.

Como ya saben, recientemente hubo elecciones en la Argentina. La campaña del nuevo Presidente se basó en la eliminación de las principales restricciones que pesaban sobre nuestro país, y que desde hace 4 años impedían su crecimiento. Las restricciones más importantes eran los controles de capital y del tipo de cambio.

Una política equivocada pretendía controlar la inflación anclando el tipo de cambio por debajo de su nivel de equilibrio. Como resultado, se produjo una fuerte apreciación real de la moneda, y como las exportaciones colapsaron, la necesidad de imponer controles al tipo de cambio fue cada vez mayor. Por supuesto que, inmediatamente, se generó un tipo de cambio paralelo en el mercado informal. En el gráfico que aparece a continuación se puede observar su evolución.

Gráfico 6. Tipos de cambio oficial y paralelo



La promesa de campaña fue eliminar este sistema que redujo la productividad de la economía. Pero... ¿se podía cumplir esta promesa? ¿Cómo hará la moneda para encontrar

un valor de equilibrio si se libera el tipo de cambio? Además, dado que se controlaron las operaciones durante tantos años, ¿cuáles serían las consecuencias de la liberación del tipo de cambio?

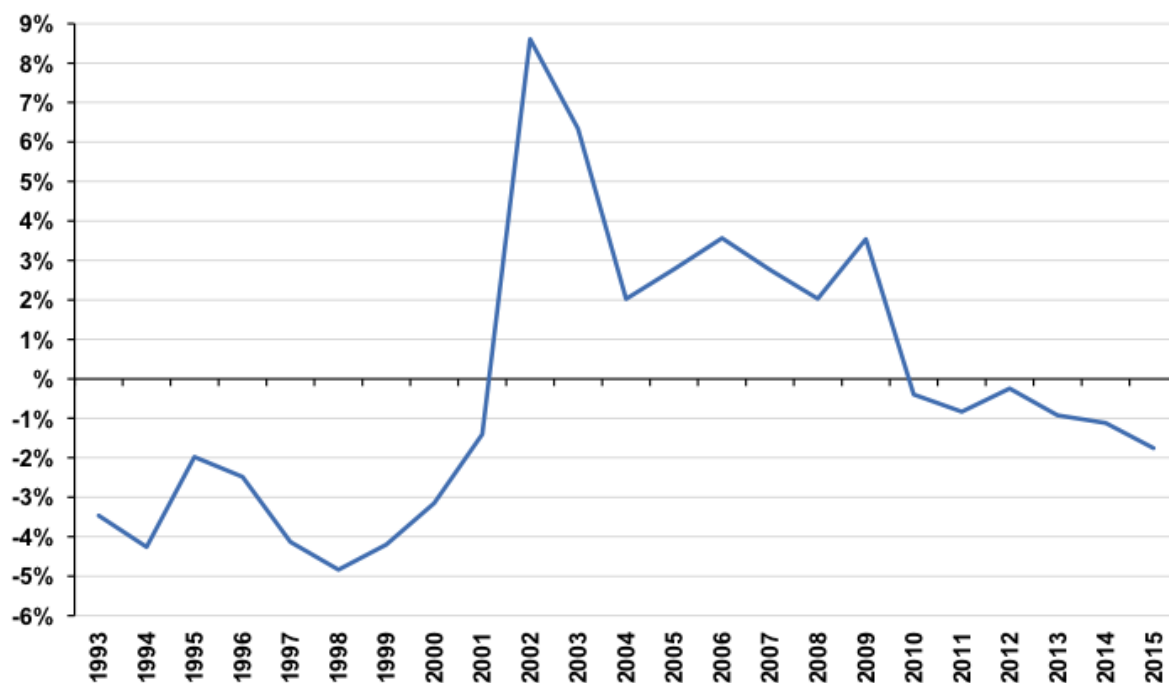
Estos interrogantes ocuparon un lugar preponderante en la campaña política de 2015. Todos los economistas, tanto de un lado como del otro, expresaban sus opiniones. La mayoría consideraba impensable liberar los controles del tipo de cambio de la noche a la mañana (y todos coincidían en que era una locura).

Estos debates me hicieron acordar a la conocida anécdota de Erhart. En 1948 Ludwig Erhart se preparaba para liberar el tipo de cambio y los controles de precio en una Alemania devastada por la guerra y la escasez de recursos. El día antes de que lo hiciera, el General Clay de Estados Unidos —Comandante en Jefe de la Fuerzas Aliadas durante la ocupación de Alemania— mantuvo una reunión con Erhart con la finalidad de increparlo: Sr. Erhart todos mis asesores dicen que va a liberar los mercados de una sola vez y que tiene que estar loco para hacerlo. ¿Qué dice usted al respecto? Se comenta que Erhart simplemente respondió: mire General, creo que no debería preocuparse. ¡Mis asesores piensan lo mismo!

En este punto es donde sirve el pensamiento creativo. Me gustaría que se concentren en la cuenta corriente de la Argentina que aparece en el gráfico a continuación.

Gráfico 7. Cuenta corriente de la Argentina

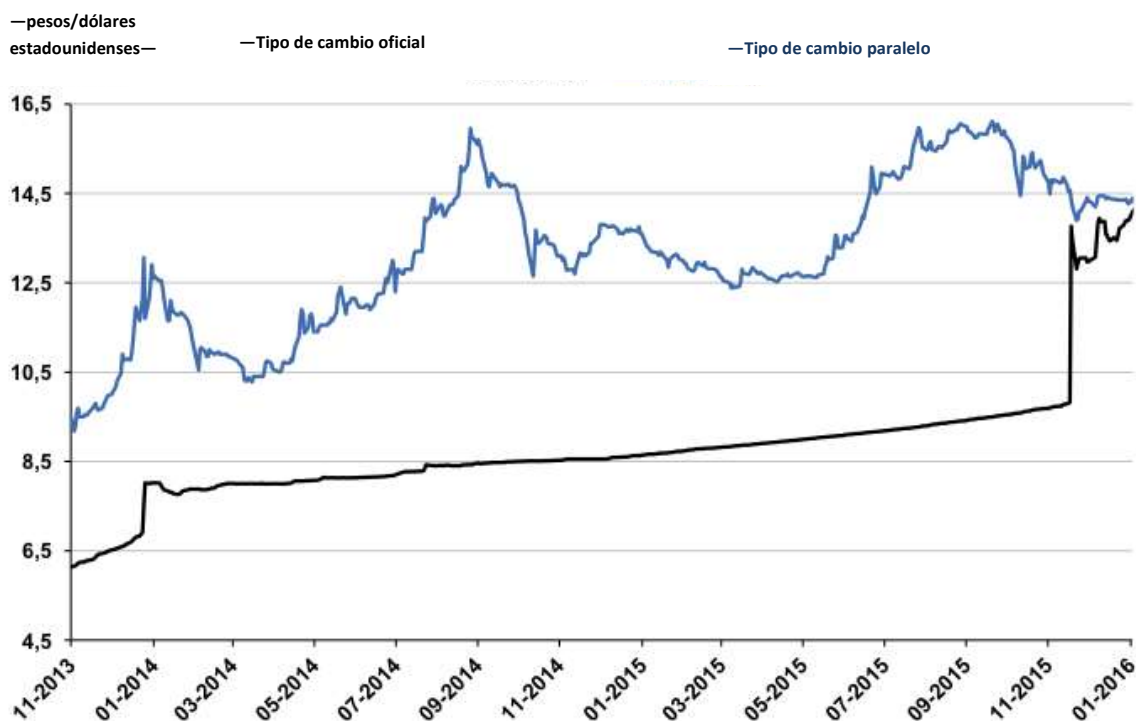
—% del PIB—





Este gráfico es interesante porque muestra que, en su mayoría, durante la última década la Argentina tuvo superávit en cuenta corriente. Esto quiere decir que durante ese período acumuló activos externos. Es por eso que si miramos este gráfico resulta claro que los argentinos tenían un exceso de dólares, y no de pesos, y que se iban a deshacer de ellos tan pronto como cambien las “reglas del juego”. Esto me dio la pauta de que podíamos cambiar a un régimen más libre sin muchos sobresaltos. Y, de hecho, tal como se muestra en el gráfico, eso es lo que sucedió.

Gráfico 8. Unificación del tipo de cambio



Pensar en el equilibrio general de la economía fue lo que nos convenció de que realmente podíamos liberar las trabas. Pero eran pocos los que coincidían con este punto de vista. Sin embargo, este gráfico sería lo primero que les mostraríamos a nuestros alumnos en una clase sobre este tema.

Por eso, de nuevo, siempre hay que mirar las cosas como si fuera la primera vez. Y quiero hacer una última aclaración al respecto. Esto no significa que la sabiduría convencional esté siempre equivocada, lo único que digo es que el error es no cuestionarla.

## Valores

Para concluir, me gustaría decirles que todo lo que expuse aquí pretende plantear lo que se debe hacer o la manera de aprender lo que se debe hacer. Pero en la política existe una dimensión adicional que consiste en que se necesita contar con personas que estén dispuestas a hacer lo que se debe hacer. Es tan importante conocer lo que se debe hacer como saber lo que se está dispuesto a hacer para conseguir esos objetivos.

La principal lección que aprendí de mi experiencia es que la política tiene que obtener resultados a partir de un equilibrio entre los intereses del bien común, de la población en general, y la confrontación con los intereses de grupos concentrados.

Mancur Olson, en su espectacular libro *The Logic of Collective Action*<sup>14</sup>, hizo mención a este equilibrio. En el libro habla de la industria del azúcar en Estados Unidos. En la década de los sesenta, cuando escribió el libro, la industria del azúcar había logrado obtener cupos que llevaron al precio mayorista del azúcar a quintuplicar el precio internacional. Esto implicó un costo adicional, aunque leve, para millones de familias estadounidenses, pero se trataba de millones para pocos de los participantes más grandes de la industria. ¿Y qué opinaba Olson al respecto? Que mientras los que tenían millones en juego iban a luchar arduamente para mantener sus privilegios, aquellos que se veían perjudicados por esos privilegios tenían poco que perder en forma individual. Y por eso no podían presentar una acción colectiva en lo que respecta a este tema. En definitiva, aquí primaron los intereses concentrados.

La experiencia me enseñó que esto también es esencial en materia de buenas políticas. Y para poder tomar el camino correcto, el ingrediente principal son los valores: comprender que en la política uno es un servidor público que debe defender el bien común y que ello implicará una batalla incesante contra los intereses concentrados. También quiere decir que uno está solo en esta lucha, porque los beneficios que se obtienen para la población en general se diluyen y no son suficientes para motivar a la población para apoyarnos; pero muy por el contrario, los privilegios que se le sacan a unos pocos bastan para generar una respuesta hostil.

Puedo darles muchos ejemplos. Cuando transformamos el Banco Ciudad de una entidad que perdía dinero a la compañía estatal más rentable de la Argentina fue porque comprendimos que los activos se estaban colocando en instrumentos del Banco Central de bajo rendimiento. Algo que, si bien era bueno para el gobierno y para la administración del Banco —que no tenían que asumir ninguna responsabilidad—, era muy malo para la

---

<sup>14</sup> Olson, M., 1965/1971. "The Logic of Collective Action. Public Goods and the Theory of Groups". Cambridge, MA: Harvard University Press.

población en general que veía reducido su acceso al mercado como consecuencia de este destino de fondos. Cuando implementamos un acceso abierto a los puestos de trabajo del Banco, tuvimos que hacer frente a muchas huelgas de empleados que querían privilegiar el ingreso de sus hijos. Y hace un par de años, cuando el gobierno anterior aprobó una ley de hidrocarburos que les otorgó grandes incentivos a las compañías petroleras, no se produjo una reacción general en contra, como hubiera sido esperable.

Por lo tanto, al final del día, el ámbito académico nos puede ayudar a comprender cuál es el camino a tomar. Pero se debe contar con valores para poder recorrer ese camino.

Por último, me gustaría agradecerles al Decano Todd y al Decano de Facultad Olivier por este reconocimiento, que es para mí un gran honor. Muchas gracias.

\* \* \* \* \*

Lucía Laura Isturiz  
Asistente de Traducciones

Claudia Raquel Ciaschini  
Asistente de Traducciones

Marta Tritto  
Subgerente de Traducciones

Subgerencia de Traducciones  
Gerencia Principal  
de Estudios Jurídicos  
01.04.16